Data produzione: 04 Marzo 2022 - h. 18,30

Data pubblicazione: 07 Marzo 2022 - h. 7,00

Reti | *Italy* | *Euronext Growth Milan* | *IT*

Rating: BUY | **Target Price: € 4,00** (Prev €3,75) | **Update** | **Risk: Medium**

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-19,91%	-22,27%	-30,2%	90,3%
to FTSE Italia Growth	-9,18%	-8,76%	-14,9%	69,6%
to Euronext STAR Milan	-9,26%	-4,73%	-9,6%	79,4%
to FTSE All-Share	-4,57%	-6,80%	-15,0%	92,6%
to EUROSTOXX	-6,93%	-8,22%	-13,9%	94,3%
to MSCI World Index	-16,03%	-16,66%	-23,0%	81,6%

Stock Data	
Price	€ 1,85
Target price	€ 4,00
Upside/(Downside) potential	116,1%
Bloomberg Code	RETI IM Equity
Market Cap (€m)	€ 23,12
EV (€m) (NFP - Operating)	€ 24,04
Free Float	19,99%
Share Outstanding	12.499.000
52-week high	2,92 €
52-week low	0,95 €
Average daily volumes (3m)	10.650

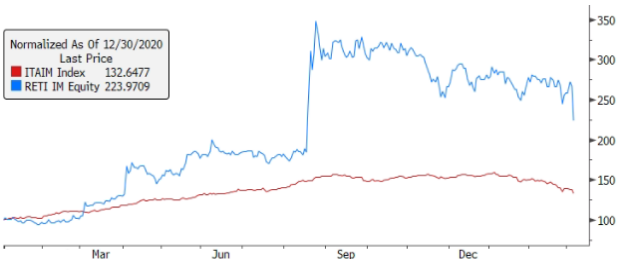
Key Financials (€m)	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Revenues	24,9	27,2	30,0	33,0
VoP	24,9	27,5	30,3	33,3
EBITDA	2,9	3,4	4,1	4,7
EBIT	1,7	2,2	3,0	3,5
Net Profit	1,1	1,5	2,1	2,4
EBITDA margin	11,5%	12,4%	13,6%	14,1%
EBIT margin	6,8%	8,0%	9,8%	10,5%
Net Profit margin	4,4%	5,5%	6,8%	7,4%

Main Ratios	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA (x)	8,4	7,1	5,9	5,1
EV/EBIT (x)	14,3	10,9	8,1	6,9
P/E (x)	21,4	15,4	11,3	9,4

Mattia Petracca

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



FY21A Results

Il VoP si attesta a € 24,86 mln, rispetto a un valore pari a € 22,00 mln registrato a fine 2020 e a € 24,90 mln stimati nel nostro precedente report. La crescita è stata possibile grazie al consolidamento delle attività presso i clienti storici e all'ampliamento del portafoglio clienti a livello nazionale e internazionale. L'EBITDA, pari a € 2,86 mln, registra un significativo aumento pari al 13,5% rispetto ai € 2,52 mln dell'esercizio precedente e risulta in linea con le nostre precedenti stime pari a € 2,85 mln. L'EBIT è pari a € 1,68 mln (€ 1,37 mln nel 2020) dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 1,17 mln, superando le nostre precedenti stime, pari a € 1,60 mln. La NFP mostra un significativo miglioramento da € 11,87 mln a € 7,85 mln.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il 2021A, confermiamo quasi integralmente le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, confermiamo valore della produzione 2022E pari a € 27,45 mln ed un EBITDA pari a € 3,40 mln, corrispondente ad una marginalità del 12,4%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 33,25 mln (CAGR 21A-24E: 10,18%) nel 2024E, con EBITDA pari a € 4,70 mln (corrispondente ad una marginalità del 14,1%), in crescita rispetto a € 2,86 mln del 2021A (corrispondente ad un EBITDA margin dell' 11,5%). Stimiamo inoltre per il 2024E una NFP - Operating pari a € 1,20 mln e una NFP totale pari a € 2,00 mln.

