Data produzione: 01 Ottobre 2021 - h. 18,30 Data pubblicazione: 04 Ottobre 2021 - h. 7,00

Reti | *Italy* | *FTSE AIM Italia* | *IT*

Rating: BUY | **Target Price: € 3,75** (Prev €1,95) | **Update** | **Risk: Medium**

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-2,76%	61,44%	126,6%	222,5%
to FTSE AIM Italia	0,95%	53,15%	101,2%	159,0%
to FTSE STAR Italia	2,57%	55,86%	106,9%	172,4%
to FTSE All-Share	-0,44%	59,96%	122,0%	187,8%
to EUROSTOXX	1,79%	62,51%	124,3%	196,1%
to MSCI World Index	1,85%	62,15%	120,7%	196,1%

Stock Data	
Price	€ 2,51
Target price	€ 3,75
Upside/(Downside) potential	49,4%
Bloomberg Code	RETI IM Equity
Market Cap (€m)	€ 31,37
EV (€m) (NFP - Operating)	€ 32,78
Free Float	19,99%
Share Outstanding	12.499.000
52-week high	2,92 €
52-week low	0,61 €
Average daily volumes (3m)	12.800

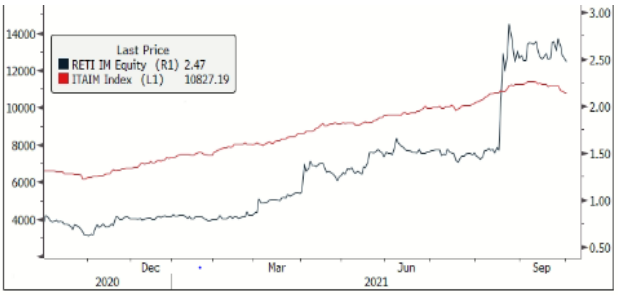
Key Financials (*€m*)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Revenues	21,8	24,7	27,2	30,0
VoP	22,0	24,9	27,5	30,3
EBITDA	2,5	2,9	3,4	4,1
EBIT	1,4	1,6	2,2	3,0
Net Profit	0,9	1,1	1,5	2,1
EBITDA margin	11,4%	11,4%	12,4%	13,6%
EBIT margin	6,2%	6,4%	8,0%	9,8%
Net Profit margin	4,1%	4,2%	5,5%	6,8%

Main Ratios	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
EV/EBITDA (x)	13,0	11,5	9,6	8,0
EV/EBIT (x)	23,9	20,5	14,9	11,1
P/E (x)	34,7	29,9	20,9	15,3

Mattia Petracca

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



FY20A Results

I risultati dell'1H21A hanno visto un incremento del livello dei volumi delle vendite rispetto all'1H20A. I ricavi, pari a € 12,40 mln, sono in crescita del 17,0% rispetto al periodo precedente chiuso con un ammontare di € 10,60 mln. L'EBITDA è pari a € 1,45 mln e cresce del 23,4% rispetto al valore del 1H20A che si attestava a € 1,17 mln, confermando una buona marginalità rispetto al VoP. La NFP milgiora da € 11,87 mln a € 10,67 mln, anche grazie alla raccolta da IPO. Si ricorda che la NFP della Società è divisibile in NFP operating (pari a € 1,89 mln) e NFP non operating (pari a € 8,78 mln).

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H21A, confermiamo in larga misura le nostre stime aggiornando solo alcune voci relative al piano di investimenti infrastrutturali messo in atto dalla Società. In particolare, stimiamo valore della produzione FY21E pari a € 24,90 mln ed un EBITDA pari a € 2,85 mln, con una marginalità del 11,4%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione in aumento fino a € 30,25 mln (CAGR FY20A-FY23E: 11,18%) nel FY23E, con EBITDA pari a € 4,10 mln (EBITDA margin del 13,6%), in crescita rispetto a € 2,52 mln del FY20A (EBITDA margin del 11,4%).

