

INTRED	Italy	FTSE AIM Italia	Tlc
Rating: BUY (unch.)	Target Price: € 6,52 (prev. €5,01)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	2,22%	0,40%	33,16%	80,46%
to FTSE AIM Italia	5,82%	14,59%	44,70%	97,54%
to FTSE STAR Italia	1,06%	4,73%	37,70%	88,07%
to FTSE All-Share	3,41%	3,60%	34,98%	78,03%
to EUROSTOXX	2,68%	3,48%	33,18%	78,68%
to MSCI World Index	2,01%	4,10%	33,70%	82,03%

Stock Data

Price	€ 5,06
Target price	€ 5,52
Upside/(Downside) potential	9,1%
Bloomberg Code	ITD IM EQUITY
Market Cap (€m)	80,20
EV (€m)	76,80
Free Float	20,0%
Share Outstanding	15.850.500
52-week high	€ 5,44
52-week low	€ 2,70
Average daily volumes (3m)	3.221

Key Financials (€m)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
Sales	17,9	20,8	24,9	29,7
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	38,1%	39,2%	41,0%	41,7%
EBIT margin	23,4%	24,8%	27,3%	29,2%

Main Ratios	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA (x)	11,3	9,4	7,5	6,2
EV/EBIT (x)	18,3	14,9	11,3	8,9
P/E (x)	25,0	21,5	16,3	12,9

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



1H19A Results

I risultati del 1H19A sono stati molto positivi. Intred ha fatto registrare una crescita delle Sales di ca. il 21%, leggermente superiore alle nostre aspettative di crescita sull'intero esercizio, passando da circa €8,2 mln nel 1H18A a €10,0 mln. Il valore della produzione si assesta a circa €10,1 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, in aumento del 48% YoY. Il management segnala inoltre una crescita significativa anche nel settore della telefonia, pari al 17%.

Estimates update

Dati i risultati positivi conseguiti da Intred, stimiamo CAGR 19-22E di circa 19,5% con Sales che passano da €20,5 mln del FY19E a circa €35,0 mln nel FY22E. La revisione delle stime non si discosta eccessivamente dalle buone previsioni di crescita già precedentemente stimate: alla luce dei risultati registrati, pressoché in linea con le stime, della buona visibilità sui ricavi ricorrenti, e del costante aumento del numero dei clienti, abbiamo ritenuto opportuno applicare lo stesso trend di crescita previsto nel precedente report.

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Intred sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Il DCF method (che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali anche un rischio specifico pari al 2,0%) restituisce un equity value pari a €121,0 mln. L'equity value di Intred utilizzando i market multiples risulta essere pari €85,5 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa €103,3 mln. Il target price è quindi di €6,52 (prev. €5,01). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

INCOME STATEMENT (€/mln)	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>39,6%</i>	<i>39,6%</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 (€/mln)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Fixed Assets	18,21	21,96	28,96	35,56	41,86	47,76
Account receivable	3,58	3,10	3,80	4,60	5,50	6,50
Account payable	4,49	5,06	5,70	6,65	7,75	9,10
Operating Working Capital	(0,9)	(2,0)	(1,9)	(2,1)	(2,3)	(2,6)
Other receivable	1,62	1,36	1,60	1,90	2,25	2,65
Other payable	4,92	4,72	5,30	6,10	7,10	8,40
Net Working Capital	(4,2)	(5,3)	(5,6)	(6,3)	(7,1)	(8,4)
Severance Indemnities & Other Provisions	0,50	0,57	0,70	0,85	1,00	1,20
NET INVESTED CAPITAL	13,52	16,06	22,66	28,46	33,76	38,21
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	5,20	3,35	3,36	5,78
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)	(3,4)	(2,2)	(2,6)	(5,3)
SOURCES	13,52	16,06	22,66	28,46	33,76	38,21
CASH FLOW (€/mln)	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	(0,70)	(0,80)	(0,90)	(1,00)	
Change in payable	0,58	0,64	0,95	1,10	1,35	
Change in others	0,07	0,34	0,50	0,65	0,90	
<i>Change in NWC</i>	<i>1,13</i>	<i>0,27</i>	<i>0,65</i>	<i>0,85</i>	<i>1,25</i>	
Change in provisions	0,07	0,13	0,15	0,15	0,20	
OPERATING CASH FLOW	7,06	7,15	9,13	10,95	13,30	
Capex	(6,36)	(10,0)	(10,0)	(10,0)	(10,0)	
FREE CASH FLOW	0,70	(2,85)	(0,87)	0,95	3,30	
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	(4,45)	(1,85)	0,00	2,42	

