

|                    |                                |                         |                     |
|--------------------|--------------------------------|-------------------------|---------------------|
| <b>INTRED</b>      | <b>Italy</b>                   | <b>FTSE AIM Italia</b>  | <b>Tlc</b>          |
| <b>Rating: BUY</b> | <b>Target Price: Euro 3,93</b> | <b>Inizio copertura</b> | <b>Risk: Medium</b> |

| Stock performance   | 1M    | 3M     | 6M  | 1Y  |
|---------------------|-------|--------|-----|-----|
| absolute            | 0,40% | 19,80% | N/A | N/A |
| to FTSE AIM Italia  | 4,97% | 13,37% | N/A | N/A |
| to FTSE STAR Italia | 6,89% | 13,37% | N/A | N/A |
| to FTSE All-Share   | 8,15% | 13,94% | N/A | N/A |
| to EUROSTOXX        | 5,13% | 16,03% | N/A | N/A |
| to MSCI World Index | 4,62% | 14,22% | N/A | N/A |

**Stock Data (al 28/09/2019)**

|                             |               |
|-----------------------------|---------------|
| Price                       | € 3,15        |
| Target price                | € 3,93        |
| Upside/(Downside) potential | 25%           |
| Bloomberg Code              | ITD IM EQUITY |
| Market Cap (€m)             | 50            |
| EV (€m)                     | 54            |
| Free Float                  | 21,40%        |
| Share Outstanding           | 15850500      |
| 52-week high                | € 2,63        |
| 52-week low                 | € 3,32        |
| Average daily volumes (3m)  | 30000         |

| Key Financials (€m) | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|
| Sales               | 14,4  | 16,9  | 20,0  | 24,0  |
| EBITDA              | 5,7   | 6,2   | 8,1   | 9,9   |
| EBIT                | 3,5   | 3,2   | 4,8   | 6,2   |
| Net Profit          | 2,5   | 2,3   | 3,2   | 4,1   |
| EPS (€)             | 0,16  | 0,15  | 0,20  | 0,26  |
| EBITDA margin       | 39,6% | 36,7% | 40,5% | 41,3% |
| EBIT margin         | 24,3% | 18,9% | 24,0% | 25,8% |

| Main Ratios   | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| EV/EBITDA (x) | 9,5   | 8,7   | 6,7   | 5,5   |
| EV/EBIT (x)   | 15,4  | 16,9  | 11,3  | 8,7   |
| P/E (x)       | 20,0  | 21,7  | 15,6  | 12,2  |

**Antonio Tognoli**

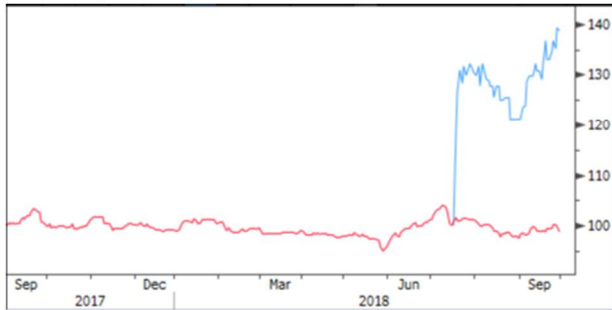
+39 02 87208 703

antonio.tognoli@integraesim.it

**Mattia Petracca**

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

**Stocks performance relative to FTSE AIM Italia**

**Company overview**

Intred fornisce connettività in banda larga, ultra larga, wireless, telefonia fissa, servizi cloud oltre ai servizi accessori correlati. Intred è l'operatore di telecomunicazioni di riferimento nel territorio di Brescia per l'utenza business e l'utenza retail. L'attività, dapprima focalizzata esclusivamente sul segmento Large Account/Utenza Business (55% nel 2017), si è progressivamente allargata fino a coprire anche gli Small Account/Utenza Retail (27% del fatturato 2017), consentendo alla società di posizionarsi trasversalmente sul mercato.

**Risultati del 1H18**

Il 1H18, che ovviamente non include gli effetti della quotazione, avvenuta il 18 luglio, è stato decisamente positivo per Intred. Il fatturato è aumentato del 20,1% YoY raggiungendo €8,25 mln. L'Ebitda e L'Ebit margin sono ulteriormente cresciuti rispetto al FY17 raggiungendo il 40,0% (38,5% nel FY17) a €3,34 mln e il 24,9% (23,9% nel FY17) a €2,08 mln rispettivamente.

**Valuation Update**

Abbiamo condotto la valutazione sulla base di due metodologie: DCF e multipli di un campione di società comparabili. Il DCF restituisce un equity value pari a €64,9mln (WACC 8,01% che include un rischio specifico del 2,5%). Il metodo dei multipli (EV/EBITDA, EV/EBIT, P/E), restituisce un valore pari a €79,4mln al quale abbiamo applicato uno sconto del 25% per tenere conto della inferiore capitalizzazione di Intred rispetto ai peers individuati. Pertanto l'equity value calcolato tramite il metodo dei multipli risulta pari a €59,6mln. L'equity value di Intred risulta pari a €62,3mln, quindi €3,93 ad azione. Rating BUY e Risk Medium.

## Summary

|  |    |
|--|----|
| 1. Company Overview .....  | 3  |
| 1.1 L'attività .....   | 3  |
| 1.2 Gli azionisti .....  | 4  |
| 1.3 La catena del valore .....   | 4  |
| 1.4 La rete e i servizi offerti .....                                  | 5  |
| 1.5 I clienti .....  | 6  |
| 1.6 Gli investimenti .....   | 7  |
| 2. Il mercato .....  | 9  |
| 2.1 Il settore TLC in Italia .....                                     | 9  |
| 2.2 I ricavi complessivi del settore TLC .....                         | 10 |
| 2.3 I costi operativi e l'Ebitda degli operatori TLC in Italia .....   | 11 |
| 2.4 Gli investimenti degli operatori di TLC in Italia .....            | 12 |
| 2.5 Lo stato della banda larga in Italia e i target di copertura ..... | 13 |
| 2.6 Le dinamiche dei prossimi anni .....                               | 15 |
| 3. I dati storici e le stime .....                                     | 19 |
| 3.1 1H18 .....   | 19 |
| 3.2 Linee strategiche 2018-2021 .....                                  | 20 |
| 4. Economics & Financials .....  | 21 |
| 5. La valutazione .....  | 22 |
| 5.1 I modelli adottati .....   | 22 |
| 5.2 Il modello DCF .....   | 22 |
| 5.3 I multipli .....   | 23 |
| 5.4 Competitive analysis .....   | 26 |

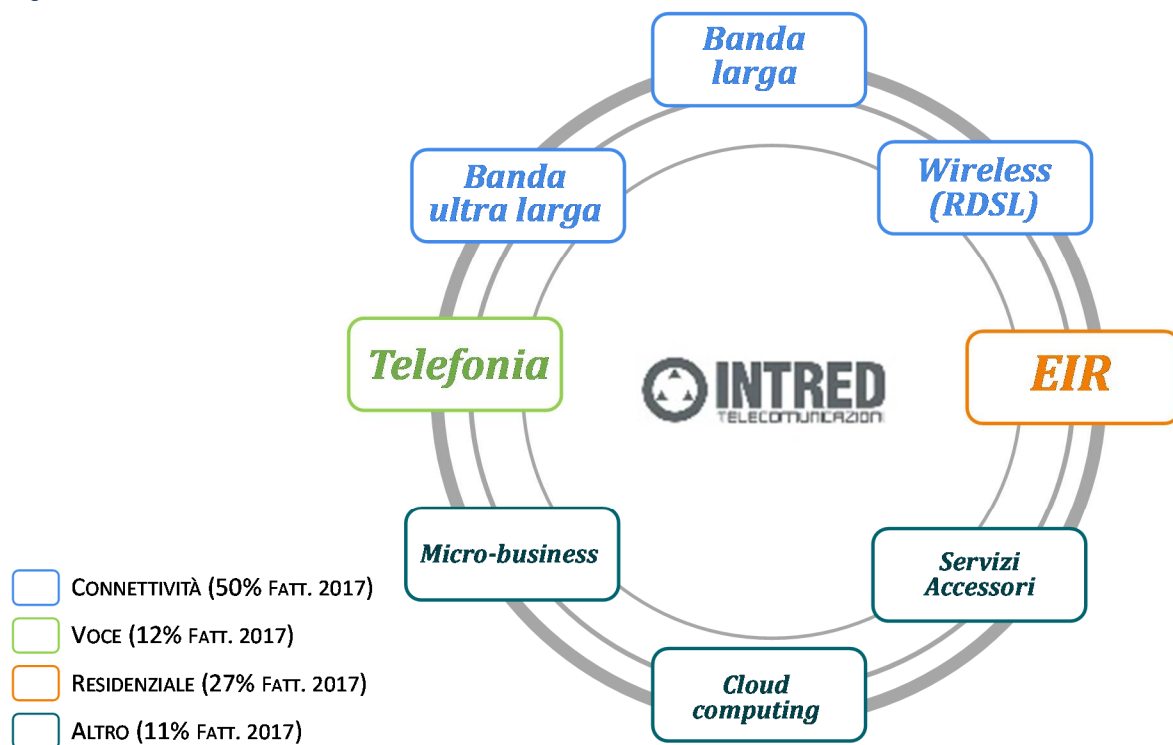
## 1. Company Overview

### 1.1 L'attività

Intred fornisce connettività in banda larga, ultra larga, wireless, telefonia fissa, servizi cloud oltre ai servizi accessori correlati. Intred è l'operatore di telecomunicazioni di riferimento nel territorio di Brescia per l'utenza business e l'utenza retail.

L'attività, dapprima focalizzata esclusivamente sul segmento Large Account/Utenza Business (55% nel 2017), si è progressivamente allargata fino a coprire anche gli Small Account/Utenza Retail (27% del fatturato 2017), consentendo alla società di posizionarsi trasversalmente sul mercato e di sfruttarne a pieno le potenzialità.

**Fig. 1 – Le attività**



Fonte: Intred

Intred ha costruito nel tempo una rete proprietaria in fibra ottica di oltre 1.700 Km, che gestisce direttamente a vantaggio di efficienza e redditività. Il presidio del territorio di Brescia è garantito da oltre 130 centrali collegate ad anello al fine di minimizzare i disagi per i clienti nel caso di un improvviso guasto e 470 armadi di strada. Intred ha inoltre sviluppato una rete wireless proprietaria con 42 stazioni radio distribuite su Brescia, Bergamo, Verona, Pavia e Lodi. La gestione dei servizi di telefonia voce mediante rete ULL proprietaria o in VoIP, è garantita da un datacenter di proprietà che ospita una centrale telefonica direttamente interconnessa con la rete telefonica nazionale.

## 1.2 Gli azionisti

A seguito dell'IPO, i soci di riferimento di Intred sono Daniele Peli (46,2%), fondatore della società, attuale presidente e direttore generale e Marisa Prati (23,1%), amministratore della società e moglie di Daniele Peli, Value First SICAF S.p.A. (8,3%), dipendenti e miinistratori 0,9% e 21,4% flottante.

Nata nel 1996 per volontà di tre soci provenienti dal medesimo gruppo aziendale, Intred muta la compagine società nel 1997 con la vendita delle quote di due soci co-founder a Daniele Peli e alla moglie Marisa Prati.

La società registra fin da subito una forte crescita soprattutto nell'area della provincia di Brescia, dove diviene un importante punto di riferimento per l'utenza business e gradualmente allarga la propria presenza alle province limitrofe di Bergamo e Mantova.

Nel 2010 la società decide di puntare fortemente su una rete proprietaria. Strategia che si dimostra vincente in quanto ha consentito alla società di aumentare anno dopo anno il proprio fatturato.