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Reti sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Il DCF method (che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali anche un rischio specifico pari al 2,5%) restituisce un equity value pari a € 66,1 mln. L'equity value di Reti utilizzando i market multiples risulta essere pari €27,6 mln (includendo un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 46,9 mln. Il target price è di € 3,75, rating BUY e rischio MEDIUM.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Revenues	21,01	21,83	24,70	27,20	30,00
Other Revenues	0,15	0,17	0,20	0,25	0,25
Value of Production	**21,17**	**22,00**	**24,90**	**27,45**	**30,25**
COGS	0,63	0,92	0,95	0,95	1,00
Services	3,57	3,45	4,00	4,30	4,70
Use of assets owned by others	0,24	0,28	0,35	0,40	0,45
Employees	14,56	14,85	16,75	18,40	20,00
EBITDA	**2,17**	**2,52**	**2,85**	**3,40**	**4,10**
EBITDA Margin	*10,3%*	*11,4%*	*11,4%*	*12,4%*	*13,6%*
D&A	1,00	1,15	1,25	1,20	1,15
EBIT	**1,17**	**1,37**	**1,60**	**2,20**	**2,95**
EBIT Margin	*5,5%*	*6,2%*	*6,4%*	*8,0%*	*9,8%*
Financial Management	(0,21)	(0,16)	(0,15)	(0,10)	(0,10)
Other Income and Expenses	(0,03)	0,04	(0,05)	(0,05)	(0,05)
EBT	**0,93**	**1,25**	**1,40**	**2,05**	**2,80**
Taxes	0,36	0,35	0,35	0,55	0,75
Net Income	**0,57**	**0,90**	**1,05**	**1,50**	**2,05**

BALANCE SHEET (€/mln)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Fixed Assets	**20,40**	**21,32**	**21,00**	**20,70**	**20,50**
Account receivable	6,70	8,63	7,90	8,70	9,50
Inventories	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Account payable	1,23	1,58	1,80	1,90	2,00
Operating Working Capital	**5,46**	**7,05**	**6,10**	**6,80**	**7,50**
Other receivable	0,35	0,43	0,20	0,20	0,20
Other payable	5,20	6,37	5,45	5,80	6,00
Net Working Capital	**0,61**	**1,11**	**0,85**	**1,20**	**1,70**
Severance Indemnities & Other Provisions	3,04	3,27	4,05	4,60	5,25
NET INVESTED CAPITAL	**17,98**	**19,15**	**17,80**	**17,30**	**16,95**
Share Capital	2,00	2,50	2,50	2,50	2,50
Reserves	1,85	3,88	4,28	4,75	5,42
Net Income	0,57	0,90	1,05	1,50	2,05
Equity	**4,43**	**7,28**	**7,83**	**8,75**	**9,97**
Cash and Cash Equivalent	1,54	2,59	1,15	1,06	1,18
Operating Debt	4,75	3,99	5,00	6,50	7,00
NFP - Operating	**3,21**	**1,40**	**3,85**	**5,44**	**5,82**
NFP - Non Operating	10,35	10,47	6,13	3,12	1,16
Net Financial Position	**13,56**	**11,87**	**9,98**	**8,56**	**6,98**
SOURCES	**17,98**	**19,15**	**17,80**	**17,30**	**16,95**

CASH FLOW (€/mln)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
EBIT	1,37	1,60	2,20	2,95
Taxes	0,35	0,35	0,55	0,75
NOPAT	**1,02**	**1,25**	**1,65**	**2,20**
D&A	1,15	1,25	1,20	1,15
Change in receivable	(1,93)	0,73	(0,80)	(0,80)
Change in inventories	0,00	0,00	0,00	0,00
Change in payable	0,35	0,22	0,10	0,10
Change in others	1,09	-0,69	0,35	0,20
Change in NWC	*-0,50*	*0,26*	*-0,35*	*-0,50*
Change in provisions	0,24	0,78	0,55	0,65
OPERATING CASH FLOW	**1,91**	**3,53**	**3,05**	**3,50**
Capex	(2,1)	(0,9)	(0,9)	(1,0)
FREE CASH FLOW	**(0,15)**	**2,60**	**2,15**	**2,55**
Financial Management and Other	(0,12)	(0,20)	(0,15)	(0,15)
Change in Debt	(0,63)	(3,33)	(1,51)	(1,46)
Change in Equity	1,95	(0,50)	(0,58)	(0,83)
FREE CASH FLOW TO EQUITY	**1,05**	**(1,44)**	**(0,09)**	**0,12**