Source: Intred and Integrae SIM estimates

1.1 1H19A Results

Table 2 – 1H19A vs 1H18A

(€/mln)	Sales	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H19A	10,0	4,1	40,9%	2,8	2,1	(5,7)
1H18A	8,2	3,3	40,0%	2,1	1,5	(6,6)*
<i>Change</i>	21,4%	24,2%	2,2%	32,8%	35,8%	-13,2%

*Dato riferito al 31.12.18

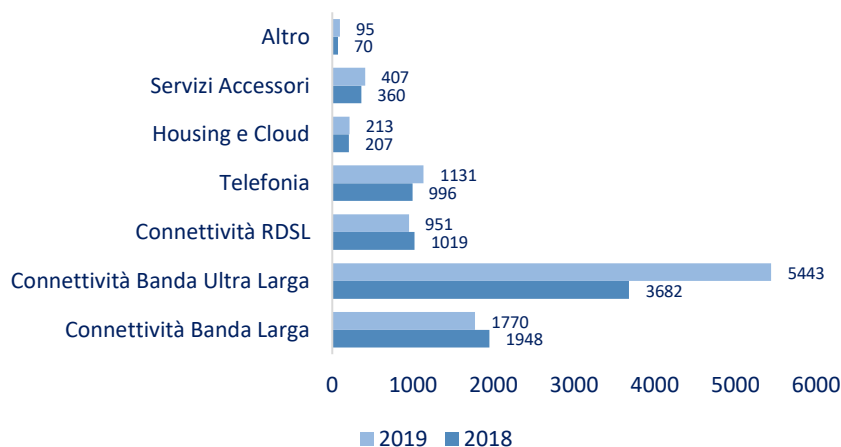
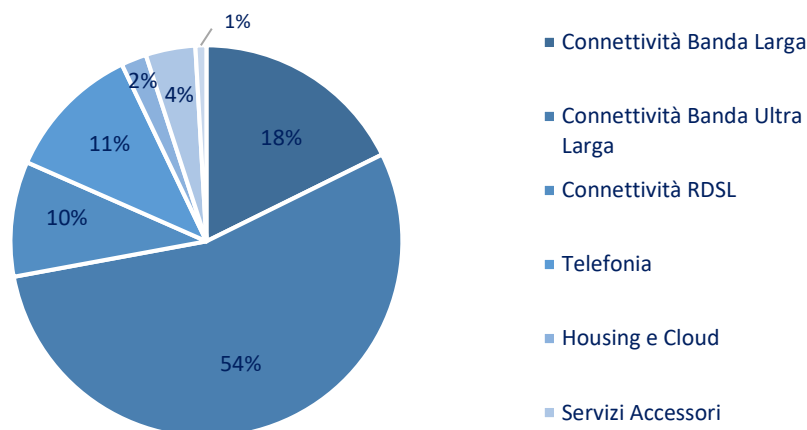
Source: Intred

I risultati del 1H19A sono stati molto positivi. Intred ha fatto registrare una crescita delle *Sales* di ca. il 21%, leggermente superiore alle nostre aspettative di crescita sull'intero esercizio, passando da circa €8,2 mln nel 1H18A a €10,0 mln.