Nel 2012 il management decide di allargare il proprio business entrando nel mercato dell'utenza residenziale creando il marchio EIR. Nei 5 anni successivi il fatturato quintuplica e i clienti raggiungono i 24.000 al 30 giugno 2018

## 1.3 La catena del valore

La catena del valore è sviluppata intorno ad un potente software proprietario in grado di supportare sia la rete commerciale a partire dal primo approccio con il cliente, sia il management nel concedere l'autorizzazione all'investimento per raggiungere il cliente stesso. Tale software consente, inoltre, di mappare puntualmente le linee esistenti e i costi di realizzazione dell'infrastruttura per raggiungere il cliente, oltre a verificare in tempo reale il numero complessivo dei clienti e con quale tecnologia sono connessi.

La catena del valore prevede sostanzialmente tre fasi:

- la valutazione iniziale di opportunità circa le aree di copertura di rete da sviluppare, conformemente alle strategie, anche attraverso uno studio di convenienza tra lo sviluppo interno di rete o l'utilizzo delle reti già esistenti di altri operatori (TIM, Infratel, Retelit, ecc.);
- Il cliente che può essere:
  - **residenziale.** In questo caso il contratto è effettuato tramite web, numero verde o tramite la rete di partner fidelizzati (negozi di telefonia multimarca) dislocati sul territorio;
  - **business.** In questo caso la sottoscrizione è effettuata tramite la propria rete commerciale che conta 10 dipendenti.
- la connessione del cliente e il potenziale sviluppo della rete prevede due opzioni:
  - **su rete proprietaria:** in seguito al favorevole iter autorizzativo, la copertura delle nuove aree viene commissionata in outsourcing ad imprese specializzate, coordinate direttamente da Intred attraverso un responsabile tecnico dedicato;
  - **su rete di terzi:** vengono utilizzate linee già esistenti di terzi in modalità IRU (Infeasible Rights of Use).

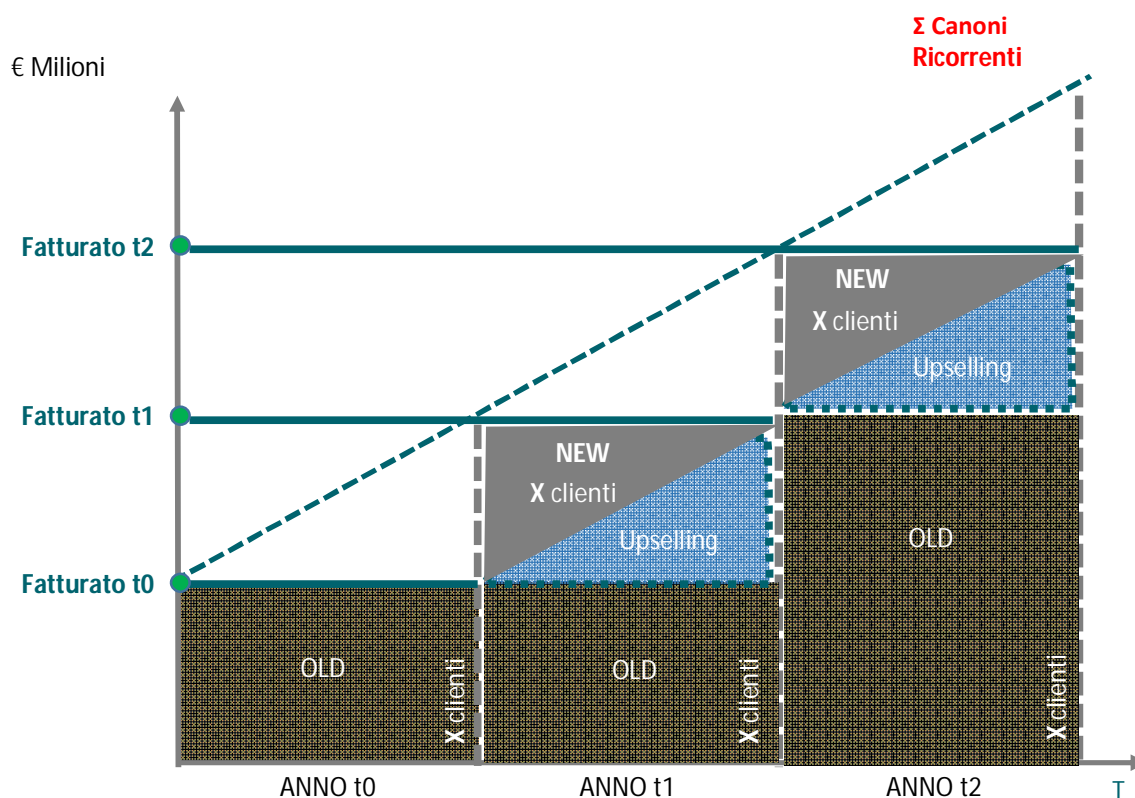
Una volta connesso, al cliente vengono erogati i servizi previsti dal contratto.

Il modello di business di Intred è basato su canoni ricorrenti (93% dei ricavi del 2017) provenienti da una base clienti consolidata su cui ogni anno si genera un incremento di fatturato derivante dall'upselling di nuovi servizi.

Parallelamente l'attività commerciale della società determina un costante incremento della base clienti che a sua volta viene convertita in ricavi ricorrenti.

Intred vanta un "churn rate" sui clienti molto basso, pari al 4%. Il profilo temporale dei contratti di medio lungo termine (da 3 a 10 anni) costituisce una base consolidata per pianificare l'ulteriore sviluppo del business.

**Fig. 2 – Lo sviluppo dei ricavi**



Fonte: Intred

#### 1.4 La rete e i servizi offerti

Nel 2010, il management della società ha preso la decisione strategica di creare nella provincia di Brescia una rete fissa molto capillare di nuova generazione basata su fibra ottica. La rete attuale di Intred, che come dicevamo conta circa 1.700 Km di fibra, ha una capacità di circa 80.000/90.000 utenti ed è quindi in grado di supportare un numero di clienti circa quadruplo rispetto a quelli di fine 2017 (21.300 clienti).

Intred è in grado di offrire servizi:

- all'utenza professionale in banda larga (connessioni fino a 20 mbps), costituita dalle connessioni ADSL e HDSL. La banda larga costituisce il metodo di collegamento più diffuso in Italia ed utilizzata da oltre 15 anni con una copertura prossima al 99% del territorio italiano che rappresentava a fine 2017 il 7% del fatturato.
- in banda ultra larga (connessioni oltre 20 mbps) che sono le connessioni in fibra ottica (FTTH, FTTC e FTTS). La connessione in fibra consente all'utente di avere una maggiore

velocità ed una maggiore ampiezza di banda, il tutto unito ad una bassa latenza. A fine 2017 il fatturato di Intred nella banda ultra larga rappresentava il 30% del totale;

- wireless in connessione RDSL, utilizzate per lo più per le aree (bianche o grigie) non adeguatamente servite da connessioni ADSL e fibra, o in aree che necessitano connessioni di backup alternative al cavo. Tra il 2014 e il 2015 la rete è stata rinnovata completamente ed ora è in grado di erogare anche connettività in banda ultra larga a prezzi molto competitivi. In diverse occasioni la disponibilità di connessioni wireless fisse di alto livello (su frequenza licenziata e tecnologia SDH) è stata determinata nella competizione con importanti operatori nazionali che normalmente non propongono questo tipo di connettività. La rete attuale conta 42 stazioni radio base posizionate su tralicci od altre postazioni distribuiti sul territorio delle provincie di Brescia, Bergamo, Verona, Pavia e Lodi (13% del totale);
- all'utenza residenziale. La rete in fibra ottica di Intred gli ha consentito di entrare nel mercato residenziale, fino al 2010 inesplorato, allo scopo di ottimizzare gli investimenti necessari per la realizzazione della stessa. E' stato creato il marchio EIR che comprende le connessioni sia in banda larga (ADSL, RDSL), la telefonia fissa sia quelle in banda ultra larga in fibra ottica (FTTC). Nel 2017 il fatturato generato da questa famiglia di prodotti è stato pari al 27% del totale;
- di telefonia. Intred è un operatore telefonico in possesso della licenza Ministeriale OLO (Other Licensed Operators). Offre e gestisce direttamente proprie numerazioni telefoniche oppure, in accordo alle delibere 35/10/CIR (Number Portability Pura) e 274/07/CONS (attivazione migrazione dei servizi d'accesso), può acquisire tali numerazioni da altri operatori. Intred ospita in uno dei suoi Datacenter una propria centrale telefonica direttamente interconnessa con la rete telefonica nazionale, grazie alla quale eroga servizi telefonici mediante rete ULL proprietaria (Unbundling Local Loop), in WLR (Wholesale Line rental) o in tecnologia VoIP (Voice over IP) (13% del totale);
- altri business (9% del fatturato 2017), di cui:
  - micro business (2% del fatturato 2017). Questa famiglia di prodotti comprende servizi di TLC (soprattutto telefonia, connettività ADSL e FIBRA) per utenza professionale molto piccola: tipicamente esercizi commerciali, artigiani e studi professionali;
  - cloud computing (3% del fatturato 2017). Fin dalla sua nascita Intred ha proposto servizi di hosting (registrazione domini, email, web, ecc.), housing (ospitalità di server fisici presso i datacenter) e server virtuali;
  - servizi accessori (4% del fatturato 2017). In questo raggruppamento sono compresi i servizi di noleggio apparecchiature (router e firewall), assistenza tecnica, canoni di indirizzi IP, vendita di hardware, ecc.

Grazie ai continui investimenti è stato possibile sfruttare importanti economie di scala, consentendo nel tempo di competere alla pari con tutti gli operatori del settore anche di maggiori dimensioni e di proporre al mercato residenziale e business tariffe flat omnicomprehensive, con ottimo livello di marginalità. I servizi di telefonia rappresentavano il 12% del fatturato tale del 2017.

## 1.5 I clienti

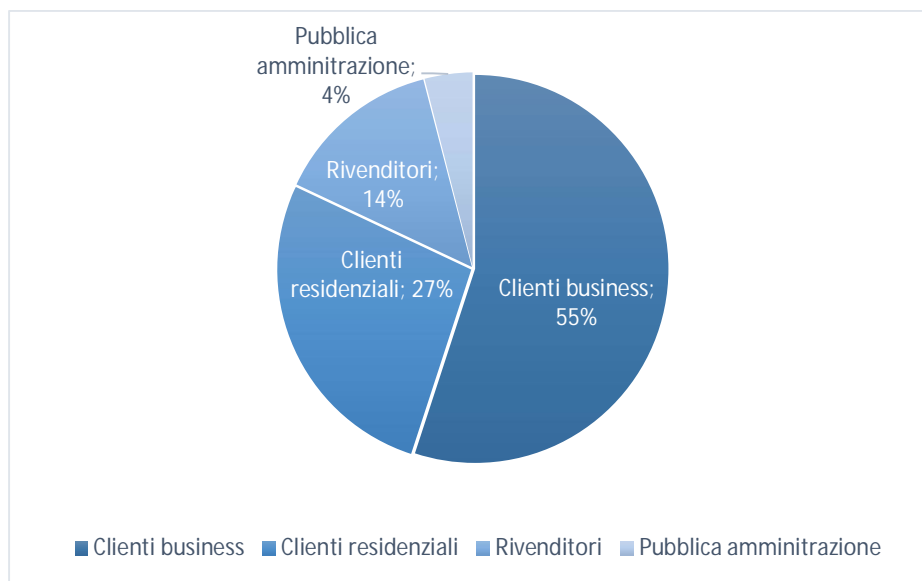
I principali clienti di Intred possono essere divisi in 4 diverse tipologie:

- **Clienti business** (55% del fatturato del 2017). I contratti sono normalmente a tempo indeterminato per i servizi di più basso livello (ADSL, HDSL, RDSL e VDSL) e solitamente di 3 anni per i servizi più costosi (connessioni in fibra ottica FTTH e RDSL SDH) visto che questi

ultimi richiedono investimenti molto elevati in fase di allacciamento. Investimenti che di norma vengono ripagati nell'ambito dei 12 mesi successivi all'attivazione;

- **Clienti residenziali** (27% del fatturato). I contratti sono attivati attraverso 2 canali principali: via internet (www.eir.net) per il 60% dei contratti o per il 40% attraverso una rete di partner distribuita sul territorio della provincia di Brescia normalmente negozi di telefonia multimarca. Il rapporto con i clienti residenziali, come previsto dalla legge, viene regolato da un contratto a tempo indeterminato. Nel corso degli ultimi anni, grazie a varie azioni di marketing e all'introduzione di una persona dedicata a questa attività di reclutamento e gestione, il numero dei partner si è sviluppato notevolmente fino a superare nel 2017 le 100 unità.
- **Rivenditori** (14% del fatturato). Intred ha contratti attivi con 18 aziende, che continua a sviluppare. Nel 2017 è stato avviato un rapporto con QCOM S.P.A., E-VIA S.P.A. e FASTWEB S.P.A. che denota un forte apprezzamento dell'infrastruttura di Intred nelle province di Brescia e Bergamo. In particolare con FASTWEB S.P.A. è atteso un forte incremento del fatturato nei settori: sanità, finanziario e grande distribuzione;
- **Pubblica amministrazione** (4% del fatturato). L'attivazione avviene mediante la partecipazione alla gara pubblica telematica o mediante l'assegnazione diretta quando i prezzi proposti sono inferiori alle tariffe CONSIP e/o non sono presenti sul mercato offerte paragonabili (è accaduto diverse volte con la connettività in fibra ottica FTTH). La durata dei contratti con questo tipo di utenza è mediamente di 3 anni.

**Fig. 3 – Breakdown del fatturato 2017**



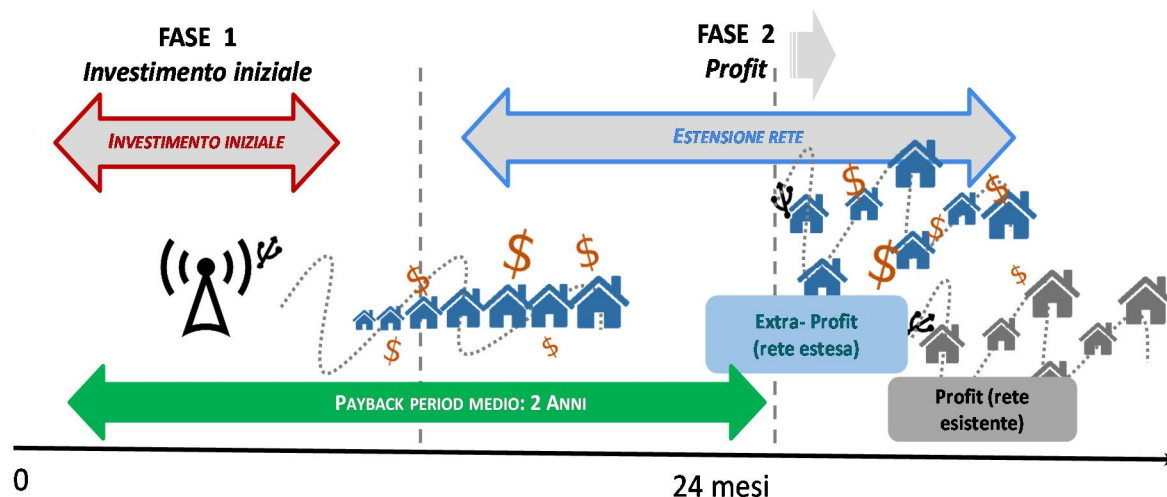
Fonte: Intred

## 1.6 Gli investimenti

Gli investimenti effettuati nel corso degli ultimi 4 anni, pari a €18,3 mln, riguardano principalmente lo sviluppo e l'implementazione della rete. Da questo punto di vista Intred persegue il modello di sviluppo "MAKE" che, a fronte di investimenti iniziali importanti, consente marginalità maggiori, oltre al diretto controllo della qualità e della tipologia dei servizi erogati.

Mediamente il pay-back period degli investimenti nella rete è di circa 2 anni, vale dire che dal terzo anno in avanti la generazione di profitto e di cassa diventa rilevante. Inoltre, l'estensione della rete esistente, rende possibile un aumento del numero degli utenti a costi contenuti.

**Fig. 4 – Il pay-back degli investimenti**



Fonte: Intred

Nel 2017 gli investimenti sono ammontati a €5,49 mln, concentrati essenzialmente sullo sviluppo della rete di accesso in fibra ottica nella modalità FTTH e FTTC, prevalentemente nel territorio delle province di Brescia, Bergamo e Mantova.

La parte preponderante degli investimenti nell'infrastruttura di rete di Intred è costituita da immobilizzazioni materiali (79,5% del totale): opere civili per la posa delle reti in fibra ottica, attività normalmente commissionata ad imprese specializzate nelle TLC che realizzano abitualmente infrastrutture per vari operatori; cavi in fibra ottica di varie dimensioni, acquistati direttamente da produttori nazionali; armadi di strada e tombini, acquistati da produttori nazionali; apparecchiature elettroniche di rete acquistate da grandi distributori internazionali (principalmente Huawei e Cisco Systems); altri beni, costituiti principalmente da apparati di terminazione delle connessioni, router e switch (Huawei, Cisco Systems, AVM, ecc.), acquistati da distributori nazionali ed internazionali e suscettibili di autonoma utilizzazione.

Un'altra parte importate degli investimenti riguarda le immobilizzazioni immateriali (20,5% del totale). Questi riguardano principalmente le acquisizioni di diritti d'uso, in modalità IRU (Indefeasible Right of Use – Diritto Irrevocabile d'Uso) della durata di 15 anni, per fibra ottica spenta e/o cavidotti. Tali diritti sono stati acquisiti prevalentemente da Telecom Italia e da Infratel Italia (società in-house del Ministero dello Sviluppo Economico). Con tali investimenti è stato possibile realizzare a costi contenuti e tempi relativamente rapidi infrastrutture di rete con una sensibile riduzione delle opere civili.



## 2. Il mercato

Il settore delle telecomunicazioni assume grande rilevanza sulle principali grandezze macroeconomiche di ogni singolo paese industrializzato. In Italia, secondo il Rapporto Annuale Agcom, nel 2016 i ricavi complessivi dei servizi TLC valgono l'1,9% del PIL, valore in linea con quello del 2015, mentre la spesa delle famiglie per servizi di telecomunicazione vale il 2,6% della spesa complessiva. Inoltre gli investimenti del settore TLC su quelli complessivi pesano il 5,3%, in leggera riduzione rispetto al 6% registrato nel 2015 (quest'ultimo dato è tuttavia influenzato dalle spese straordinarie e non ricorrenti relative all'acquisto delle licenze sostenute nel 2015 da parte degli operatori TLC).

Questo in uno scenario complessivo, dove nel 2016 si sono manifestati i seguenti fenomeni:

- il PIL ai prezzi di mercato è stato pari a circa € 1.673 milioni a prezzi correnti, in aumento dell'1,8% rispetto al 2015;
- cresce, seppure con tassi leggermente inferiori, la spesa delle famiglie (+1,3%);
- gli investimenti mostrano ancora un buon incremento (+2,0%), seppure in rallentamento rispetto al 2015

Oltre al proseguimento degli investimenti da parte delle singole aziende, per un pieno sviluppo del settore TLC è importante anche un lavoro sinergico a livello di Industry, Istituzioni e Parti Sociali su alcune tematiche chiave, come:

- la definizione delle linee guida per l'adeguamento dei limiti per la misurazione delle emissioni elettromagnetiche;
- la creazione di un sistema di regole uniformi con gli Over The Top;
- lo sviluppo di piani di formazione sulle competenze digitali per gli addetti della filiera.

### 2.1 Il settore TLC in Italia

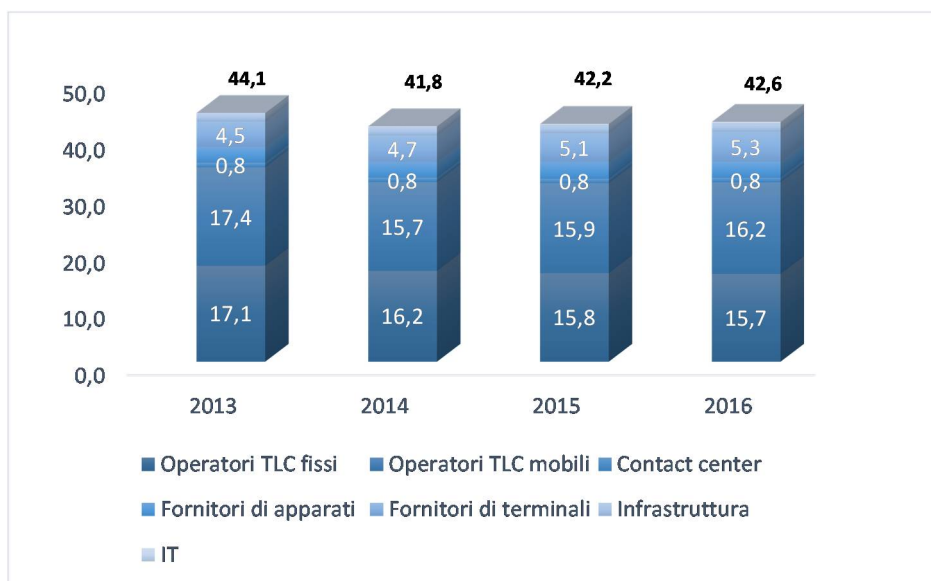
Il 2016 è stato un anno di forte trasformazione per la filiera italiana delle TLC per le seguenti ragioni:

- è nata WIND TRE dalla fusione delle due società, diventando il primo operatore mobile per il numero dei clienti;
- ha fatto il suo ingresso sul mercato Enel Open Fiber, come operatore "Wholesale-only", che nel corso del 2017 si è aggiudicato il primo e il secondo bando della gara Infratel per la realizzazione e la gestione di reti a banda ultra larga nelle aree bianche (non adeguatamente servite da connessioni ADSL e fibra);
- è nata la "Coalizione del Fixed Wireless Access" (CFWA) con l'obiettivo di diventare rappresentanza istituzionale delle istanze di tutta l'industria FWA che sta crescendo velocemente in termini di linee e di ricavi;
- viene costituita Flash Fiber da una joint venture tra TIM e Fastweb
- nell'ambito del Contact Center in outsourcing ci sono state, da un lato, alcune operazioni di consolidamento, come la fusione di Visiant e Contacta in Covisian e l'integrazione di Infoscontact in Abramo e Comdata e dall'altro alcune situazioni di crisi aziendali importanti;
- si sono consolidate, e si sono visti gli effetti, alcune operazioni di esternalizzazione da parte delle Telco di società rivolte al mercato delle torri e per le comunicazioni (ad esempio Galata da Wind al Gruppo Cellnex e Inwit scorporata e quotata da parte del gruppo Telecom).

## 2.2 I ricavi complessivi del settore TLC

Nel 2016 i ricavi della filiera complessiva delle TLC in Italia sono cresciuti dell'1% raggiungendo €42,6 mld. Si conferma così il positivo trend già visto nel 2015, con una inversione di tendenza rispetto alle dinamiche fortemente negative che avevano caratterizzato il settore negli anni precedenti. L'andamento del 2016 è dovuto in particolare all'incremento dei ricavi da TLC mobili e dalle vendite dei terminali.

