

UPDATE

EQUITY RESEARCH

Reway Group

ISIM
INTEGRÆ

Euronext Growth Milan | Infrastructure Maintenance | Italy

Production 17/04/2023, h. 18:30

Published 18/04/2023, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 6,25

unchanged

Risk



Medium

Upside potential

84,8%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

| | |
|-----------------------------|------------|
| Price | € 3,38 |
| Target price | € 6,25 |
| Upside/(Downside) potential | 84,8% |
| Ticker | RWY IM |
| Market Cap (€/mln) | € 130,14 |
| EV (€/mln) | € 134,00 |
| Free Float | 16,75% |
| Share Outstanding | 38.502.281 |
| 52-week high | NA |
| 52-week low | NA |
| Average Daily Volumes (3m) | NA |

| Key Financials (€/mln) | FY22A* | FY23E | FY24E | FY25E |
|------------------------|--------|-------|-------|-------|
| Revenues | 109,9 | 126,1 | 146,7 | 162,5 |
| VoP | 110,5 | 126,9 | 147,5 | 163,4 |
| EBITDA | 19,6 | 23,5 | 28,0 | 31,9 |
| EBIT | 16,2 | 19,1 | 23,0 | 26,4 |
| Net Profit | 10,0 | 12,9 | 15,7 | 18,3 |
| EBITDA margin | 17,7% | 18,5% | 19,0% | 19,5% |
| EBIT margin | 14,7% | 15,0% | 15,6% | 16,2% |
| Net Profit margin | 9,0% | 10,2% | 10,6% | 11,2% |

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it

Giuseppe Riviello | giuseppe.riviello@integraesim.it

| Stock performance | 1M | 3M | 6M | 1Y |
|------------------------|---------|----|----|----|
| Absolute | -2,59% | NA | NA | NA |
| to FTSE Italia Growth | -4,23% | NA | NA | NA |
| to Euronext STAR Milan | -4,84% | NA | NA | NA |
| to FTSE All-Share | -10,88% | NA | NA | NA |
| to EUROSTOXX | -10,06% | NA | NA | NA |
| to MSCI World Index | -9,11% | NA | NA | NA |

| Main Ratios | FY22A | FY23E | FY24E | FY25E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| EV/EBITDA | 7,2x | 6,0x | 5,0x | 4,4x |
| EV/EBIT | 8,7x | 7,4x | 6,1x | 5,3x |
| P/E | 13,2x | 10,2x | 8,4x | 7,2x |

FY22A Results

La Società ha comunicato di aver registrato nel 2022 un valore della produzione pro-forma pari a € 110,54 mln (a fronte di € 91,76 mln del FY21A pro-forma). L'EBITDA di periodo si attesta pari a € 19,59 mln, in aumento del 15,9% rispetto FY21A e con marginalità del 17,7%. L'EBIT si attesta pari a € 16,21 mln per il FY22A, registrando così una crescita del 22,3% rispetto all'esercizio precedente e con EBIT margin del 14,8%. Positivo infine anche il Net Income, pari a € 9,97 mln, +15,9% rispetto al 31 dicembre 2021 (€ 8,60 mln).

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY22A, modifichiamo leggermente le nostre stime per l'anno in corso e per i prossimi anni, anche per tenere conto del nuovo aumento di capitale derivante dall'esercizio dell'opzione Greenshoe. In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 126,85 mln ed un EBITDA pari a € 23,50 mln, corrispondente ad una marginalità del 18,5%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 163,40 mln (CAGR 22A-25E: 13,9%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 31,85 mln (corrispondente ad una marginalità del 19,5%), in crescita rispetto a € 19,59 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 17,7%).