Il valore della produzione si assesta a circa €10,1 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, in aumento del 48% YoY. Il management segnala inoltre una crescita significativa anche nel settore della telefonia, pari al 17%.

Stabili i ricavi derivanti dai servizi da *datacenter* (*Housing e Cloud*), mentre, in decrescita, come previsto, il settore della banda larga (-9% YoY) e il settore RDSL (-7% YoY), anche grazie alle politiche commerciali attuate dalla Società al fine di incentivare i propri clienti a passare a connessioni in fibra ottica, maggiormente performanti.

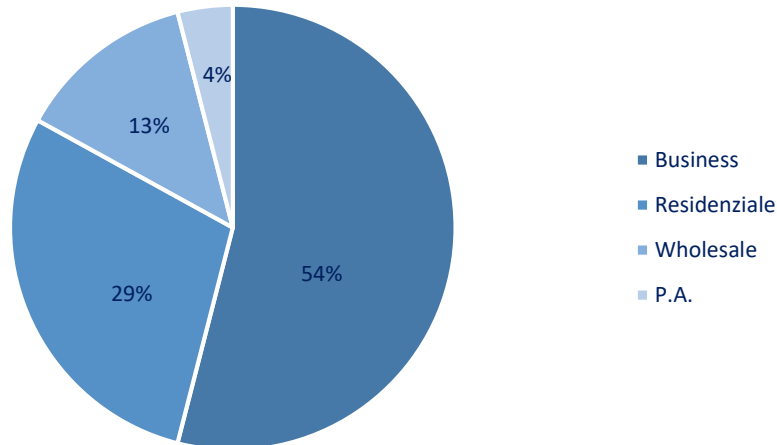
Chart 1 – Turnover Breakdown per Service



Source: Intred

Si segnala, inoltre, l'aumento degli utenti con linee dati, ora pari a quasi 30.000, in crescita del +21% YoY. Il "churn rate" sul fatturato è pari al 4,5%, in aumento di un punto percentuale rispetto al FY18A.

Chart 2 – Turnover Breakdown per Client Type



Source: Intred

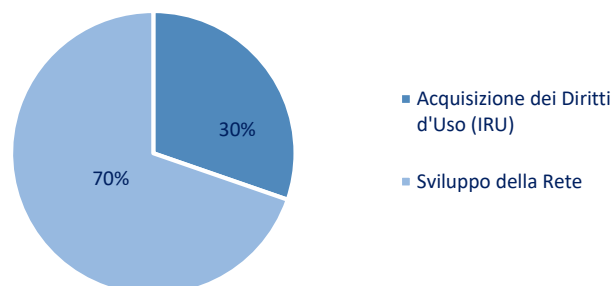
La suddivisione del fatturato per tipologia di cliente si mantiene invece pressoché stabile: in elevata crescita il segmento Residenziale (+25%), *Business* (+22%), *Wholesale* (+18%), più moderata la crescita nel segmento Pubbliche Amministrazioni (+4%).

Il 94% dei ricavi deriva da canoni ricorrenti, che garantiscono all'azienda continuità e visibilità sulle previsioni future.

Anche l'EBITDA passa da €3,3 mln nel 1H18A a €4,1 mln, in crescita di oltre il 24%. Tale crescita, più che proporzionale rispetto all'incremento dei ricavi, trova evidenza nel miglioramento di 2,2% YoY dell'EBITDA *Margin*, ora pari al 40,9%, a conferma della maggiore efficienza operativa da sempre perseguita dalla Società. Crescite a doppia cifra, anche più rilevanti, continuano ad interessare anche il risultato operativo (EBIT) e il risultato netto, rispettivamente pari a €2,8 mln e €2,1 mln.

Anche la NFP, attiva per un valore di €5,7 mln, in diminuzione rispetto al dato del FY18A (€6,6), principalmente a causa degli investimenti.