**Fig. 5 – Il trend del settore TLC in Italia dal 2013 al 2016 (Dati in miliardi di euro)**

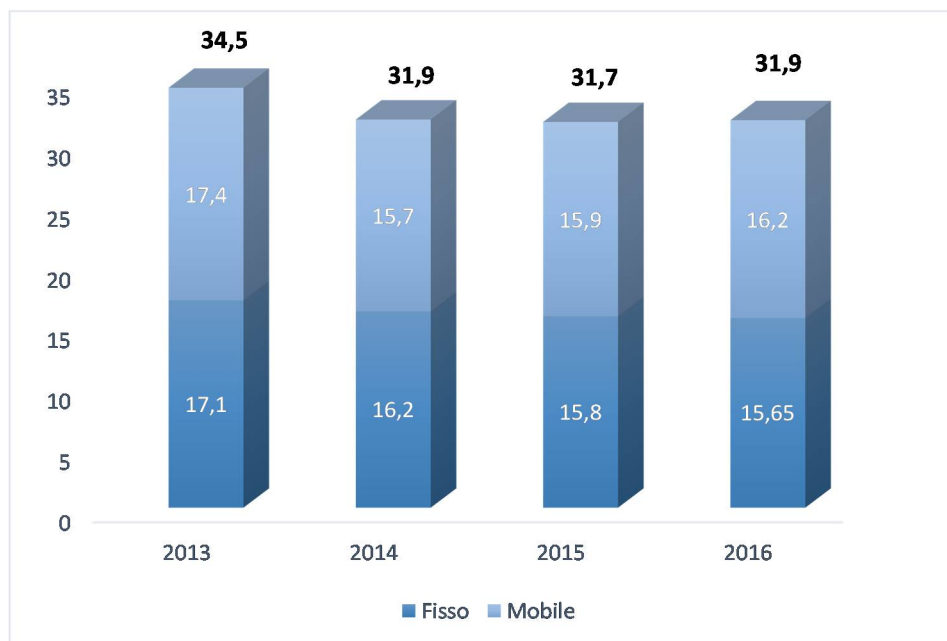


Fonte: Elaborazione su dati "Rapporto sulla filiera delle Telecomunicazioni in Italia" Edizione 2017

I ricavi degli operatori TLC, dopo anni di forte contrazione, per la prima volta nel 2016 sono cresciuti, seppur in modo contenuto (+0,4%). La crescita è incoraggiante soprattutto se confrontata con le dinamiche passate: dal 2007 al 2016 la variazione complessiva è negativa per il 30% (-€14 mld). La crescita del 2016 è stata trainata dai ricavi relativi alla rete mobile (+2%) a fronte di una flessione di quelli relativi alla rete fissa (-1%), che subiscono una forte flessione nella componente fonia (-12%) non interamente compensata dalla componente dati (+7%). Si è inoltre assistito ad una riduzione della spesa media (fonia + dati) per linea di accesso (arpu).

Il ritorno alla crescita dei ricavi relativi alla rete mobile a partire dal 2015 è legato sia alla stabilizzazione dei prezzi dei servizi dopo il forte calo subito tra il 2011 e il 2014 (-49% secondo l'analisi di Asstel e Centro Volterra dell'Università di Tor Vergata), sia alla crescita dei bundle contenenti anche servizi multimediali, nonché alla crescita della componente da nuovi servizi rivolti alla digitalizzazione delle imprese.

**Fig. 6 – Ricavi rete fissa e rete mobile dal 2013 al 2016 (Dati in miliardi di euro)**



Fonte: Elaborazione su dati "Rapporto sulla filiera delle Telecomunicazioni in Italia" Edizione 2017

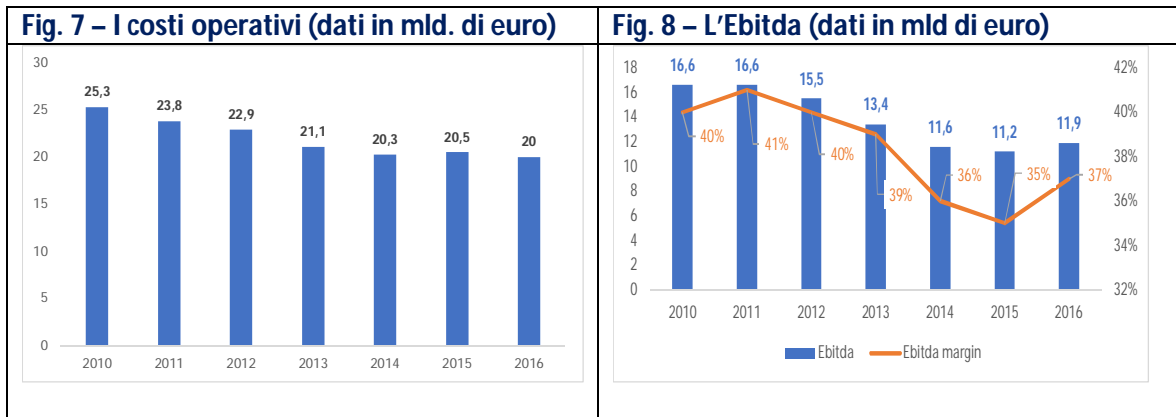
Il calo dei ricavi da fonia fissa è legato principalmente ad una riduzione dei volumi di chiamata (-10%) sostituite da quelle su rete mobile. I volumi complessivi, infatti sono infatti sostanzialmente stabili (-1%).

I volumi di Sms continuano invece a crollare (-26%), sostituiti dalle applicazioni di instant messaging. Sempre forte invece la crescita del traffico dati da fisso (+40%, secondo il rapporto Agcom) che da mobile (+46% secondi i dati diretti degli operatori). Negli ultimi anni è quindi fortemente cambiato il consumo dei servizi di telecomunicazione da parte dei consumatori ed occorre pertanto un costante investimento su disponibilità e qualità del servizio di banda larga offerto.

### 2.3 I costi operativi e l'Ebitda degli operatori TLC in Italia

Parallelamente alla leggera ripresa del mercato, nel 2016 i costi operativi sono scesi del 2%, principalmente grazie ai programmi di contenimento degli stessi attuati dagli operatori, ad una diminuzione degli oneri straordinari legati alle ristrutturazioni aziendali che hanno caratterizzato alcune realtà e ad un calo della spesa per l'acquisto di servizi intermedi. Questo ha consentito all'Ebitda di crescere (+7%) dopo circa sei anni di flessione. Complessivamente i costi sono calati del 31% in 9 anni, per un valore di circa €9 mld.

Le dinamiche positive contribuiscono a "dare ossigeno" ad un settore che necessita di forti investimenti per lo sviluppo delle nuove reti a banda ultra larga e per competere sui nuovi mercati digitali caratterizzati da dominio del Over The Top.



Fonte: Elaborazione su dati "Rapporto sulla filiera delle Telecomunicazioni in Italia" Edizione 2017

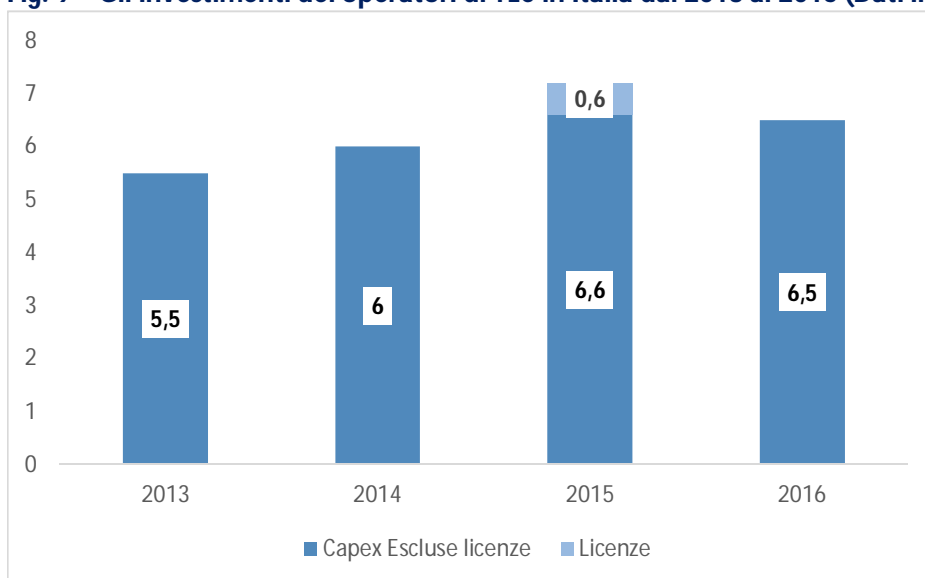
## 2.4 Gli investimenti degli operatori di TLC in Italia

Nel 2016 gli operatori TLC hanno investito complessivamente €6,5 mld, valore in linea con quello del 2015 e superiore a quello degli anni precedenti. L'incidenza degli investimento sui ricavi è risultata del 20%.

E' interessante notare come negli ultimi 10 anni, siano stati investiti oltre € 67 mld con una media oltre €6 mld l'anno (escluse le licenze).

Gran parte degli investimenti è legata allo sviluppo delle reti ultra broadband, fondamentali per la digitalizzazione del paese. L'incidenza media dei capex sui ricavi degli operatori italiani è in linea con quella del mercato francese e superiore a quella dei principali operatori in UK, Germania, Spagna e USA (dove le percentuali variano dal 13% al 22%, con una media del 15%).

**Fig. 9 – Gli investimenti del operatori di TLC in Italia dal 2013 al 2016 (Dati in miliardi di euro)**



Fonte: Elaborazione su dati "Rapporto sulla filiera delle Telecomunicazioni in Italia" Edizione 2017

## 2.5 Lo stato della banda larga in Italia e i target di copertura

Grazie agli investimenti fatti, negli ultimi anni si è assistito ad una forte crescita della copertura della banda larga >30 Mbps, che ha consentito di ridurre il gap con gli altri Paesi europei. Secondo i dati della Commissione Europea, il 72% delle abitazioni a luglio 2016 risulta raggiunto dalla banda ultra larga > 30 Mbps (contro il 41% del 2015), valore che si avvicina a quello della media europea (76%). Questi valori sono calcolati come media tra l'ipotesi di piena sovrapposizione e l'ipotesi di sovrapposizione nulla tra le reti dei diversi operatori e per tale ragione risultano superiori a quelli dichiarati da questi ultimi. Secondo le fonti dirette degli operatori italiani, infatti, solo a fine giugno 2017 ci si è avvicinati a tale percentuale.

In ogni caso, uno dei target del Governo italiano (quello di coprire il 75% della popolazione con reti >30 Mbps entro il 2018) è in via di raggiungimento. La crescita della copertura - anche attraverso tecnologie diverse - è frutto anche di un aumento della competizione che condurrà ad una migliore offerta di servizi per cittadini e imprese.

Anche la penetrazione delle reti broadband è in aumento in Italia. Secondo l'Osservatorio sulle Comunicazioni di Agcom, a marzo 2017 su 20,4 milioni di linee il 78% è a banda larga. Tra queste ultime la velocità è in deciso aumento. Sono, infatti, arrivate a circa 2,8 milioni le linee con velocità superiore ai 30 Mbps (+84% rispetto a un anno prima), pari al 17% del totale linee broadband (vs il 10% di marzo 2016). Anche nel secondo trimestre 2017 la crescita sembra essere proseguita a doppia cifra. Parallelamente anche il numero di linee con velocità compresa tra 10 e 30 Mbps è aumentato del 52% raggiungendo a marzo 2017 quota 6,1 milioni di linee pari al 38% delle linee broadband totali (vs il 26% di marzo 2016).