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Reway Group sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Il DCF method (che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali anche un rischio specifico pari al 1,5%) restituisce un equity value pari a € 290,6 mln. L'equity value di Reway Group utilizzando i market multiples risulta essere pari € 190,4 mln (incluso un discount pari al 25,0%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 240,5 mln. **Il target price è di € 6,25, rating BUY e rischio MEDIUM.**

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

| CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/ | FY21A* | FY22A* | FY23E | FY24E | FY25E |
|-----------------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Revenues | 91,16 | 109,86 | 126,10 | 146,65 | 162,45 |
| Other Revenues | 0,60 | 0,68 | 0,75 | 0,80 | 0,95 |
| Value of Production | 91,76 | 110,54 | 126,85 | 147,45 | 163,40 |
| COGS | 18,99 | 28,54 | 35,85 | 42,00 | 44,20 |
| Services | 27,36 | 32,22 | 33,55 | 35,00 | 37,40 |
| Use of Asset owned by others | 10,48 | 10,30 | 11,95 | 12,85 | 13,55 |
| Employees | 17,39 | 18,85 | 21,45 | 29,00 | 35,75 |
| Other operating costs | 0,64 | 1,05 | 0,55 | 0,60 | 0,65 |
| EBITDA | 16,91 | 19,59 | 23,50 | 28,00 | 31,85 |
| <i>EBITDA Margin</i> | <i>18,4%</i> | <i>17,7%</i> | <i>18,5%</i> | <i>19,0%</i> | <i>19,5%</i> |
| D&A | 3,66 | 3,38 | 4,45 | 5,05 | 5,45 |
| EBIT | 13,25 | 16,21 | 19,05 | 22,95 | 26,40 |
| <i>EBIT Margin</i> | <i>14,4%</i> | <i>14,8%</i> | <i>15,1%</i> | <i>15,6%</i> | <i>16,3%</i> |
| Financial Management | (0,11) | (0,18) | (0,05) | 0,15 | 0,35 |
| EBT | 13,14 | 16,03 | 19,00 | 23,10 | 26,75 |
| Taxes | 4,53 | 6,06 | 6,10 | 7,40 | 8,50 |
| Net Income | 8,60 | 9,97 | 12,90 | 15,70 | 18,25 |

| CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln) | FY21A* | FY22A* | FY23E | FY24E | FY25E |
|--|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| Fixed Assets | 23,62 | 22,94 | 25,50 | 24,55 | 23,70 |
| Account receivable | 42,76 | 52,85 | 60,00 | 70,00 | 77,00 |
| Inventories | 0,80 | 0,66 | 0,95 | 1,10 | 1,20 |
| Account payable | 21,04 | 23,63 | 26,95 | 29,80 | 31,60 |
| Operating Working Capital | 22,51 | 29,88 | 34,00 | 41,30 | 46,60 |
| Other receivable | 2,68 | 1,09 | 1,20 | 1,30 | 1,40 |
| Other payable | 6,11 | 9,76 | 9,75 | 11,15 | 11,65 |
| Net Working Capital | 19,08 | 21,22 | 25,45 | 31,45 | 36,35 |
| Severance Indemnities & Other Provisions | 1,62 | 1,58 | 2,00 | 2,55 | 3,20 |
| NET INVESTED CAPITAL | 41,08 | 42,58 | 48,95 | 53,45 | 56,85 |
| Share Capital | 0,06 | 0,06 | 0,71 | 0,71 | 0,71 |
| Reserves | 23,63 | 28,68 | 58,01 | 70,91 | 86,61 |
| Net Income | 8,60 | 9,97 | 12,90 | 15,70 | 18,25 |
| Equity | 32,30 | 38,72 | 71,62 | 87,32 | 105,57 |
| Cash & Cash Equivalent | 6,09 | 11,66 | 29,37 | 37,72 | 50,72 |
| Short Term Financial Debt | 9,15 | 8,83 | 2,80 | 1,90 | 1,30 |
| M/L Term Financial Debt | 5,73 | 6,70 | 3,90 | 1,95 | 0,70 |
| Net Financial Position | 8,78 | 3,86 | (22,67) | (33,87) | (48,72) |
| SOURCES | 41,08 | 42,58 | 48,95 | 53,45 | 56,85 |

| CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln) | FY22A* | FY23E | FY24E | FY25E |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| EBIT | 16,21 | 19,05 | 22,95 | 26,40 |
| Taxes | 6,06 | 6,10 | 7,40 | 8,50 |
| NOPAT | 10,15 | 12,95 | 15,55 | 17,90 |
| D&A | 3,38 | 4,45 | 5,05 | 5,45 |
| Change in receivable | (10,10) | (7,15) | (10,00) | (7,00) |
| Change in inventories | 0,14 | (0,29) | (0,15) | (0,10) |
| Change in payable | 2,58 | 3,32 | 2,85 | 1,80 |
| Change in others | 5,24 | (0,12) | 1,30 | 0,40 |
| Change in NWC | (2,13) | (4,23) | (6,00) | (4,90) |
| Change in provisions | (0,05) | 0,42 | 0,55 | 0,65 |
| OPERATING CASH FLOW | 11,35 | 13,59 | 15,15 | 19,10 |
| Capex | (2,70) | (7,01) | (4,10) | (4,60) |
| FREE CASH FLOW | 8,65 | 6,58 | 11,05 | 14,50 |
| Financial Management | (0,18) | (0,05) | 0,15 | 0,35 |
| Change in Debt to Bank | 0,65 | (8,83) | (2,85) | (1,85) |
| Change in Equity | (3,55) | 20,00 | 0,00 | 0,00 |
| FREE CASH FLOW TO EQUITY | 5,57 | 17,71 | 8,35 | 13,00 |

Source: Reway Group and Integrae SIM estimates

*Pro-forma

Company Overview

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

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

Per conto delle società controllate, la Capogruppo svolge servizi in maniera accentrata, occupandosi di pianificazione strategica e finanziaria, *procurement*, contabilità tecnica, supporto alla preparazione di documenti per la partecipazione a gare d'appalto, supporto alla redazione di documenti di sicurezza e gestione del parco mezzi. Le attività consentono alle controllate di focalizzarsi sul *core business* e massimizzare le sinergie operative, dal momento che molte attività possono essere svolte da tutte le controllate; la direzione amministrativa centrale consente di presidiare con successo tutte le attività di commessa, con la possibilità quindi di gestire internamente le fasi dei lavori di manutenzioni complesse.

FY22A Results

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES FY22A

| €/mln | VoP | EBITDA | EBITDA % | EBIT | Net Income | NFP |
|--------|--------|--------|----------|-------|------------|------|
| FY22A | 110,54 | 19,59 | 17,7% | 16,21 | 9,97 | 3,86 |
| FY22E | 109,05 | 19,95 | 18,3% | 16,95 | 11,55 | 4,20 |
| Change | 1,4% | -1,8% | -3,1% | -4,4% | -13,7% | N.A. |

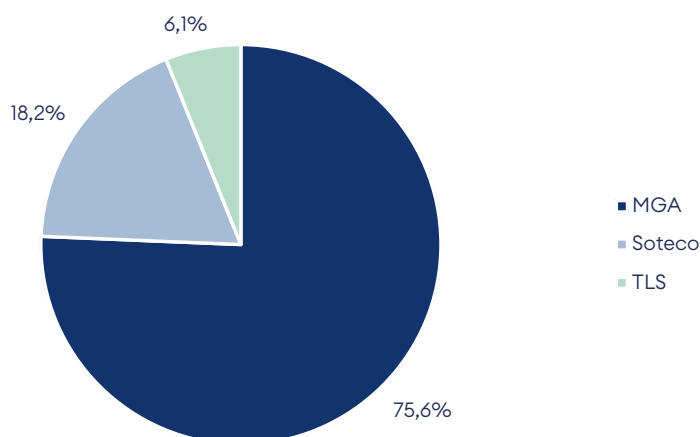
Source: Integrae SIM

Tramite il comunicato stampa del 29 marzo 2023, Paolo Luccini, Presidente e Amministratore Delegato di Reway Group, ha così commentato: *“Annunciamo con soddisfazione la chiusura del bilancio 2022, archiviato con ottime performance economiche e con dati finanziari solidi. Questi risultati rappresentano un ulteriore traguardo positivo dopo il successo dell’operazione di quotazione sul mercato Euronext Growth Milan, che ha dato il via ad un’accelerazione del nostro piano di sviluppo strategico. Tale piano prevede una crescita per linee interne, attraverso la possibile entrata in nuovi mercati ad alto potenziale non ancora presidiati, affiancata da una parallela crescita per linee esterne, tramite acquisizioni. Inoltre, operiamo in uno scenario di mercato per noi positivo, dato il focus a livello nazionale sull’importanza del processo di messa in sicurezza della rete stradale e autostradale italiana”*.