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 €68,5 mln. L'equity value di Reti utilizzando i market multiples risulta essere pari €31,4 mln (includendo un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 50,0 mln. Il target price è di € 4,00, rating BUY e rischio MEDIUM.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY19A	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Revenues	21,01	21,83	24,86	27,20	30,00	33,00
Other Revenues	0,15	0,17	0,00	0,25	0,25	0,25
Value of Production	**21,17**	**22,00**	**24,86**	**27,45**	**30,25**	**33,25**
COGS	0,63	0,92	1,07	1,15	1,25	1,35
Services	3,57	3,45	4,19	4,50	4,90	5,30
Use of assets owned by others	0,24	0,28	0,36	0,40	0,45	0,50
Employees	14,56	14,85	16,39	18,00	19,55	21,40
EBITDA	**2,17**	**2,52**	**2,86**	**3,40**	**4,10**	**4,70**
EBITDA Margin	*10,3%*	*11,4%*	*11,5%*	*12,4%*	*13,6%*	*14,1%*
D&A	1,00	1,15	1,17	1,20	1,15	1,20
EBIT	**1,17**	**1,37**	**1,68**	**2,20**	**2,95**	**3,50**
EBIT Margin	*5,5%*	*6,2%*	*6,8%*	*8,0%*	*9,8%*	*10,5%*
Financial Management	(0,21)	(0,16)	(0,18)	(0,10)	(0,10)	(0,10)
Other Income and Expenses	(0,03)	0,04	0,10	(0,05)	(0,05)	(0,05)
EBT	**0,93**	**1,25**	**1,61**	**2,05**	**2,80**	**3,35**
Taxes	0,36	0,35	0,53	0,55	0,75	0,91
Net Income	**0,57**	**0,90**	**1,08**	**1,50**	**2,05**	**2,45**

BALANCE SHEET (€/mln)	FY19A	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Fixed Assets	**20,40**	**21,32**	**21,05**	**20,70**	**20,50**	**20,35**
Account receivable	6,70	8,63	8,37	8,70	9,50	10,50
Inventories	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Account payable	1,23	1,58	1,25	1,90	2,00	2,20
Operating Working Capital	**5,46**	**7,05**	**7,12**	**6,80**	**7,50**	**8,30**
Other receivable	0,35	0,43	0,44	0,20	0,20	0,25
Other payable	5,20	6,37	9,31	8,20	9,00	9,90
Net Working Capital	**0,61**	**1,11**	**(1,76)**	**(1,20)**	**(1,30)**	**(1,35)**
Severance Indemnities & Other Provisions	3,04	3,27	3,58	4,60	5,25	5,70
NET INVESTED CAPITAL	**17,98**	**19,15**	**15,71**	**14,90**	**13,95**	**13,30**
Share Capital	2,00	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Reserves	1,85	3,88	4,28	4,76	5,43	6,35
Net Income	0,57	0,90	1,08	1,50	2,05	2,45
Equity	**4,43**	**7,28**	**7,86**	**8,76**	**9,98**	**11,30**
Cash and Cash Equivalent	1,54	2,59	3,15	2,86	3,33	3,80
Operating Debt	4,75	3,99	4,07	4,00	4,50	5,00
NFP - Operating	**3,21**	**1,40**	**0,92**	**1,14**	**1,17**	**1,20**
NFP - Non Operating	10,35	10,47	6,93	5,00	2,80	0,80
Net Financial Position	**13,56**	**11,87**	**7,85**	**6,14**	**3,97**	**2,00**
SOURCES	**17,98**	**19,15**	**15,71**	**14,90**	**13,95**	**13,30**

CASH FLOW (€/mln)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EBIT	1,37	1,68	2,20	2,95	3,50
Taxes	0,35	0,53	0,55	0,75	0,91
NOPAT	**1,02**	**1,16**	**1,65**	**2,20**	**2,59**
D&A	1,15	1,17	1,20	1,15	1,20
Change in receivable	(1,93)	0,26	(0,33)	(0,80)	(1,00)
Change in inventories	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Change in payable	0,35	-0,33	0,65	0,10	0,20
Change in others	1,09	2,94	-0,87	0,80	0,85
Change in NWC	*-0,50*	*2,87*	*-0,56*	*0,10*	*0,05*
Change in provisions	0,24	0,31	1,02	0,65	0,45
OPERATING CASH FLOW	**1,91**	**5,50**	**3,31**	**4,10**	**4,29**
Capex	(2,1)	(0,9)	(0,9)	(1,0)	(1,1)
FREE CASH FLOW	**(0,15)**	**4,60**	**2,46**	**3,15**	**3,24**
Financial Management and Other	(0,12)	(0,08)	(0,15)	(0,15)	(0,15)
Change in Debt	(0,63)	(3,46)	(2,00)	(1,70)	(1,50)
Change in Equity	1,95	(0,50)	(0,60)	(0,83)	(1,14)
FREE CASH FLOW TO EQUITY	**1,05**	**0,56**	**(0,29)**	**0,48**	**0,46**