Il totale linee sopra i 10 Mbps dunque arriva al 55,6% (vs il 36% di marzo 2016). Il divario da colmare con i benchmark europei è tuttavia ancora elevato (sottoscrizioni NGA pari al 42% del totale linee broadband e quelle >10 Mbps pari all'82% a luglio 2016). D'altro canto esiste un gap temporale fisiologico tra il momento in cui l'infrastruttura è pronta e avviene l'intero processo di sottoscrizione e migrazione di linee a maggior velocità da parte degli utenti.

Parallelamente alla linea fissa continuano gli investimenti anche sul fronte mobile. Il 97% della popolazione italiana, secondo i dati della GSMA a fine secondo trimestre 2017, è coperta dall'LTE. Tecnologia adottata da un terzo delle connessioni mobili totali. Inoltre sono stati fatti i primi lanci sulla rete 4,5G e sono partite le sperimentazioni per il 5G.

**Fig. 10 – Lo stato della banda larga fissa in Italia**

|                                | Media EU<br>(luglio 2016)<br><small>Fonte: Commissione Eu</small> | Italia<br>(luglio 2016)<br><small>Fonte: Commissione Eu</small> | Italia<br>(dicembre 2016)<br><small>Fonte: Telecom Italia</small> | Italia<br>(marzo 2017)<br><small>Fonte: Telecom Italia</small> | Italia<br>(giugno 2017)<br><small>Fonte: Telecom Italia</small> |
|--------------------------------|---|---|---|--|---|
| Copertura banda larga base     | 97,4%   | 99,3%   |   |  |   |
| Copertura banda larga >30 Mbps | 76,0%   | 72,3%   | ~60%*   | ~65%*  | ~70%*   |

|   | Media EU<br>(luglio 2016)<br><small>Fonte: Commissione Eu</small> | Italia<br>(luglio 2016)<br><small>Fonte: Commissione Eu</small> | Italia<br>(giugno 2016)<br><small>Fonte: Agcom</small> | Italia<br>(dicembre 2016)<br><small>Fonte: Agcom</small> | Italia<br>(marzo 2017)<br><small>Fonte: Agcom</small> |
|---|---|---|--|--|---|
| Penetrazione linee<br>broadband > 10 Mbps su<br>linee broadband | 82,2%   | 41,1%   | 33,5%  | 51,8%  | 55,6%   |
| Penetrazione linee<br>broadband > 30 Mbps su<br>linee broadband | 41,7%   | 12,8%   | 11,5%  | 15,0%  | 17,4%   |

Fonte: “Rapporto sulla filiera delle Telecomunicazioni in Italia” Edizione 2017. \*) Il dato è calcolato su una base di 24,1 milioni di unità immobiliari (abitazioni occupate da almeno una persona).

Le reti di telecomunicazione sono uno dei fattori abilitanti l'economia digitale, che sempre più caratterizza la vita dei consumatori, ma anche la trasformazione dei processi aziendali. Molti dei trend in rapido sviluppo (ad esempio Cloud, Internet of Things, Industria 4.0) richiedono reti altamente performanti, affidabili e sicure e, in alcuni casi, lo sviluppo di soluzioni ad hoc.

In questo scenario, uno dei driver di crescita per le Telco è proprio il costante investimento sul fronte infrastrutturale. Le reti non sono però l'unico asset a disposizione delle Telco. Ad esempio, facendo leva sulla base clienti e sulla capillare rete di vendita sul territorio è possibile offrire servizi sempre più sofisticati di Smart Home, ma questo comporta un'adeguata formazione degli addetti alla vendita. Le TLC sono, infatti, passate dalla vendita di telefonia a servizi di telecomunicazione e ora a servizi digitali, spesso in bundle con la connettività dati. Pertanto occorre proseguire nella direzione di sviluppare nuove competenze, nuove partnership e nuovi prodotti/servizi per riuscire ad aumentare l'Arpu e la fidelizzazione dei clienti. Inoltre il forte rigore nella gestione dei dati che ha sempre caratterizzato il settore può essere una garanzia di affidabilità in termini di security e data privacy nei nuovi mercati digitali.

Da ultimo nell'evoluzione degli scenari di business connessi alla gestione dei dati, sicuramente le Telco potrebbero avere l'opportunità di immagazzinare ed elaborare - nel rispetto delle norme vigenti - l'innumerabile mole di dati provenienti da persone, oggetti e macchine.

Gli obiettivi della Digital Agenda Europea richiedono che:

- entro il 2020 venga raggiunta la copertura totale della banda larga ultraveloce >30 Mbps
- almeno il 50% delle abitazioni sottoscriva un servizio di banda larga ultraveloce > 100 Mbps

La Commissione Europea ha inoltre presentato la visione di una società Gigabit europea, nella quale la disponibilità e l'impiego di reti ad altissima capacità consentiranno l'utilizzo diffuso di prodotti, servizi e applicazioni nel mercato unico digitale. Questa visione sarà resa operativa attraverso il raggiungimento di tre obiettivi strategici per il 2025:

- la connettività internet per i principali motori socioeconomici (scuole, poli di trasporto e principali prestatori di servizi pubblici) e per le imprese ad alta intensità digitale;
- la copertura 5G ininterrotta in tutte le aree urbane e su tutti i principali assi di trasporto terrestre;
- l'accesso a connettività internet che offra un downlink di almeno 100 Mbps, potenziabile a velocità Gigabit per tutte le famiglie europee, nelle aree rurali e in quelle urbane.

Il target del Governo italiano prevede:

- entro il 2018 di coprire il 75% della popolazione con reti >30 Mbps e il 40% con reti ad almeno 100 Mbps;
- entro il 2020 di raggiungere il 100% della popolazione con servizi ad almeno 30 Mbps, l'85% ad almeno 100 Mbps.

Secondo la consultazione realizzata da Infratel sulle aree nere e grigie si prevede che alla fine del 2020 su 25,6 milioni di unità immobiliari censite dalla consultazione:

- il 55% avrà un livello di servizio oltre i 30 Mbps con tecnologia FTTN;
- il 34% avrà un livello di servizio oltre i 100 Mbps con tecnologia FTTH/B
- l'11% non sarà ancora coperto, diventando così le nuove aree bianche

Per il raggiungimento del target del Governo sono fondamentali gli investimenti sia privati sia pubblici.

## 2.6 Le dinamiche dei prossimi anni

Nei prossimi anni non solo la capacità di restare competitivi, ma la sopravvivenza stessa delle organizzazioni, dipenderanno dalla capacità di rimettere in discussione e trasformare i propri processi, prodotti e modelli di business per rispondere alle sfide della rivoluzione digitale. Alla radice di questa capacità, ancor più che le risorse tecnologiche e finanziarie, ci saranno le competenze presenti all'interno dell'organizzazione.

La Digital Transformation avrà, infatti, un impatto significativo sul mondo del lavoro nel prossimo futuro. Chi si occupa di innovazione digitale deve giocare un ruolo chiave nell'aiutare le organizzazioni a prendere coscienza per tempo degli effetti della Digital Transformation, e nel metterle nelle condizioni di affrontare questo profondo cambiamento senza esserne travolte

Le principali implicazioni, di cui si riscontra finalmente una forte consapevolezza tra le organizzazioni, saranno: la richiesta di nuove professionalità, l'aggiornamento continuo delle competenze digitali di tutta la popolazione aziendale e la revisione ricorrente dei processi dell'organizzazione. Più nel dettaglio, la trasformazione digitale renderà necessario nei prossimi due anni un sostanziale adeguamento di competenze e skill. Importante è quindi attivare iniziative per supportare l'innovazione digitale e, in particolare, lo sviluppo di nuove competenze all'interno delle organizzazioni.

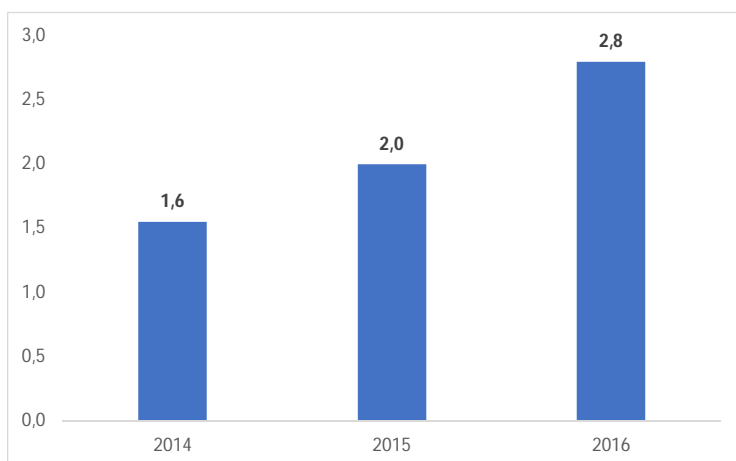
In aggiunta alle competenze digitali vi sono le Digital Soft Skill, ovvero l'insieme delle competenze trasversali lette alla luce dell'evoluzione digitale in atto: capacità soft di tipo relazionale e

comportamentale che consentono alle persone di utilizzare efficacemente i nuovi strumenti digitali per migliorare la produttività e la qualità delle attività lavorative svolte. Possono essere rappresentate attraverso i seguenti 5 ambiti principali:

- Knowledge Networking: identificare, recuperare, organizzare, capitalizzare e condividere le informazioni disponibili in reti e community virtuali;
- Virtual Communication: comunicare efficacemente attraverso diversi strumenti e canali, collaborare efficacemente in team virtuali ed esprimere la propria leadership in ambienti digitali;
- Digital Awareness: proteggere i dati aziendali sensibili e comprendere il corretto utilizzo degli strumenti digitali per il rispetto del work-life balance e della salute;
- Creativity: creare e modificare nuovi contenuti digitali integrando e rielaborando conoscenza pregressa, e produrre contenuti in diversi formati digitali;
- Self Empowerment: sviluppare propensione alla sperimentazione e all'utilizzo di strumenti sempre nuovi per ripensare le proprie attività e risolvere problemi sempre più complessi.

Nei prossimi anni una componente fondamentale che guiderà gli investimenti sarà l'IoT. Nel 2016 il mercato IoT in Italia è arrivato a toccare €2,8 mld (+40% rispetto al 2015), trainato principalmente dai contatori gas installati dalle utility (Smart Metering), dalle auto connesse (Smart Car) e dalle applicazioni negli edifici (Smart Building), che insieme generano oltre il 70% di tale valore. Pur a fianco di alcuni settori che ancora stentano a "prendere il volo" (Smart City in primis), sono ben più numerosi gli ambiti in cui si sta già lavorando concretamente per sfruttare le potenzialità dell'IoT. Tra questi, le soluzioni per la casa, l'industria, il retail e - seppur in fase più embrionale - l'agricoltura.

**Fig. 11 – Le dinamiche del mercato IoT in Italia**



Fonte: "Rapporto sulla filiera delle Telecomunicazioni in Italia" Edizione 2017.

Hanno contribuito alla crescita del mercato sia le applicazioni più consolidate che sfruttano la "tradizionale" connettività cellulare (€ 1,7 mld, +36% rispetto al 2015), sia quelle che utilizzano altre tecnologie di comunicazione (€1,1 mld, +47% rispetto al 2015).

Gran parte della crescita è legata all'adempimento degli obblighi normativi relativi allo Smart Metering gas. È infatti iniziata l'installazione massiva dei contatori gas intelligenti, dal momento che le utility dovranno metterne in servizio almeno 11 milioni entro la fine del 2018. Nei prossimi mesi



inizierà inoltre il processo di installazione della seconda generazione di contatori elettrici, rafforzando ulteriormente la crescita in questo settore.