Source: Reti and Integrae SIM estimates

1.1 1H21A Results

Table 2 – 1H21A vs 1H20A

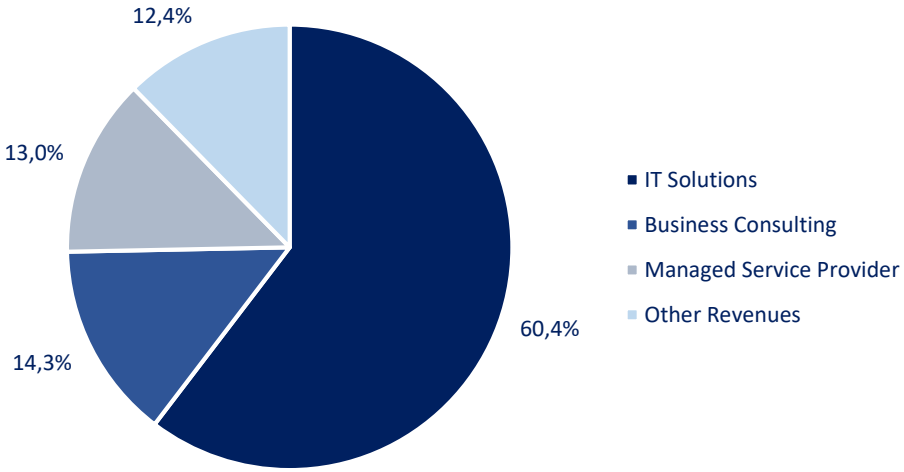
€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP- Operating
1H21A	**12,40**	**1,45**	**11,7%**	**0,82**	**0,48**	**1,89**
1H20A	10,60	1,17	11,1%	0,64	0,38	1,40*
Change	*17,0%*	*23,4%*	*0,6%*	*28,3%*	*27,3%*	*N.A*

Source: Integrae SIM
*NFP al 31/12/2020

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati annuali, dichiara che: *"Il primo semestre 2021, nonostante il prosieguo del clima di incertezza economico-finanziaria, ha confermato il trend positivo intrapreso nel 2020. Il 2021 per noi è un anno di conferme ed evoluzioni che stanno valorizzando il piano strategico di sviluppo aziendale. L'attenzione alle nostre linee di business, che da sempre ci caratterizza, ci ha consentito di ottenere a maggio 2021, nell'ambito del Managed Service Provider, la linea dedicata al servizio di gestione e assistenza su infrastrutture e applicazioni, la Certificazione ISO/IEC 27001:2013 rilasciata da IMQ. A conferma dell'impegno di Reti volto a generare un cambiamento positivo dell'economia e della società, promuovendo il passaggio da un modello socioeconomico estrattivo ad uno rigenerativo, a febbraio 2021 abbiamo ottenuto la certificazione B Corp e Reti è stata riconosciuta tra le Best For The World 2021, ovvero una delle migliori B Corp al mondo per le attività condotte in ambito governance. È stato possibile raggiungere questi risultati e obiettivi grazie alla fiducia e all'impegno dei nostri stakeholder: le relazioni consolidate con i clienti e i partner ci permettono di creare prodotti e servizi all'avanguardia, la fiducia dimostrata dagli investitori è un prezioso contributo alla crescita e alla trasformazione del nostro progetto imprenditoriale, la professionalità e la passione dei nostri NET worker fanno la differenza nella ricerca e nell'innovazione nel mondo dell'IT Consulting.."*

I risultati del primo semestre del 2021 hanno visto un generale incremento del livello dei volumi delle vendite rispetto all'1H20A. Il valore della produzione, pari a € 12,40 mln, è in crescita del 17,0% rispetto al periodo precedente chiuso con un ammontare di € 10,60 mln, aumento imputabile al consolidamento delle attività presso i clienti storici e l'ampliamento del portafoglio clienti.