Source: Reti and Integrae SIM estimates

1.1 FY21A Results

Table 2 – Actual VS Estimates FY21A

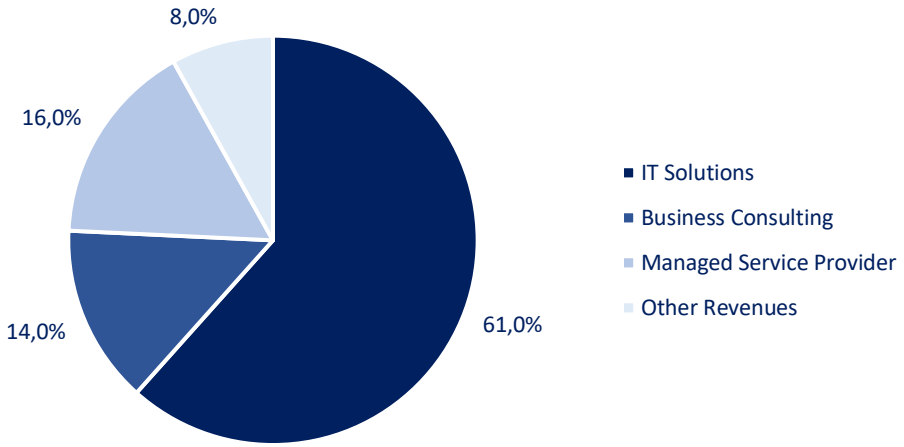
€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP - Operating
FY21A	**24,86**	**2,86**	**11,5%**	**1,68**	**1,08**	**0,92**
FY21E	24,90	2,85	11,4%	1,60	1,05	3,85
Change	*-0,2%*	*0,2%*	*0,0%*	*5,2%*	*3,1%*	*N.A*

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati annuali, dichiara: "*Anche quest'anno siamo estremamente soddisfatti di chiudere un bilancio che mette in luce le ottime performance raggiunte in termini sia di crescita sia di marginalità. In generale, il 2021 si è caratterizzato come l'anno della ripresa economica, e come sempre siamo stati al fianco dei nostri clienti aiutandoli a focalizzare i propri investimenti sulla "nuova normalità" e supportando le realtà aziendali nel processo di trasformazione verso l'hybrid working: la modalità di lavoro che fa evolvere il modo di vivere l'azienda e la concezione dell'home office, preservando la dimensione collettiva e relazionale del lavoro in presenza del singolo e del team. Un approccio che migliora il work-life balance e che abbiamo adottato anche per i nostri professionisti, in linea con la mission di Reti di contribuire ai processi di digitalizzazione ed innovazione in maniera sostenibile. […] A conferma dell'impegno di Reti ad operare con trasparenza, responsabilità, interdipendenza ed inclusione per restituire valore e raggiungere obbiettivi di impatto sociale e ambientale positivi per l'intera comunità, a febbraio 2021 abbiamo ottenuto la certificazione B Corp, come completamento di un percorso di assessment e valutazione che identifica quelle aziende che rispettano i più rigorosi standard di trasparenza e sostenibilità. Ciò rappresenta per Reti S.p.A. un incentivo nel perseguire i propri obiettivi di business in ottica di sostenibilità ambientale e sociale creando valore per tutti gli stakeholder e il territorio.*"

Il valore della produzione si attesta a € 24,86 mln, rispetto a un valore pari a € 22,00 mln registrato a fine 2020 e a € 24,90 mln stimati nel nostro precedente *report*. La crescita rispetto al 2020 è stata possibile soprattutto grazie al consolidamento delle attività presso i clienti storici e all'ampliamento del portafoglio clienti a livello nazionale e internazionale, sviluppato anche attraverso l'acquisizione di commesse con migliori marginalità.