Chart 1 – 1H19A Capex



Source: Intred

Gli investimenti del 1H19A sono stati pari a circa €3,3 mln, volti principalmente allo sviluppo della rete di accesso in fibra ottica nella modalità FTTH e FTTC, prevalentemente nel territorio delle province di Brescia, Bergamo, Monza Brianza, Lecco, Lodi e Milano. Al 30.06.2019, la Società dispone di una rete composta da 2.400 km di fibra ottica, in crescita del 23% in soli sei mesi (1950 km al 31.12.2018).

La parte preponderante delle Capex è costituita da immobilizzazioni materiali (69,7% del totale) relativi allo sviluppo della rete (opere civili, cavi in fibra, armadi di strada e tombini, ecc.) e il rimanente (30,3% 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 cavidotti.

1.2 New estimates FY19E – FY22E

Table 3 – Estimates Updates FY19E-22E

€/mln	FY2019E	FY2020E	FY2021E	FY2022E
Sales				
New	20,5	24,5	29,2	35,0
Old	20,5	24,5	29,2	35,0
Change	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA				
New	8,2	10,2	12,4	14,9
Old	8,2	10,2	12,4	14,9
Change	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA %				
New	39,2%	41,0%	41,7%	41,8%
Old	39,8%	41,6%	42,3%	42,4%
Change	0,0%	0,0%	-1,5%	0,0%
EBIT				
New	5,2	6,8	8,7	10,8
Old	5,2	6,8	8,7	10,8
Change	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Net Income				
New	3,7	4,9	6,2	7,7
Old	3,7	4,9	6,2	7,7
Change	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%
NFP				
New	(3,4)	(2,2)	(2,6)	(5,3)
Old	(6,8)	(8,9)	(13,0)	(19,3)
Change	-50,0%	-75,8%	-80,0%	-72,6%

Source: Integrae SIM

Dati i risultati positivi conseguiti da Intred, stimiamo CAGR 19-22E di circa 19,5% con *Sales* che passano da €20,5 mln del FY19E a circa €35,0 mln nel FY22E.

La revisione delle stime non si discosta eccessivamente dalle buone previsioni di crescita già precedentemente stimate: alla luce dei risultati registrati, pressoché in linea con le stime, della buona visibilità sui ricavi ricorrenti, e del costante aumento del numero dei clienti, abbiamo ritenuto opportuno applicare lo stesso *trend* di crescita previsto nel precedente *report*, mantenendo inalterate le ipotesi alla base delle stime di marginalità e *working capital*.

L'unica eccezione è costituita dal valore di NFP. Questa variazione è legata al Piano di Investimenti 2019-2021, comunicato in data 14 Maggio 2019, che prevede una spesa complessiva di €30,0 milioni nei prossimi 3 anni, da noi suddivisi in €10,0 mln in Capex annue.

2. Valuation

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

2.1 DCF Method

Table 4 – WACC

WACC		7,41%
Risk Free Rate	0,86% α (specific risk)	2,00%
Market Premium	9,02% Beta Adjusted	0,50
D/E (average)	0,00% Beta Relevered	0,50
Ke	7,41% Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 7,41%

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		121,0
FCFO actualized	18,6	16%
TV actualized DCF	99,1	84%
Enterprise Value	117,6	100%
NFP (FY19E)	(3,4)	

Source: Integrae SIM

Dato il tipo di *business*, abbiamo ritenuto opportuno considerare i *cash flow* fino al FY25E. Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di €121,0 mln.