La Società, nel bilancio consolidato pro-forma al 31 dicembre 2022, il primo chiuso post quotazione sul mercato EGM, ha comunicato di aver registrato un valore della produzione pari a € 110,54 mln (a fronte di € 91,76 mln del FY21A pro-forma). L’incremento, che si attesta pari al 20,5%, è del tutto frutto di una crescita organica perpetrata dalla società attraverso lo sviluppo delle proprie linee core di business.

Gli schemi consolidati pro-forma sono stati redatti per mostrare gli effetti dell’aumento di capitale sottoscritto da Reway Group in data 23 gennaio 2023, in favore degli azionisti di MGA Srl, come corrispettivo per l’acquisizione del 45,0% delle quote societarie di quest’ultima. In questo modo, la Società rende i dati esposti maggiormente rappresentativi delle dinamiche aziendali.

CHART 1 – REVENUES BREAKDOWN BY SEGMENT



Source: Reway Group

L'EBITDA di periodo si attesta pari a € 19,59 mln, in aumento del 15,9% rispetto al risultato pro-forma dell'esercizio scorso (pari a € 16,91). La marginalità del FY22A è pari al 17,7%, mentre per il FY21A si osservava un valore pari al 18,4%. Il decremento nella marginalità è da imputarsi alla dinamica di forte incremento del costo delle materie prime. Si rileva infatti che i COGS passano da un valore pari a € 18,99 mln (con incidenza sul VoP pari a 20,7%) nel 2021, a € 28,54 mln (per un incidenza pari al 25,8% sul VoP) nel 2022. Nonostante tale aumento è possibile apprezzare come la Società riesca a mantenere una redditività apprezzabile, attraverso adeguamento contrattuale che si è tradotto in un incremento dei prezzi ai committenti e all'efficiamento dei processi aziendali.

L'EBIT si attesta pari a € 16,21 mln per il FY22A, registrando così una crescita del 22,3% rispetto all'esercizio precedente. L'EBIT margin per il FY22A è pari a 14,8%, risultato maggiore rispetto a quello registrato il 31 dicembre 2021, in cui il valore era pari al 14,4%. Le ragioni di tale recupero di marginalità risiedono nella dinamica degli ammortamenti, svalutazioni e accantonamenti. Difatti nel 2022 si registra, per tale voce, un risultato pari a € 3,38 mln, minore rispetto ai € 3,66 mln attestati per il 2021. Positivo infine anche il Net Income, che risulta pari a € 9,97 mln, in aumento del 15,9% rispetto al dato del 31 dicembre 2021, pari a € 8,60 mln.

A livello patrimoniale, si notano investimenti materiali per effetto dell'investimento in mezzi, attrezzature e tutte le attività propedeutiche allo svolgimento del business, mentre gli investimenti immateriali riguardano l'acquisizione delle quote di minoranza della controllate Soteco e TLS, oltre ai costi sostenuti dalla Capogruppo per le attività necessarie all'ammissione sul mercato EGM. Emerge infine un significativo miglioramento della NFP, che passa dal valore di debito del FY21A pari a € 8,78 mln al dato del FY22A, pari a € 3,86 mln. Tale variazione è da ricondursi sostanzialmente all'incremento delle disponibilità liquide, derivante dalla capacità del Gruppo di generare cassa grazie alla propria attività operativa.

Nell'esercizio 2023 e negli esercizi a venire, oltre al core business, avrà impatto sulla liquidità anche la raccolta di capitale relativa all'operazione di quotazione sul segmento Euro-nexth Growth Milan di Borsa Italiana, avvenuta il 6 marzo 2023.

In sede di quotazione, la Società è stata accolta molto positivamente dal mercato, raccogliendo circa € 18,00 mln di capitale. Ciò ha permesso di gettare le basi per una solida crescita della Società, che prevede non solo il consolidamento della sua posizione nei mercati di riferimento, ma anche la possibilità di un graduale accesso a mercati attigui come quello del risanamento delle strutture ferroviarie, portuali e marittime.

Ulteriori € 2,00 mln sono stati raccolti grazie all'esercizio integrale, da parte dei Joint Global Coordinators dell'operazione Integrae SIM e Illimity Bank, dell'opzione Greenshoe, avvenuto in data 6 aprile 2023; nel dettaglio, sono state collocate 645.000 azioni ad un prezzo di € 3,10, per un totale di 6.451.000 azioni collocate sul mercato.