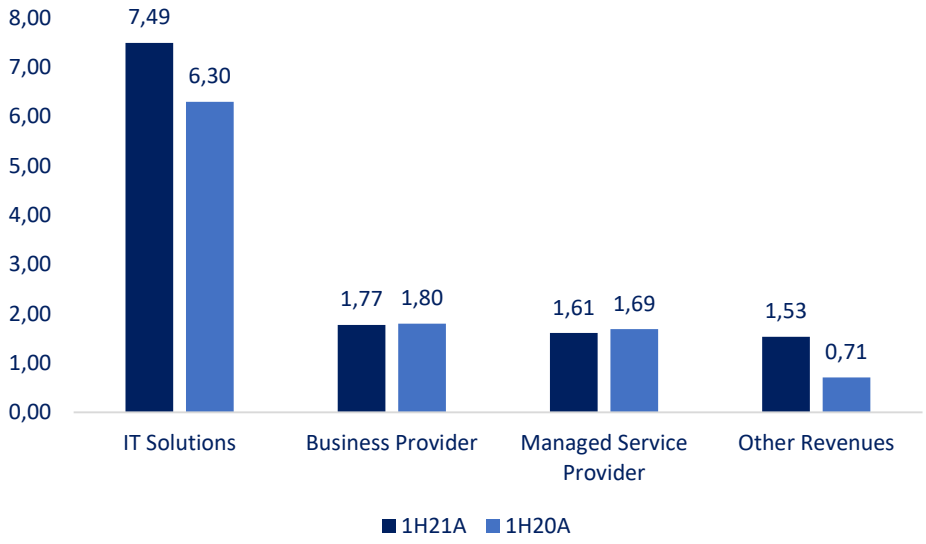
Chart 1 – Revenues Breakdown by BU



Source: Reti

I risultati sono frutto di un'intensa attività in tutte le aree di *business*, ma come visibile nel grafico sono trainati soprattutto dalla linea IT Solutions, che si conferma la principale linea di Reti S.p.A. con un'incidenza del 60,4% sul fatturato e una crescita del 18,9% rispetto al primo semestre dello scorso esercizio. Seguono il segmento *Business Consulting* con il 14,3% e il segmento *Managed Service Provider* con il 13,0%. La restante parte dei ricavi, il 12,4%, è stata realizzata tramite l'area accessoria.

Chart 2 – Revenues Breakdown by BU 1H21A vs 1H20A



Source: Reti

L'EBITDA pari a € 1,45 mln è in crescita del 23,4% rispetto al valore del 1H20A che si attestava a € 1,17 mln, confermando una buona marginalità rispetto al valore della produzione.

L'EBITDA *margin* cresce infatti di 0,6 punti percentuali, passando dall'11,1% del 1H20A all'11,7% dell'1H21A grazie all'ottimizzazione della gestione dei progetti e nonostante i costi del personale in aumento, dovuti a un nuovo piano di assunzioni.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni di € 0,62 mln, è pari a € 0,82 mln, rispetto ai € 0,64 mln del primo semestre dell'esercizio precedente (+28,3%), corrispondente ad un EBIT *margin* del 6,6% contro il 6,1% del 1H20A.

Il Net Income passa da € 0,38 mln del 1H20A a € 0,48 mln dell'1H21A (+27,3%).

La NFP vede un miglioramento complessivo di € 1,20 mln (da € 11,87 mln all'1H20A a € 10,67 mln dell'1H21A) principalmente grazie ad una miglior gestione dei flussi di cassa da gestione. Nel dettaglio, la NFP *non operating*, relativa al Reti Campus, è pari a € 8,78 mln, in diminuzione di € 1,69 mln in seguito alla ripresa del rimborso delle quote mutui e finanziamenti, mentre la NFP *operating*, pari a € 1,89 mln, aumenta lievemente per un incremento di anticipi su fatture.