Con la crescente diffusione delle soluzioni IoT le aziende iniziano a intravedere il potenziale legato ai dati resi disponibili dai dispositivi intelligenti. All'aumentare dell'interesse per la valorizzazione dei dati IoT cresce di pari passo l'attenzione verso tematiche di Privacy e di Cyber Security. I consumatori sono tendenzialmente restii a condividere i propri dati, a meno di ricevere in cambio vantaggi concreti. Gli enti regolatori hanno iniziato da tempo a interessarsi dei risvolti legati alla gestione dei dati raccolti dai dispositivi Internet of Things: già nel 2015 il Garante della Privacy aveva aperto una consultazione pubblica sul tema IoT, volta a raccogliere elementi utili per definire le limitazioni all'utilizzo dei dati.

Sulla stessa falsariga, l'Unione Europea ha definito il nuovo Regolamento sulla protezione dei dati personali e la libera circolazione degli stessi, che si applicherà a decorrere dal 25 maggio 2018. Il Regolamento introduce diversi obblighi per le imprese che trattano i dati personali, con la finalità di tutelare i consumatori: alcuni esempi sono la necessità di considerare il tema della protezione dei dati già in fase di progettazione (Privacy by Design) e per impostazione predefinita (Privacy by Default). Un altro aspetto chiave è quello della sicurezza, o Cyber Security: non si tratta di un tema legato solo ai dati raccolti, che potrebbero essere intercettati o manomessi da terze parti, ma anche della sicurezza "fisica", legata alla possibilità che malintenzionati possano riuscire a impartire comandi agli oggetti da remoto (ad esempio l'apertura della porta di casa o la disattivazione del sistema di allarme).

Tutte le principali Telco italiane sono attive negli ambiti applicativi più consolidati e che stanno trainando la crescita del mercato complessivo (come Smart Metering e Smart Car). Si intravedono tuttavia nuove opportunità in particolare negli ambiti Smart Home e Smart City.

Un'altra dinamica che siamo convinti, sarà decisiva nei prossimi anni, sarà la graduale adozione da parte delle imprese italiane di quello che va sotto il nome di "Industria 4.0". L'espressione Industria 4.0 esprime una visione del futuro secondo cui le imprese industriali e manifatturiere, grazie alle tecnologie digitali, aumenteranno la propria competitività grazie alla maggiore interconnessione delle proprie risorse (impianti, persone, informazioni), sia interne alla Fabbrica sia distribuite lungo la catena del valore.

Il 2016 è stato un anno determinante per l'Industria 4.0: il livello di conoscenza del tema tra le aziende manifatturiere italiane è salito notevolmente rispetto al 2015. La percezione del fenomeno Industria 4.0 appare corretta, a cavallo tra tecnologie di produzione (OT, 54%) e tecnologie informative di gestione (IT, 46%). Le principali tecnologie digitali innovative, o Smart Technologies, si possono ricondurre a due grandi insiemi: il primo, più vicino all'Information Technology (IT) include Industrial IoT, Industrial Analytics e Cloud Manufacturing, mentre il secondo, più vicino allo strato delle Operational Technologies (OT) è rappresentato da Advanced Automation, Advanced Human Machine Interface e Additive Manufacturing.

Lato tecnologie, a fare la parte del leone sono Industrial IoT e Industrial Analytics, mentre lato processi, accanto al caposaldo della Smart Factory, finalmente anche in ambito Smart Lifecycle e Smart Supply si vedono tassi di adozione prossimi al 20%.

Il mercato di progetti 4.0 in Italia nel 2016 valeva circa 1,6/1,7 miliardi di euro; a questo valore può essere aggiunto un ulteriore 16% di indotto di progettualità "tradizionale" legata a questi progetti (in particolare a servizi di consulenza e formazione). Si registra una crescita del mercato del 25% circa: questa cifra nasconde ancora il suo vero potenziale, perché il 2016 è stato per molte aziende

l'anno "dell'attesa". Per il 2017 le aspettative sono ancora più forti, con il rischio però che gli stimoli del Piano Nazionale creino un eccesso di domanda rispetto alla capacità.

Nello scenario rappresentato è evidente come la connettività interna alla fabbrica sia un punto focale e quanto siano chiave i requisiti di affidabilità, quality of service e sicurezza per le reti utilizzate. L'industria, infatti, per molti dei suoi processi (es. simulazioni e virtualizzazioni di prodotto, cloud manufacturing, remote maintenance, ecc...) richiede standard di connettività elevati.

Gli Operatori Telco, dunque, hanno di fronte uno spazio di sviluppo e innovazione significativo, in particolare grazie alla maggiore diffusione della fibra ottica e alla nascita del 5G. La diffusione delle Infrastrutture As a Service (collegata al Cloud computing), rappresenta sicuramente un ambito di sviluppo interessante, anche per le Telco, che hanno così l'opportunità di puntare su una nuova rete digitale, guadagnando in flessibilità ed efficienza. In una rivoluzione industriale che si basa su molteplici fattori - connessione, condivisione di dati e informazioni (sensibili e non), visibilità, etc.. - è importante comprendere come garantire affidabilità, continuità e rispetto della privacy delle soluzioni 4.0 implementate. In termini di security e data privacy le Telco hanno la possibilità di distinguersi sviluppando servizi ad hoc.

Oltre alla connettività, la gestione intelligente della miriade di dati e informazioni raccolte dalle macchine costituirà un'opportunità per le imprese per creare nuovi modelli di business; questo apre nuove aree di lavoro per gli attori dell'offerta che dovranno cercare di ritagliarsi un ruolo nel supportare le aziende in questa trasformazione radicale.

### 3. I dati storici e le stime

#### 3.1 1H18

##### **I risultati del 1H18 sono in grado di supportare le nostre stime per il FY18F.**

Il 1H18, che ovviamente non include gli effetti della quotazione, avvenuta il 18 luglio, è stato decisamente positivo per Intred. Il fatturato è aumentato del 20,1% YoY raggiungendo €8,25 mln. L'Ebitda e L'Ebit margin sono ulteriormente cresciuti rispetto al FY17 raggiungendo il 40,0% (38,5% nel FY17) a €3,34 mln e il 24,9% (23,9% nel FY17) a €2,08 mln rispettivamente.

L'incremento del fatturato è stato sostenuto principalmente dalle vendite di connessioni in banda ultralarga FTTH per l'utenza business, che sono aumentate del 56,8% YoY, dal settore micro-business (+35,0%), grazie soprattutto alle vendite di connessioni FTTC, e dalle vendite nel settore residenziale con il marchio EIR (+26,5%). In linea con le previsioni, sono state registrate crescite più contenute nel settore della telefonia (+11,6%) e per i servizi accessori (+11,4%). Sullo stesso livello dello scorso anno si sono attestati i ricavi da servizi da datacenter (Housing e Cloud). Come previsto, dal management, sono risultati in calo il settore RDSL (-5,3%) e il settore della banda larga con connessioni in rame (-25,6%), più che compensati dalla crescita delle connessioni in banda ultra larga con connessioni in fibra ottica.

Anche la PFN netta è risultata in miglioramento rispetto al FY17: €2,9 mln contro €4,1 mln del FY17, dopo investimenti per €3,1 mln concentrati principalmente nello sviluppo della rete di accesso in fibra ottica nelle modalità FTTC e FTTH sul territorio di Brescia, Bergamo e Mantova.

La parte preponderante degli investimenti nell'infrastruttura di rete di (oltre il 70%) è stata indirizzata ad opere civili per la posa delle reti in fibra ottica, cavi in fibra ottica di varie dimensioni, acquistati direttamente da produttori nazionali, armadi di strada e tombini, apparecchiature elettroniche di rete acquistate etc. La parte rimanente è stata indirizzata da acquisizioni di diritti d'uso, in modalità IRU (Indefeasible Right of Use – Diritto Irrevocabile d'Uso) della durata 15 anni, per fibra ottica spenta e/o cavidotti.

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

Le previsioni di crescita per il prossimo esercizio sono ampiamente positive.

Secondo il management anche nel secondo semestre del 2018 l'incremento dei ricavi sarà trascinato dalle vendite dei servizi in banda ultra larga e da EIR, come negli ultimi esercizi mentre è prevista un ulteriore e fisiologico calo delle vendite per le connessioni a banda larga basate sul cavo in rame. L'effetto positivo della crescita costante del numero dei clienti permette al management di stimare un fatturato nel secondo semestre 2018 leggermente superiore a quello realizzato nella prima parte dell'anno.

Gli investimenti continueranno ad essere concentrati nello sviluppo della rete proprietaria, strumento fondamentale per generare un solido incremento dei ricavi per la Vostra società. Si investirà soprattutto nella rete di accesso FTTH e FTTC.

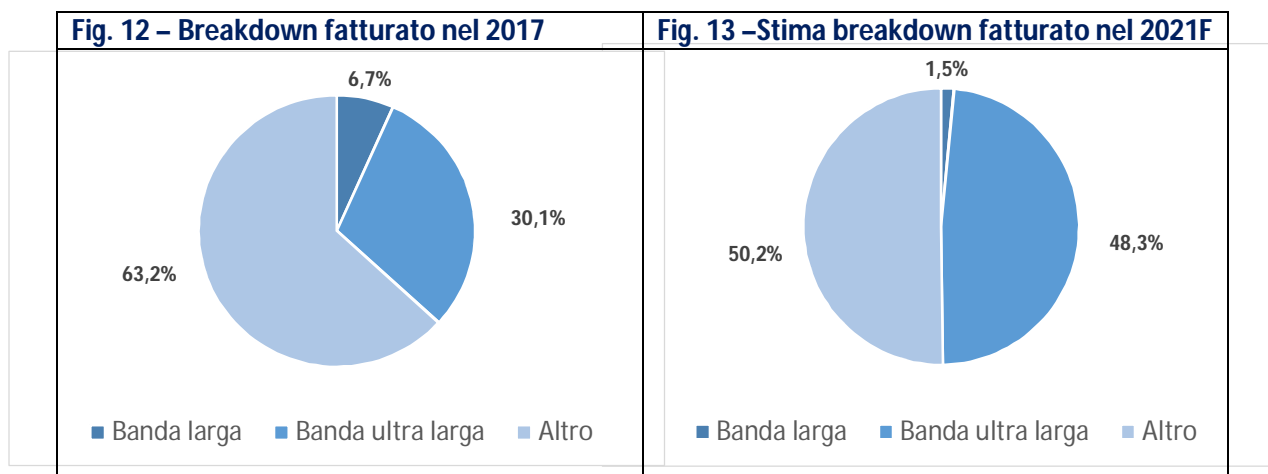
### 3.2 Linee strategiche 2018-2021

Le linee guida strategiche dei prossimi 4 anni hanno come driver principale lo sviluppo della rete proprietaria. Questo significa un incremento del servizio di connettività in banda ultra larga con le tecnologie FTTH e FTTC, e una graduale flessione dalla banda larga, in linea con quanto è previsto per l'intero mercato.

L'ulteriore impulso allo sviluppo commerciale sarà guidato dalla rete in fibra proprietaria, ma anche attraverso il ricorso ad infrastrutture di terzi, laddove queste rendano più conveniente l'investimento.

Gli investimenti previsti dal 2018F al 2021F, vero asset portante della strategia di crescita sostenibile, stimiamo possano essere circa €20-30 mln, destinati per l'80% circa allo sviluppo delle reti FTTH e FTTC e il 20% alle infrastrutture necessarie alle stesse e in minima parte all'ulteriore supporto alla rete wireless.

Secondo le nostre stime il mix del fatturato dovrebbe essere così rappresentato nel 2021



Fonte: Intred e stime Integræ SIM

Secondo le nostre stime i ricavi delle vendite dovrebbero raggiungere €28mln nel 2021, evidenziando un CAGR 2017-21F del 18,0%. Il breakdown del fatturato per linea di prodotto mostra il progressivo spostamento dalla banda larga (1,5% del 2021 verso il 6,7% del 2017) alla banda ultra larga (48,3% del 2021 verso il 30,1% del 2017) in linea con il trend i mercato.