Nel complesso, nonostante le difficoltà macroeconomiche e i rincari delle materie prime e di tutti i costi di produzione, Reway Group conferma l'andamento positivo della propria strategia di crescita, andamento consolidato anche grazie ad un portafoglio ordini per i prossimi anni che ha raggiunto un valore più che considerevole pari a € 485,00 mln. Il 4 aprile, infatti, la controllata TLS ha acquisito dal Consorzio Europeo Costruttori una nuova commessa relativa ai lavori di risanamento di viadotti e gallerie autostradali situati sulle tratte gestite in concessione da Autostrade per l'Italia; gli interventi hanno un controvalore complessivo di € 123,00 mln e contribuiscono a consolidare gli ordini attesi dal Gruppo. I lavori rientrano in un totale di 5 accordi quadro ed occuperanno tutte e tre le società operative nei prossimi quattro anni.

FY23E – FY25E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY23E-25E

| €/mln | FY23E | FY24E | FY25E |
|-------------------|--------|--------|--------|
| VoP | | | |
| New | 126,9 | 147,5 | 163,4 |
| Old | 126,9 | 147,5 | 163,4 |
| Change | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| EBITDA | | | |
| New | 23,5 | 28,0 | 31,9 |
| Old | 24,5 | 29,1 | 32,7 |
| Change | -4,1% | -3,6% | -2,6% |
| EBITDA % | | | |
| New | 18,5% | 19,0% | 19,5% |
| Old | 19,3% | 19,7% | 20,0% |
| Change | -0,8% | -0,7% | -0,5% |
| EBIT | | | |
| New | 19,1 | 23,0 | 26,4 |
| Old | 20,1 | 24,0 | 27,3 |
| Change | -5,0% | -4,4% | -3,1% |
| Net Income | | | |
| New | 12,9 | 15,7 | 18,3 |
| Old | 13,7 | 16,4 | 18,8 |
| Change | -5,5% | -4,3% | -2,7% |
| NFP | | | |
| New | (22,7) | (33,9) | (48,7) |
| Old | (25,2) | (37,2) | (52,0) |
| Change | N.A | N.A | N.A |

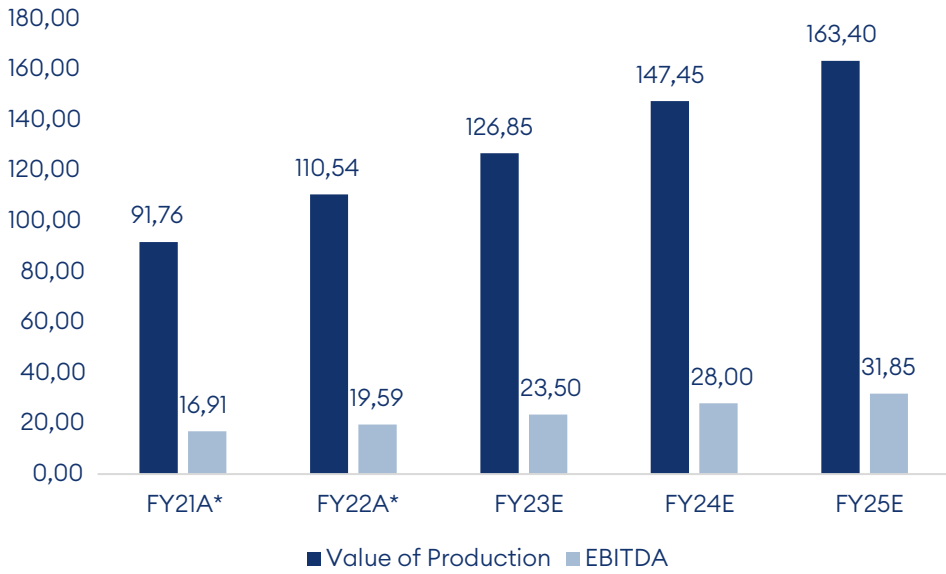
Source: *Integrae SIM*

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY22A, modifichiamo leggermente le nostre stime per l'anno in corso e per i prossimi anni, anche per tenere conto del nuovo aumento di capitale derivante dall'esercizio dell'opzione Greenshoe.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 126,85 mln ed un EBITDA pari a € 23,50 mln, corrispondente ad una marginalità del 18,5%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 163,40 mln (CAGR 22A-25E: 13,9%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 31,85 mln (corrispondente ad una marginalità del 19,5%), in crescita rispetto a € 19,59 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 17,7%).