1.2 FY21E – FY23E Estimates

Table 3 – Estimates Updates FY21E-23E

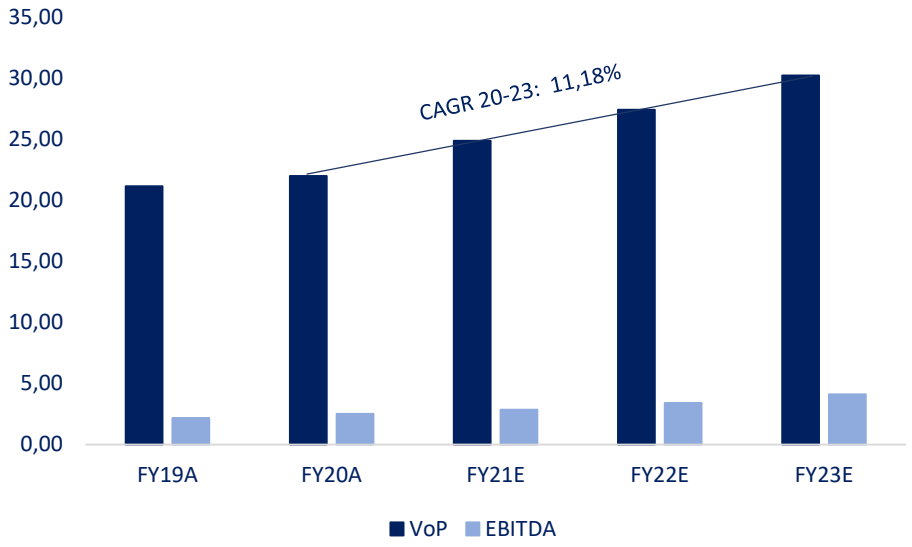
€/mln	FY21E	FY22E	FY23E
VoP			
New	**24,9**	**27,5**	**30,3**
Old	24,9	27,5	30,3
Change	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
EBITDA			
New	**2,9**	**3,4**	**4,1**
Old	2,9	3,4	4,1
Change	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
EBITDA %			
New	**11,4%**	**12,4%**	**13,6%**
Old	11,4%	12,4%	13,6%
Change	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
EBIT			
New	**1,6**	**2,2**	**3,0**
Old	1,6	2,2	3,0
Change	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Net Income			
New	**1,1**	**1,5**	**2,1**
Old	1,1	1,5	2,1
Change	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
NFP - Operating			
New	**3,5**	**5,1**	**5,5**
Old	3,5	5,1	5,5
Change	*N.A.*	*N.A.*	*N.A.*

Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H21A, confermiamo in larga misura le nostre stime aggiornando solo alcune voci relative al piano di investimenti infrastrutturali messo in atto dalla Società.

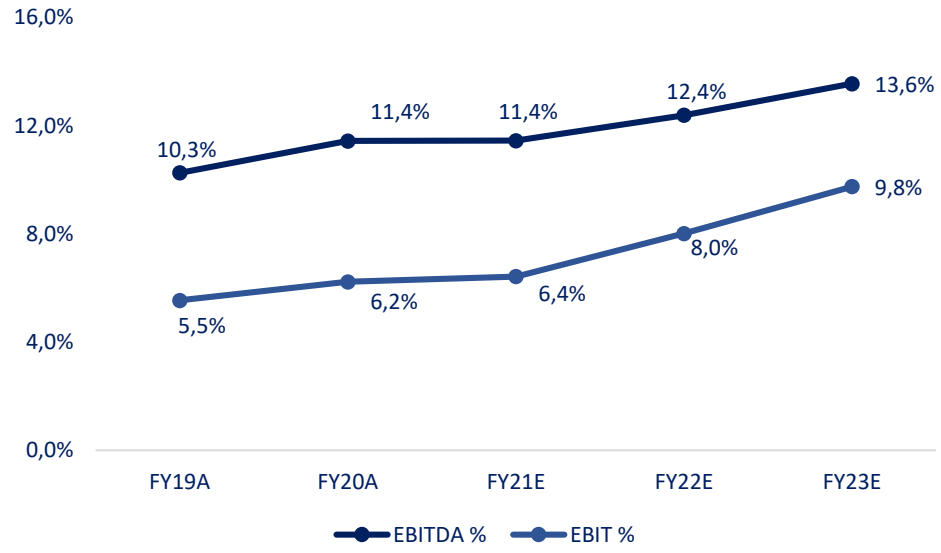
In particolare, stimiamo valore della produzione FY21E pari a € 24,90 mln ed un EBITDA pari a € 2,85 mln, corrispondente ad una marginalità del 11,4%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 30,25 mln (CAGR FY20A-FY23E: 11,18%) nel FY23E, con EBITDA pari a € 4,10 mln (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 13,6%), in crescita rispetto a € 2,52 mln del FY20A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 11,4%).