Grazie alla minore dinamica dei costi complessivi (CAGR 16,6%), L'Ebitda dovrebbe raggiungere €11,6 mln (da €5,7 mln del 2017), con un CAGR del 19,33%. Ci aspettiamo tassi ancora superiori per l'Ebit (CAGR 20,6%) e l'utile netto (CAGR 19,35%), grazie sia alla accorta politica di investimenti, che prevede un payback molto veloce, sia all'equilibrio della struttura finanziaria.

La nostre stime prevedono una ulteriore crescita della marginalità: L'Ebitda margin dovrebbe raggiungere il 41,3% nel 2021F dal 39,6% del 2017, mentre l'Ebit margin dovrebbe passare al 26,6% dal 24,5% del 2017. Crescita dunque non solo sostenibile, ma in ulteriore miglioramento.

Sul fronte patrimoniale grazie ai flussi di cassa prodotti e ai proventi dell'IPO, stimiamo che la posizione finanziaria netta possa assestarsi già a partire dal 2018 in un intorno di € 3,9mln (cassa).

## 4. Economics & Financials

| <b>P&amp;L (Dati in € mln)</b> | <b>2016 A</b> | <b>2017 A</b> | <b>2018 F</b> | <b>2019 F</b> | <b>2020 F</b> | <b>2021 F</b> |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Ricavi di vendita              | 11,5          | 14,4          | 16,9          | 20,0          | 24,0          | 28,0          |
| Altri Ricavi                   | 0,4           | 0,4           | 0,8           | 0,3           | 0,3           | 0,3           |
| <b>Valore delle produzioni</b> | <b>11,9</b>   | <b>14,8</b>   | <b>17,7</b>   | <b>20,3</b>   | <b>24,3</b>   | <b>28,3</b>   |
| Materie Prime                  | -0,2          | -0,3          | -0,3          | -0,4          | -0,4          | -0,5          |
| Godimento beni di terzi        | -3,7          | -3,7          | -4,5          | -5,0          | -5,3          | -5,8          |
| Costi per servizi              | -1,8          | -2,3          | -2,4          | -3,0          | -3,9          | -4,6          |
| Oneri diversi di gestione      | -0,3          | -0,5          | -1,4          | -0,6          | -1,1          | -1,6          |
| <b>Tot. Costi</b>              | <b>-5,9</b>   | <b>-6,8</b>   | <b>-8,7</b>   | <b>-9,0</b>   | <b>-10,7</b>  | <b>-12,5</b>  |
| Valore aggiunto                | 6,0           | 8,0           | 9,0           | 11,3          | 13,6          | 15,8          |
| Costo del personale            | -1,9          | -2,3          | -2,8          | -3,2          | -3,7          | -4,2          |
| <b>EBITDA</b>                  | <b>4,0</b>    | <b>5,7</b>    | <b>6,2</b>    | <b>8,1</b>    | <b>9,9</b>    | <b>11,6</b>   |
| <i>Ebitda margin</i>           | <i>33,9%</i>  | <i>39,6%</i>  | <i>37,0%</i>  | <i>40,3%</i>  | <i>41,0%</i>  | <i>41,3%</i>  |
| Ammortamenti                   | -1,7          | -2,2          | -3,0          | -3,3          | -3,7          | -4,1          |
| <b>EBIT</b>                    | <b>2,4</b>    | <b>3,5</b>    | <b>3,2</b>    | <b>4,8</b>    | <b>6,2</b>    | <b>7,5</b>    |
| <i>Ebit margin</i>             | <i>20,6%</i>  | <i>24,5%</i>  | <i>19,2%</i>  | <i>23,8%</i>  | <i>25,6%</i>  | <i>26,6%</i>  |
| Proventi e oneri finanziari    | -0,1          | -0,1          | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           |
| <b>Utile ante imposte</b>      | <b>2,3</b>    | <b>3,5</b>    | <b>3,2</b>    | <b>4,7</b>    | <b>6,1</b>    | <b>7,5</b>    |
| Imposte                        | -0,7          | -0,9          | -0,9          | -1,5          | -2,0          | -2,3          |
| <b>Utile netto</b>             | <b>1,6</b>    | <b>2,5</b>    | <b>2,3</b>    | <b>3,2</b>    | <b>4,1</b>    | <b>5,2</b>    |

| <b>A&amp;L (Dati in € mln)</b> | <b>2016 A</b> | <b>2017 A</b> | <b>2018 F</b> | <b>2019 F</b> | <b>2020 F</b> | <b>2021 F</b> |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Immob. Immateriali             | 2,9           | 3,7           | 5,0           | 5,0           | 5,5           | 6,0           |
| Immob. Materiali               | 11,8          | 14,4          | 17,0          | 20,0          | 23,0          | 25,0          |
| Immob. Finanziarie             | 0,1           | 0,1           | 0,1           | 0,1           | 0,1           | 0,1           |
| <b>Immobilizzazioni</b>        | <b>14,9</b>   | <b>18,2</b>   | <b>22,1</b>   | <b>25,1</b>   | <b>28,6</b>   | <b>31,1</b>   |
| Rimanenze                      | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           |
| Crediti comm.li                | 3,2           | 3,6           | 4,1           | 4,8           | 5,7           | 6,8           |
| Debiti comm.li                 | -3,8          | -4,5          | -4,0          | -4,3          | -4,9          | -5,8          |
| <b>CC Operativo</b>            | <b>-0,7</b>   | <b>-0,9</b>   | <b>0,1</b>    | <b>0,5</b>    | <b>0,8</b>    | <b>1,0</b>    |
| Altri crediti                  | 0,6           | 1,7           | 1,7           | 1,6           | 1,6           | 1,5           |
| Altri debiti                   | -5,0          | -5,0          | -5,5          | -5,7          | -6,0          | -6,3          |
| <b>CCN</b>                     | <b>9,8</b>    | <b>14,0</b>   | <b>18,4</b>   | <b>21,5</b>   | <b>25,0</b>   | <b>27,3</b>   |
| Fondi                          | -0,4          | -0,5          | -0,5          | -0,5          | -0,5          | -0,5          |
| <b>Tot. Impieghi</b>           | <b>9,4</b>    | <b>13,5</b>   | <b>17,9</b>   | <b>21,0</b>   | <b>24,5</b>   | <b>26,8</b>   |
| <b>Patrimonio Netto</b>        | <b>6,9</b>    | <b>9,4</b>    | <b>21,8</b>   | <b>25,0</b>   | <b>29,1</b>   | <b>34,2</b>   |
| Liquidità                      | -1,9          | -1,1          | -6,9          | -5,9          | -6,0          | -8,4          |
| Debiti verso banche            | 4,4           | 5,2           | 3,0           | 2,0           | 1,5           | 1,0           |
| <b>Debiti netti</b>            | <b>2,5</b>    | <b>4,1</b>    | <b>-3,9</b>   | <b>-3,9</b>   | <b>-4,5</b>   | <b>-7,4</b>   |
| <b>Tot. Fonti</b>              | <b>9,4</b>    | <b>13,5</b>   | <b>17,9</b>   | <b>21,1</b>   | <b>24,6</b>   | <b>26,8</b>   |

| <b>CF (Dati in € mln)</b>        | <b>2016A</b> | <b>2017A</b> | <b>2018F</b> | <b>2019F</b> | <b>2020F</b> | <b>2021F</b> |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>EBITDA</b>                    | <b>4,0</b>   | <b>5,7</b>   | <b>6,2</b>   | <b>8,1</b>   | <b>9,9</b>   | <b>11,6</b>  |
| Imposte                          | (0,7)        | (0,9)        | (0,9)        | (1,5)        | (2,0)        | (2,3)        |
| <i>Var. crediti comm.li</i>      | <i>(1,0)</i> | <i>(0,4)</i> | <i>(0,5)</i> | <i>(0,7)</i> | <i>(0,9)</i> | <i>(1,1)</i> |
| <i>Var. debiti comm.li</i>       | <i>1,0</i>   | <i>0,6</i>   | <i>(0,5)</i> | <i>0,3</i>   | <i>0,6</i>   | <i>0,9</i>   |
| <b>Var. CCO</b>                  | <b>(0,8)</b> | <b>0,3</b>   | <b>(1,0)</b> | <b>(0,4)</b> | <b>(0,3)</b> | <b>(0,2)</b> |
| <i>Var. altri crediti</i>        | <i>2,7</i>   | <i>(1,1)</i> | <i>(0,0)</i> | <i>0,1</i>   | <i>0,0</i>   | <i>0,1</i>   |
| <i>Var. altri debiti</i>         | <i>0,4</i>   | <i>(0,0)</i> | <i>0,5</i>   | <i>0,2</i>   | <i>0,3</i>   | <i>0,3</i>   |
| <i>Var. fondi</i>                | <i>0,1</i>   | <i>0,1</i>   | <i>0,0</i>   | <i>0,0</i>   | <i>0,0</i>   | <i>0,0</i>   |
| <b>Var. CCN</b>                  | <b>3,2</b>   | <b>(0,7)</b> | <b>(0,5)</b> | <b>(0,1)</b> | <b>0,0</b>   | <b>0,2</b>   |
| <b>Cash Flow Operativo (OCF)</b> | <b>6,5</b>   | <b>4,0</b>   | <b>4,8</b>   | <b>6,4</b>   | <b>7,9</b>   | <b>9,5</b>   |
| Capex                            | (3,7)        | (5,5)        | (6,9)        | (6,3)        | (7,2)        | (6,6)        |
| <b>Free Cash Flow (FCF)</b>      | <b>2,9</b>   | <b>(1,5)</b> | <b>(2,1)</b> | <b>0,1</b>   | <b>0,7</b>   | <b>2,9</b>   |
| Proventi e oneri finanziari      | (0,0)        | (0,1)        | 0,0          | (0,0)        | (0,0)        | 0,0          |
| <b>Cash Flow (CF)</b>            | <b>2,8</b>   | <b>(1,6)</b> | <b>(2,1)</b> | <b>0,1</b>   | <b>0,6</b>   | <b>2,9</b>   |

Fonte: Intred e stime Integræe SIM

## 5. La valutazione

### 5.1 I modelli adottati

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

### 5.2 Il modello DCF

Di seguito i dati di input:

**Fig. 14 – I dati di input**

| <b>Wacc calculation</b> |        |
|-------------------------|--------|
| Risk Free Rate          | 1,89%  |
| Market Premium          | 7,27%  |
| Beta Unlevered          | 0,67   |
| Tax Rate (Ires + IRAP)  | 27,90% |
| D/E (average)           | 33,70% |
| Beta Relevered          | 0,83   |
| Alfa (specific risk)    | 2,50%  |
| Ke                      | 10,46% |
| Kd                      | 1,00%  |

**Wacc** **8,01%**

Fonte: Intred e stime Integrae SIM

Con le nostre stime ed assumptions di cui sopra, ne risulta un WACC dell'8,01%.

**Fig. 15 – Il modello DCF**

|                               |             |
|-------------------------------|-------------|
| FCFO actualized (2018F-2022F) | 8,5         |
| TV actualized DCF             | 52,9        |
| <b>Enterprise Value</b>       | <b>61,4</b> |
| NFP (2018F)                   | (3,5)       |
| <b>Equity Value</b>           | <b>64,9</b> |

Fonte: Intred e stime Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di €64,9 mln**. Il valore tiene conto di un premio per il rischio addizionale del 2,5%.