Table 6 – Equity Value - Sensitivity analysis

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		5,9%	6,4%	6,9%	7,4%	7,9%	8,4%	8,9%
3,5%		262,9	216,4	183,5	159,1	140,1	125,0	112,7
3,0%		221,7	188,0	162,9	143,5	128,0	115,4	104,9
2,5%		192,6	166,9	147,0	131,1	118,2	107,4	98,3
2,0%		171,0	150,6	134,3	121,0	110,0	100,7	92,7
1,5%		154,3	137,6	124,0	112,7	103,1	94,9	87,8
1,0%		141,0	127,0	115,4	105,6	97,2	89,9	83,6
0,5%		130,1	118,2	108,1	99,5	92,1	85,6	79,8

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*. Abbiamo deciso di modificare la composizione del campione di società comparabili rispetto ai *report* precedenti, in quanto sono state trovate società più rispondenti alle caratteristiche ricercate. Tra le società inserite:

Cogent Communications Holdings è una multinazionale fornitrice di servizi Internet con sede negli Stati Uniti. I servizi primari consistono nell'accesso a Internet e nel trasporto di dati, offerti su una rete in fibra ottica, *IP data-only network* e collocamento in *datacenters*.

Zayo Group Holdings Inc. è una società con sede in Colorado e a Londra. La società fornisce servizi di infrastruttura di comunicazione, tra cui connettività in fibra e larghezza di banda, *collocation* e infrastruttura *cloud*.

Bredband2 i Skandinavien AB è una società svedese, i cui prodotti e servizi sono classificabili nelle categorie di *broadband*, telefonia e altro (*storage* e *back-up*, sicurezza, consulenze). Si rivolge a clienti privati e *corporate*.

WIIT SpA è una società che si occupa di *cloud computing* nel mercato italiano, specializzata nell'offerta di soluzioni. Offre servizi di *Private Cloud*, *Hosted Private Cloud solutions for critical applications*, *Public Cloud* e *Hybrid Cloud applications*, nonché soluzioni avanzate di *cybersecurity*.

Table 7 – Peers main ratios

FY2018	Intred	Cincinnati Bell Inc.	Euskaltel SA	Atlantic Tele- Network Inc.	Retelit SpA	Cogent Communications	Zayo Group Holdings Inc.	Bredband2 i Skandinavien AB	WIIT SpA	Peer Median
Country	Italy	USA	Spain	USA	Italy	USA	USA	Sweden	Italy	-
Mkt Cap	80,2	224,9	1447,0	830,3	236,2	2294,2	7302,5	73,0	155,7	533,3
Economics & Financials										
Revenues	17,2	1378,2	674,6	N/A	59,5		2602,5	600,0	24,4	637,3
EBITDA	6,8	335,3	315,7	146,74	31,11	167,79	1169,70	65,19	9,99	157,3
EBIT	4,2	83,3	129,9	61,0	12,3	86,6	423,2	41,1	4,9	72,2
Net Profit	3,2	(69,8)	62,8	19,8	10,1	28,7	102,9	32,0	3,5	24,2
NFP	(6,6)	1873,1	1572,6	117,0	(12,7)	527,4	5571,9	(124,7)	4,7	322,2
Equity	22,7	(65,0)	974,9	718,9	167,4	(149,0)	1500,3	73,2	22,2	120,3
Profitability										
ROE	14,2%	N/A	6,5%	2,9%	6,5%	N/A	7,1%	61,4%	23,0%	6,8%
ROI	21,6%	2,9%	3,9%	3,9%	6,6%	8,5%	4,7%	60,4%	10,7%	5,7%
ROIC	19,5%	4,7%	5,1%	6,2%	6,3%	12,2%	5,8%	77,8%	10,4%	6,3%
ROCE	15,9%	N/A	9,8%	2,8%	7,3%	10,0%	7,5%	60,1%	22,9%	9,8%
EBITDA %	23,4%	24,3%	46,8%	N/A	43,6%	36,9%	50,1%	11,0%	24,7%	36,9%
EBIT %	23,4%	6,0%	19,3%	N/A	18,8%	20,3%	21,1%	7,8%	23,1%	19,3%