Chart 3 – Value of Production and EBITDA FY19A-FY23E



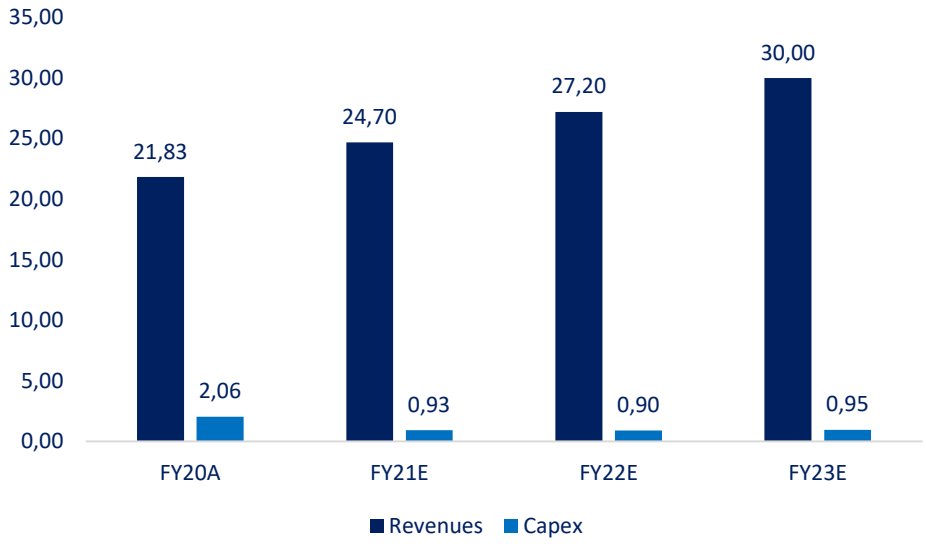
Source: Integrae SIM

Chart 4 – Margin FY19A-FY23E



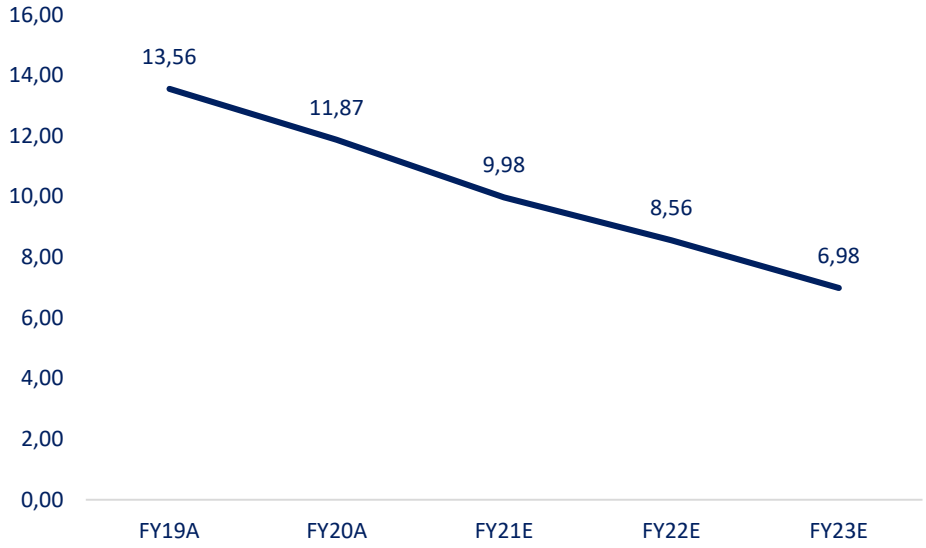
Source: Integrae SIM

Chart 5 – Capex FY20A-FY23E



Source: Integrae SIM

Chart 6 – NFP FY19A-FY23E



Source: Integrae SIM

2. Valuation

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

2.1 DCF Method

Table 4 – WACC

WACC			4,69%
Risk Free Rate	-0,19%	α (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,85%	Beta Adjusted	0,67
D/E (average)	66,67%	Beta Relevered	0,98
Ke	6,86%	Kd	2,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 4,69%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		66,1
FCFO actualized	6,7	10%
TV actualized DCF	60,8	90%
Enterprise Value	**67,5**	100%
NFP - Operating (FY20A)	1,4	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un ***equity value* di € 66,1 mln**.