Di seguito riportiamo anche la tabella relativa alla sensitivity analysis tra il WACC e la crescita a lungo termine:

**Fig. 16 – Sensitivity analysis**

|           | WACC  |       |       |       |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           | 6,51% | 7,01% | 7,51% | 8,01% | 8,51% | 9,01% | 9,51% |
| 2,5%      | 111,7 | 98,4  | 87,9  | 79,2  | 72,1  | 66,0  | 60,8  |
| 2,0%      | 100,7 | 89,9  | 81,0  | 73,7  | 67,4  | 62,1  | 57,5  |
| 1,5%      | 91,9  | 82,8  | 75,3  | 68,9  | 63,5  | 58,8  | 54,6  |
| <b>TV</b> | 84,7  | 77,0  | 70,4  | 64,9  | 60,0  | 55,8  | 52,1  |
| 0,5%      | 78,7  | 72,0  | 66,3  | 61,3  | 57,0  | 53,2  | 49,9  |
| 0,0%      | 73,6  | 67,8  | 62,7  | 58,3  | 54,4  | 50,9  | 47,8  |
| -0,5%     | 69,3  | 64,1  | 59,5  | 55,5  | 52,0  | 48,9  | 46,0  |

Fonte: Stime Integrae SIM

### 5.3 I multipli

Il nostro campione è formato da società che operano negli stessi settori di Intred, ma con una capitalizzazione maggiore e con una diversa struttura organizzativa. Queste le società con i multipli per il periodo 2018-20F (Fonte: Infincials), le stesse utilizzate per il calcolo del Beta.

Ai fini del calcolo dell'equity value, abbiamo considerato i multipli EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E.

**Fig. 17 – Comparables – 2017A Financials**

| Company                    | Profitability |              |                 |               |                     | Capital Structure |             |
|----------------------------|---------------|--------------|-----------------|---------------|---------------------|-------------------|-------------|
|                            | ROE           | ROCE         | EBITDA margin % | EBIT margin % | Net Income margin % | NFP /Equity       | NFP /EBITDA |
| TalkTalk Telecom Group PLC | 31,27         | 15,35        | 16,49           | 8,69          | 3,25                | 5,86              | 2,79        |
| Cincinnati Bell Inc.       | n.m.          | 10,08        | 27,06           | 12,10         | 1,92                | n.m.              | 4,25        |
| Manx Telecom Plc           | 14,22         | 9,60         | 31,35           | 18,01         | 15,21               | 0,67              | 2,31        |
| Atlantic Tele-Network Inc. | 3,84          | 6,75         | 29,61           | 11,01         | 6,54                | -0,07             | -0,42       |
| Euskaltel SA               | 5,82          | 4,23         | 45,95           | 18,91         | 8,14                | 1,63              | 5,62        |
| Retelit S.p.A.             | 8,07          | 7,48         | 44,84           | 21,06         | 18,96               | -0,23             | -1,24       |
| <b>Intred</b>              | <b>26,89</b>  | <b>26,07</b> | <b>39,55</b>    | <b>24,47</b>  | <b>17,18</b>        | <b>0,43</b>       | <b>0,72</b> |

Fonte: Stime Integrae SIM

**Fig. 18 – Comparables – Forecast multiples**

|                      | EV/EBITDA |       |       | EV/EBIT |       |       | P/E   |       |       |
|----------------------|-----------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                      | 2018F     | 2019F | 2020F | 2018F   | 2019F | 2020F | 2018F | 2019F | 2020F |
| PLC                  | 8,1       | 7,8   | 7,5   | 16,2    | 14,9  | 14,2  | 19,5  | 17,9  | 15,9  |
| Cincinnati Bell Inc. | 7,0       | 6,1   | 6,6   | 22,1    | 19,5  | 19,2  | N/M   | N/M   | N/M   |
| Manx Telecom Plc     | 10,0      | 10,0  | 9,5   | 15,7    | 15,5  | 14,8  | 14,0  | 13,5  | 12,4  |
| Inc.                 | 10,6      | 10,6  | 9,4   | 25,7    | 38,8  | 28,7  | 123,5 | N/M   | 440,0 |
| Euskaltel SA         | 8,1       | 7,9   | 7,8   | 19,1    | 18,2  | 17,2  | 17,3  | 15,8  | 14,5  |
| Retelit S.p.A.       | N/A       | N/A   | N/A   | N/A     | N/A   | N/A   | N/A   | N/A   | N/A   |
| Mediana              | 8,1       | 7,9   | 7,8   | 19,1    | 18,2  | 17,2  | 18,4  | 15,8  | 15,2  |

Fonte: Stime Integrae SIM

**Fig. 19 – Valutazione multipli**

| <b>INTRED</b>     |             |             |             |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|
| <i>in €/mln</i>   | 2018 F      | 2019 F      | 2020 F      |
| <b>Ebitda</b>     | <b>5,8</b>  | <b>8,4</b>  | <b>10,3</b> |
| <b>Ebit</b>       | <b>3,3</b>  | <b>5,7</b>  | <b>7,4</b>  |
| <b>Net Income</b> | <b>2,8</b>  | <b>4,1</b>  | <b>5,4</b>  |
| <b>NFP</b>        | <b>-3,5</b> | <b>-5,2</b> | <b>-7,1</b> |

| <b>Market Multiples</b> | <b>2018 F</b> | <b>2019 F</b> | <b>2020 F</b> |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|
| EV/EBITDA               | 8,1x          | 7,9x          | 7,8x          |
| EV/EBIT                 | 19,1x         | 18,2x         | 17,2x         |
| P/E                     | 18,4x         | 15,8x         | 15,2x         |

| <b>Enterprise Value (EV)</b> | <b>2018 F</b> | <b>2019 F</b> | <b>2020 F</b> |
|------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| EV/EBITDA                    | 46,8          | 65,7          | 80,3          |
| EV/EBIT                      | 63,1          | 103,0         | 126,1         |
| P/E                          | 51,6          | 64,5          | 81,9          |

| <b>Equity Value</b> | <b>2018 F</b> | <b>2019 F</b> | <b>2020 F</b> |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|
| EV/EBITDA           | 50,4          | 70,9          | 87,4          |
| EV/EBIT             | 66,6          | 108,2         | 133,2         |
| P/E                 | 51,6          | 64,5          | 81,9          |

|              |             |             |              |             |
|--------------|-------------|-------------|--------------|-------------|
| <b>Media</b> | <b>56,2</b> | <b>81,2</b> | <b>100,8</b> | <b>79,4</b> |
|--------------|-------------|-------------|--------------|-------------|

| <b>Equity Value post discount 25%</b> | <b>2018 F</b> | <b>2019 F</b> | <b>2020 F</b> |
|---------------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| EV/EBITDA                             | 37,8          | 53,2          | 65,5          |
| EV/EBIT                               | 50,0          | 81,1          | 99,9          |
| P/E                                   | 38,7          | 48,4          | 61,4          |

|              |             |             |             |             |
|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Media</b> | <b>42,2</b> | <b>60,9</b> | <b>75,6</b> | <b>59,6</b> |
|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|

Fonte: Stime Integrae SIM



L'equity value medio di tutti gli anni considerati dei tre ratios presi in esame, calcolato attraverso la metodologia dei multipli, risulta di € 79.4 mln. Allo stesso, abbiamo applicato uno sconto del 25%, raggiungendo **un valore di €59.6 mln.**

Il giudizio sulla ragionevolezza dello sconto è stato calcolato con riguardo alla minore liquidità rispetto ai comparables che, presumibilmente, caratterizzerà il titolo post quotazione. A tale riguardo si è tenuto conto anche dello studio condotto da W.L. Silber (Discount on restricted stock: the impact of liquidity on stock prices in Financial Analysis Journal, vol. 47, 1997, pp 60-64, più recentemente confermato da J.D. Finnerty, the impact of transfer restriction on stock prices, Working paper, Analysis Group/Economics, Cambridge, Ottobre 2002, che ha individuato uno sconto medio variabile tra il 15% e il 25%).

**Pertanto il range di valutazione di Intred risulta pari a €59,6 - €64,9 mln.**

La media dei due valori costituisce il nostro target price: €3,93 rating Buy e il rischio Medium.

## 5.4 Competitive analysis

- **Infrastruttura e rete in fibra ottica, pari a 1.700 Km.** La rete in fibra ottica proprietaria di Intred è molto capillare sul territorio presidiato e si estende ad anello. Questo consente una maggiore stabilità della stessa nel momento in cui uno o più punti di accesso dovessero cadere. La rete attuale è in grado di supportare circa 80.000 clienti, consentendo quindi un quadruplicamento rispetto agli attuali 24.000 clienti (dato al 30/06/2018). Intred possiede inoltre 130 centrali e 42 stazioni radio distribuite su Brescia, Bergamo, Verona, Pavia e Lodi. Siamo convinti che l'infrastruttura di Intred rappresenti una forte barriera all'ingresso nel area di competenza;
- **Software IT proprietario:** software che consente alla società di rispondere in tempi rapidissimi a decisioni operative (supporto rete commerciale, gestioni autorizzazioni, stima costi realizzazione infrastruttura, ecc);
- **Dipendenti e forza vendita.** I 60 dipendenti hanno un elevato tasso di scolarizzazione: il 25% circa ha conseguito una laurea. Inoltre, abbiamo già evidenziato come nel settore TLC attuale siano di fondamentale importanza, per la sostenibilità del business, le competenze della forza vendita. Evidenziamo come, per potersi accreditare presso la clientela "business", sia necessaria una preparazione tecnica significativa;
- **93.6% di Customer satisfaction** (dati Cerved)
- **Ricavi ricorrenti.** Il 93% dei ricavi del 2017 deriva da canoni. Questo consente alla società una pianificazione degli investimenti puntuale, unita ad una rischiosità del business contenuta;
- **Focus su utenza medio-alta.** Basso livello di concorrenza. Infatti circa il 30% delle prime 1000 aziende Bresciane in termini di fatturato sono loro clienti (clienti che nel valutare l'offerta non considerano solo il driver economico);
- **Zona di operatività.** Brescia e le province confinanti sono tra le zone a maggiore densità imprenditoriale d'Italia. Imprese che attualmente hanno una bassa percentuale di accesso alla banda larga e ultra larga rispetto agli altri paesi UE. La possibilità di incremento del business nelle zone operative è quindi ancora molto elevata;
- **Crescita dei servizi della clientela retail.** Negli ultimi 5 anni si è assistito ad una crescita esponenziale della domanda da parte della clientela retail di servizi fruibili solamente attraverso la banda larga o ultra larga in fibra. L'ampiezza di banda della fibra è infatti la sola in grado di supportare l'incremento previsto della domanda. Intred ha sviluppato e continuerà ad investire per potenziare la rete proprietaria in modo capillare.

**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. INTEGRÆ SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRÆ and other intermediaries: Antonio Tognoli and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integræe SIM's current Deputy Chairman and Head of Research, Board Member of AIAF - Associazione Italiana Analisti Finanziari, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV, member of Organismo Italiano di Contabilità - OIC, international account working group and Journalists guild. Mattia Petracca is current financial analyst.

**Disclaimer**

This publication was produced by INTEGRÆ SIM SpA. INTEGRÆ SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of 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 list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integræe SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integræe SIM website.

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRÆ SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRÆ SIM SpA shall not be directly and/or indirectly held liable for the correctness or completeness of said sources.

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRÆ SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRÆ SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRÆ SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integræe SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integræe SIM's web site ([www.integraesim.it](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. INTEGRÆ SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, 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. 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 on the risk associated with 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 >= 22.5%                         | ETR >= 25%       | ETR >= 30%       |
| HOLD  | -20% < ETR < 22,5%                   | -20% < ETR < 25% | -15% < ETR < 30% |
| SELL  | ETR <= -25%                          | ETR <= -20%      | ETR <= -15%      |
|   |                                      |                  |                  |
| U.R.  | Rating e/o target price Under Review |                  |                  |
| N.R.  | Stock Not Rated                      |                  |                  |

### Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRAE SIM SpA prefers to use for evaluating 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 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 is prohibited, unless expressly authorized.

### Conflict of interest

On the Integrae SIM website you can find the archive of the last 12 months regarding 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 SIM.