Source: Bloomberg

Table 8 – Peer stock performance

Company Name	1W	1M	3M	6M	YTD
Cincinnati Bell Inc.	-15,4%	-18,0%	-8,6%	-57,5%	-44,1%
Euskaltel SA	2,0%	12,4%	1,0%	2,4%	26,2%
Atlantic Tele-Network Inc.	-6,7%	-3,6%	-4,6%	-1,9%	-20,3%
Retelit SpA	-3,3%	0,1%	1,3%	-4,8%	5,6%
Cogent Communications Holding	-3,4%	-9,2%	-8,3%	0,3%	27,5%
Zayo Group Holdings	-0,3%	0,9%	5,1%	17,5%	53,4%
Bredband2 i Skandinavien AB	3,4%	3,7%	15,4%	-0,1%	-9,8%
WIIT SpA	0,3%	3,8%	11,9%	25,4%	68,0%
Median	-1,8%	0,5%	1,1%	0,1%	15,9%
INTRED	1,2%	2,2%	0,4%	33,2%	69,2%

Source: Bloomberg

Table 9 – Market Multiples

Company Name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)		
	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E
Cincinnati Bell Inc.	5,6	5,5	5,5	22,3	18,9	17,5
Euskaltel SA	8,5	8,3	8,2	19,4	18,3	17,5
Atlantic Tele-Network Inc.	10,5	8,9	N/A	79,1	36,3	N/A
Retelit S.p.A.	8,6	7,4	5,7	25,0	17,7	10,8
Cogent Communications Holdings	15,9	14,6	13,3	31,9	27,5	21,5
Zayo Group Holdings Inc.	10,3	9,9	9,2	24,4	22,7	20,9
Bredband2 i Skandinavien AB	9,1	7,7	7,1	14,0	10,9	9,5
WIIT SpA	12,7	10,8	9,0	23,1	18,5	14,5
Peer median	9,7	8,6	8,2	23,7	18,7	17,5

Source: Infionals

Table 10 – Market Multiples Valuation

€/mln	2019E	2020E	2021E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	79,1	87,5	100,8
EV/EBIT	122,2	126,9	151,3
Equity Value			
EV/EBITDA	82,5	89,7	103,4
EV/EBIT	125,6	129,0	153,9
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	61,9	67,3	77,5
EV/EBIT	94,2	96,8	115,4
Average	78,0	82,0	96,5

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di Intred utilizzando i *market multiples* EV/EBITDA, EV/EBIT risulta essere pari a circa €114,0 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 €85,5 mln.

2.3 Equity Value

Table 11 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	103,3
Equity Value DCF (€/mln)	121,0
Equity Value multiples (€/mln)	85,5
Target Price (€)	6,52

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa €103,3 mln. Il *target price* è quindi di €6,52 (prev. €5,01). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 12 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA	12,3x	9,8x	8,1x
EV/EBIT	19,4x	14,7x	11,5x

Source: Integrae SIM

Table 13 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA	9,4x	7,5x	6,2x
EV/EBIT	14,9x	11,3x	8,9x

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 transactions. INTEGRÆ SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRÆ 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 Integræe SIM's currently Head of Equity Research. Mattia Petracca is currently a 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 29 March 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 stock on a continuing basis, according to a schedule which depends on the circumstances considered important (corporate events, changes in recommendations, etc.), or useful to its role as specialist.

The table below, shows INTEGRÆ SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
01/10/2018	3.15	Buy	3.93	Medium	Initiation of coverage
08/04/2019	3.80	Buy	5.01	Medium	Update

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

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 16190 of 29.10.2007, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

Rating system (long term horizon: 12 months)

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the expected total return (ETR – absolute performance in the 12 months following the publication of the analysis, including the ordinary dividend paid by the company), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the expected total return may temporarily fall outside the proposed range

Equity Total Return (ETR) for different risk categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR >= 7.5%	ETR >= 10%	ETR >= 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR <= -5%	ETR <= -5%	ETR <= 0%
U.R.	Rating and/or target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRAE SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, 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.