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		3,2%	3,7%	4,2%	4,7%	5,2%	5,7%	6,2%
	2,5%	339,1	197,3	139,3	107,6	87,7	74,1	64,1
	2,0%	199,4	140,7	108,7	88,6	74,8	64,8	57,1
Growth	1,5%	142,2	109,9	89,5	75,6	65,4	57,7	51,6
Rate (g)	1,0%	111,0	90,5	76,4	66,1	58,2	52,1	47,1
	0,5%	91,4	77,1	66,8	58,8	52,6	47,6	43,4
	0,0%	77,9	67,4	59,4	53,1	48,0	43,9	40,3
	-0,5%	68,1	60,0	53,7	48,5	44,3	40,7	37,7

Source: Integrae SIM

2.2 Market multiples

Il nostro *panel* è formato da società operanti nello stesso settore di Reti. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il *DCF method* Il *panel* è composto da:

Table 7 – Market Multiples

Company Name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)			P/E (x)		
	FY21E	FY22E	FY23E	FY21E	FY22E	FY23E	FY21E	FY22E	FY23E
Alten SA	12,8	11,9	11,0	16,3	14,8	13,5	23,6	20,8	19,4
Se.Sa S.p.A.	13,8	12,0	11,0	19,0	16,3	14,8	30,7	25,8	21,4
Accenture PLC	21,1	20,0	17,0	26,3	23,0	21,1	36,8	32,7	28,8
Bouvet ASA	14,5	13,4	12,3	17,6	16,3	14,8	24,9	23,2	20,4
Reply S.p.A.	23,5	21,3	19,3	29,4	26,2	23,4	41,6	37,4	33,5
Websolute S.p.A.	11,7	8,3	6,3	25,0	13,9	9,2	38,6	24,5	15,0
Peer median	**14,2**	**12,7**	**11,7**	**22,0**	**16,3**	**14,8**	**33,7**	**25,1**	**20,9**

Source: Infinancials

Table 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	FY21E	FY22E	FY23E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	40,4	43,1	47,8
EV/EBIT	35,2	35,8	43,6
P/E	35,4	37,7	43,0
Equity Value			
EV/EBITDA	36,5	37,7	42,0
EV/EBIT	31,3	30,4	37,8
P/E	35,4	37,7	43,0
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	27,4	28,3	31,5
EV/EBIT	23,5	22,8	28,3
P/E	26,6	28,3	32,2
Average	**25,8**	**26,4**	**30,7**

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di Reti, utilizzando la media ponderata dei *market multiple* EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E risulta essere pari a € 36,9 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%; **pertanto, ne risulta un *equity value* di € 27,6 mln.**

2.3 Equity Value

Table 9 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	**46,9**
Equity Value DCF (€/mln)	66,1
Equity Value multiples (€/mln)	27,6
Target Price (€)	**3,75**

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a € 46,9 mln. **Il *target price* è quindi di € 3,75 (prev. €2,55). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
EV/EBITDA	19,2x	16,9x	14,2x	11,8x
EV/EBIT	35,2x	30,2x	21,9x	16,4x

Source: Integrae SIM

Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
EV/EBITDA	13,0x	11,5x	9,6x	8,0x
EV/EBIT	23,9x	20,5x	14,9x	11,1x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958 and Consob Regulation n. 20307/2018

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. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integrae SIM's current Head of Research, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalists guilt. Mattia Petracca is 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
30/09/2021	0,88	Buy	1,95	Medium	Initiation of coverage
03/03/2021	0,87	Buy	2,55	Medium	Update

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 >= 7.5%	ETR >= 10%	ETR >= 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR <= -5%	ETR <= -5%	ETR <= 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that 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 directly, 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 Reti SpA;
- Integrae SIM S.p.A. It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Reti SpA;

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 SIM.