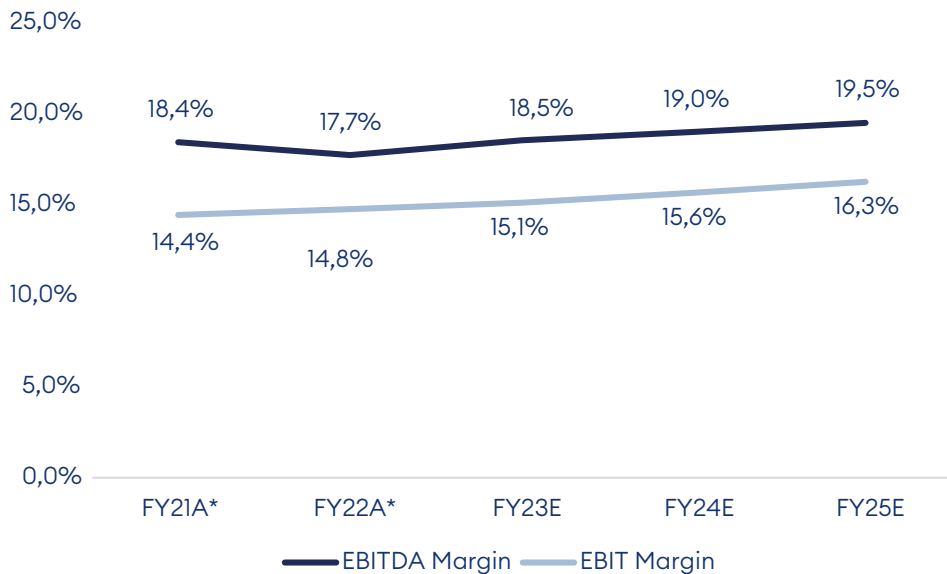
A livello patrimoniale, invece, modifichiamo le nostre precedenti stime di NFP, anche in ragione della nuova raccolta: ci aspettiamo che il dato possa raggiungere nel 2025 un valore cash positive pari a € 48,72 mln.

CHART 2 – VOP AND EBITDA FY21A-25E



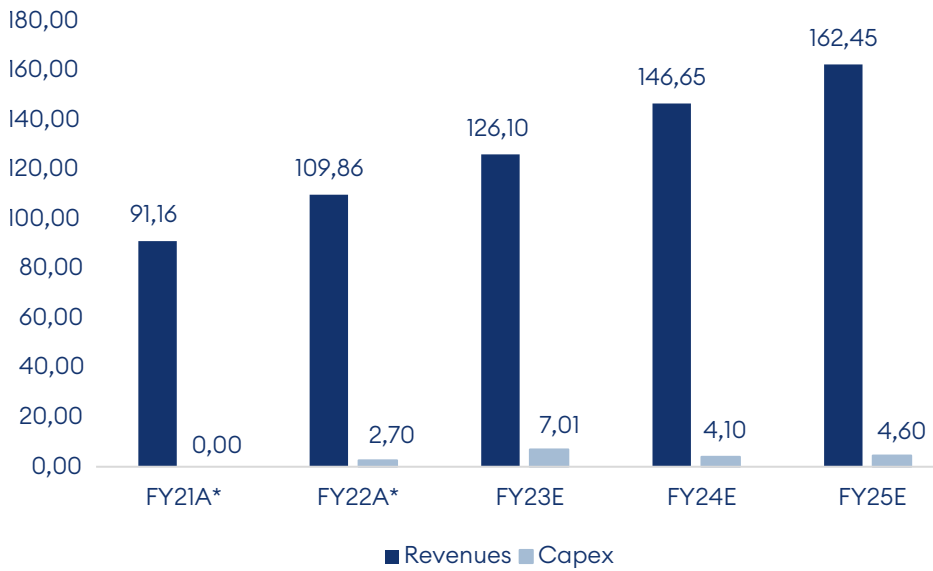
Source: Integrae SIM *Pro-forma

CHART 3 – MARGIN FY21A-25E



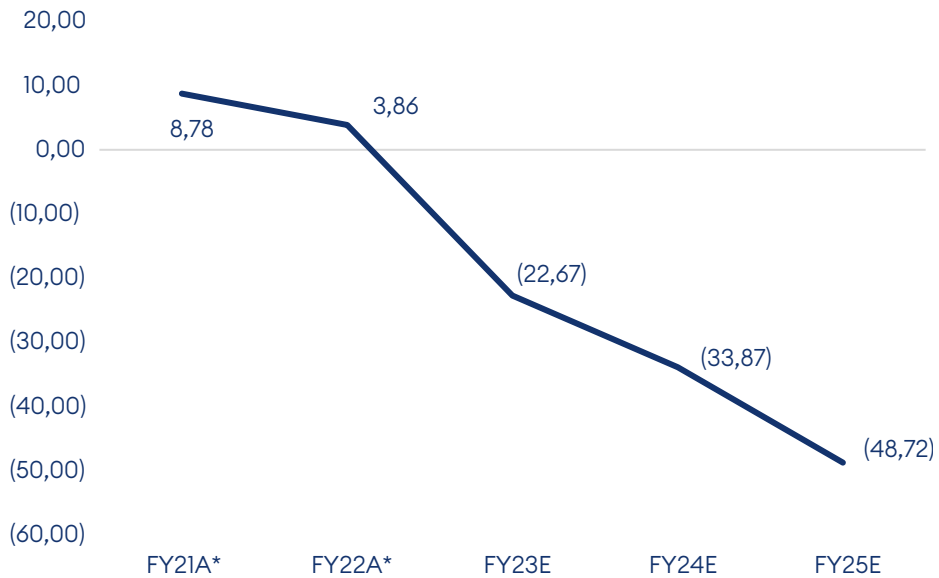
Source: Integrae SIM *Pro-forma

CHART 4 - CAPEX FY21A-25E



Source: Integrae SIM *Pro-forma

CHART 5 - NFP FY21A-25E



Source: Integrae SIM *Pro-forma

Valuation

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

DCF Method

TABLE 4 – WACC

| WACC | | | | 8,8% |
|---------------|------------------------|--------------------------|----------------------------------|------|
| D/E 42,9% | Risk Free Rate 3,5% | β Adjusted 0,7 | α (specific risk) 1,5% | |
| K_d 2,0% | Market Premium 9,7% | β Relevered 0,9 | K_e 12,0% | |

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 1,5%. Ne risulta quindi un WACC di 8,8%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

| DCF | | % of EV |
|-------------------------|--------------|-------------|
| FCFO actualized | 69,8 | 24,0% |
| TV actualized DCF | 224,6 | 76,0% |
| Enterprise Value | 294,4 | 100% |
| NFP | 3,9 | |
| Equity Value | 290,6 | |

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 290,6 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

| €/mln | | WACC | | | | | | |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 7,3% | 7,8% | 8,3% | 8,8% | 9,3% | 9,8% | 10,3% |
| Growth Rate (g) | 2,5% | 460,4 | 414,0 | 375,9 | 344,1 | 317,1 | 294,0 | 274,0 |
| | 2,0% | 423,2 | 384,0 | 351,3 | 323,6 | 299,9 | 279,4 | 261,5 |
| | 1,5% | 392,4 | 358,8 | 330,3 | 306,0 | 284,9 | 266,5 | 250,4 |
| | 1,0% | 366,5 | 337,2 | 312,2 | 290,6 | 271,7 | 255,1 | 240,5 |
| | 0,5% | 344,4 | 318,7 | 296,4 | 277,0 | 260,0 | 245,0 | 231,6 |
| | 0,0% | 325,3 | 302,5 | 282,5 | 265,1 | 249,6 | 235,8 | 223,5 |
| | -0,5% | 308,7 | 288,2 | 270,2 | 254,3 | 240,2 | 227,6 | 216,2 |

Source: Integrae SIM

Market multiples

Il nostro *panel* è formato da società operanti nello stesso settore di Reway Group, ma molte hanno capitalizzazione maggiore. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il *DCF method*. Il panel è composto da:

TABLE 7 – MARKET MULTIPLES

| Reway Group | EV/EBITDA | | | EV/EBIT | | |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|
| | FY23E | FY24E | FY25E | FY23E | FY24E | FY25E |
| Bilfinger SE | 4,3x | 3,9x | 3,1x | 7,1x | 6,3x | 4,8x |
| A.B.P. Nocivelli SpA | 3,3x | N/A | N/A | 3,7x | N/A | N/A |
| AF Gruppen ASA | 8,5x | 8,2x | 8,2x | 11,4x | 11,0x | 11,0x |
| Peab AB | 8,1x | 7,8x | 7,2x | 12,9x | 12,6x | 12,3x |
| CONSTRUCTION PARTNERS INC | 11,3x | 9,9x | N/A | 26,7x | 22,3x | N/A |
| Salcef Group SpA | 7,0x | 6,1x | 5,4x | 9,7x | 8,4x | 7,3x |
| Peer median | 7,6x | 7,8x | 6,3x | 10,5x | 11,0x | 9,2x |

Source: *Infincials*

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

| €/mln | FY23E | FY24E | FY25E |
|---|--------------|--------------|--------------|
| Enterprise Value (EV) | | | |
| EV/EBITDA | 177,4 | 219,2 | 200,5 |
| EV/EBIT | 200,7 | 251,5 | 241,8 |
| Equity Value | | | |
| EV/EBITDA | 200,1 | 253,1 | 249,2 |
| EV/EBIT | 245,0 | 285,4 | 290,5 |
| Equity Value post 25,0% discount | | | |
| EV/EBITDA | 150,1 | 189,8 | 186,9 |
| EV/EBIT | 183,8 | 214,0 | 217,9 |
| Average | 166,9 | 201,9 | 202,4 |

Source: *Integrae SIM*

L'*equity value* di Reway Group, utilizzando i market multiple EV/EBITDA e EV/EBIT, risulta essere pari a circa € 253,9 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25,0%. Pertanto, ne risulta un **equity value di € 190,4 mln**.

Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

| | |
|--------------------------------|-------------|
| Average Equity Value (€/mln) | 240,5 |
| Equity Value DCF (€/mln) | 290,6 |
| Equity Value multiples (€/mln) | 190,4 |
| Target Price (€) | 6,25 |

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 240,5 mln. **Il target price è quindi di € 6,25. Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

| Multiples | FY22A | FY23E | FY24E | FY25E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EV/EBITDA | 12,5x | 10,4x | 8,7x | 7,7x |
| EV/EBIT | 15,1x | 12,8x | 10,6x | 9,3x |

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

| Main Ratios | FY22A | FY23E | FY24E | FY25E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| EV/EBITDA | 7,2x | 6,0x | 5,0x | 4,4x |
| EV/EBIT | 8,7x | 7,4x | 6,1x | 5,3x |

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Mattia Petracca is Integrae SIM's current Head of Research. Giuseppe Rivello, Alessandro Colombo, Edoardo Luigi Pezzella and Alessandro Elia Stringa are the current financial analysts.

Disclaimer

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

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

INTEGRAE SIM SpA is distributing this report in Italian and in English, starting from the date indicated on the document, to approximately 300 qualified institutional investors by post and/or via electronic media, and to non-qualified investors through the Borsa Italiana website and through the leading press agencies.

Unless otherwise indicated, the prices of the financial instruments shown in this report are the prices referring to the day prior to publication of the report. INTEGRAE SIM SpA will continue to cover this share on a continuing basis, according to a schedule which depends on the circumstances considered important (corporate events, changes in recommendations, etc.), or useful to its role as specialist.

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

| Date | Price | Recommendation | Target Price | Risk | Comment |
|------------|-------|----------------|--------------|--------|------------------------|
| 14/03/2023 | 3,67 | Buy | 6,25 | Medium | Initiation of Coverage |

The list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integrae SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integrae SIM website.

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

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility

or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 20307/2018, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

Rating system (long term horizon: 12 months)

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the 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 \geq 7.5% | ETR \geq 10% | ETR \geq 15% |
| HOLD | -5% < ETR < 7.5% | -5% < ETR < 10% | 0% < ETR < 15% |
| SELL | ETR \leq -5% | ETR \leq -5% | ETR \leq 0% |
| U.R. | Rating e/o target price Under Review | | |
| N.R. | Stock Not Rated | | |

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that 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:

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