Chart 1 – Revenues Breakdown by Segment

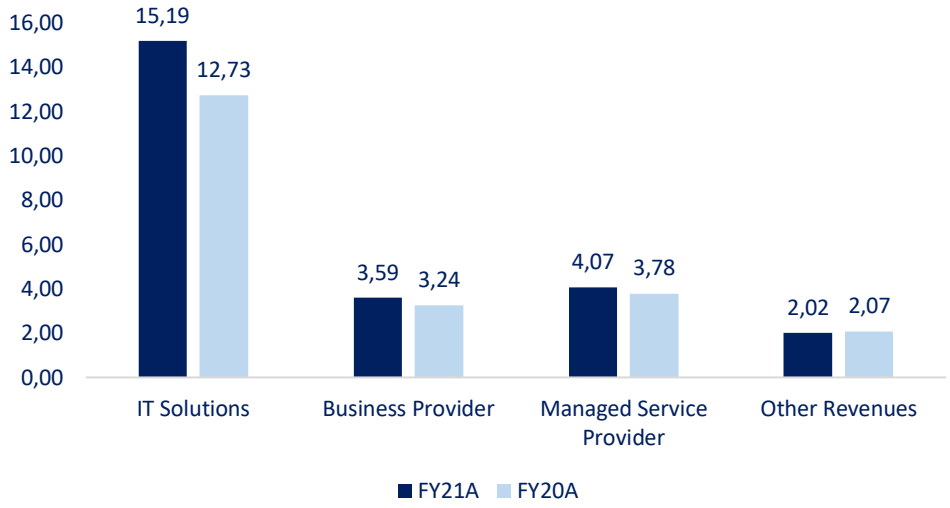


Source: Reti

La crescita dei ricavi è principalmente trainata dalla linea IT Solutions che rappresenta il 61,0% dei ricavi totali, passando da € 12,73 mln nel FY20A a € 15,19 mln nel FY21A (+19%), seguita

dalla linea Managed Service Provider che rappresenta il 16,0% dei ricavi totali (con una crescita pari al 7% rispetto al FY20A). I restanti ricavi sono generati per una quota pari al 14,0% dalla linea Business Consulting e per il restante 8,0% da ricavi accessori.

Chart 2 – Revenues Breakdown by BU FY21A vs FY20A



Source: Reti

L'EBITDA, pari a € 2,86 mln, registra un significativo aumento pari al 13,5% rispetto ai € 2,52 mln dell'esercizio precedente e risulta sostanzialmente in linea rispetto alle nostre precedenti stime pari a € 2,85 mln. Anche l'EBITDA Margin, pari all'11,5%, aumenta lievemente rispetto all'11,4% del 2020 e supera le nostre precedenti stime, pari anch'esse all'11,4%. La crescita dell'EBITDA è legata all'aumento dei ricavi e ad una ottimizzazione della gestione delle attività progettuali. Si segnala, inoltre, un incremento del 10% del costo del personale rispetto al valore del precedente esercizio a fronte di nuove assunzioni effettuate, strategiche per lo sviluppo della Società. Il numero medio di dipendenti al 31 dicembre 2021 è pari a 324, con un incremento di 19 unità rispetto all'esercizio precedente. La forte necessità di personale ha portato la Società a rivolgersi a terze parti per lo svolgimento delle proprie attività. Questo ha portato ad un aumento dell'incidenza della struttura dei costi, senza però influenzare il livello di marginalità.

L'EBIT è pari a € 1,68 mln (€ 1,37 mln nel 2020) dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 1,17 mln. Anche il valore dell'EBIT supera le nostre precedenti stime, pari a € 1,60 mln. Di conseguenza, anche l'EBIT Margin, pari al 6,8%, mostra un incremento rispetto allo scorso anno (6,2%) e alle nostre stime (6,4%),

L'Utile Netto si attesta a € 1,08 mln (€ 0,90 mln nel 2020), mostrando una leggera crescita rispetto a € 1,05 mln delle nostre precedenti stime.

La NFP mostra un significativo miglioramento da € 11,87 mln a € 7,85 mln. La NFP della Società è divisibile in NFP - *Operating* (pari a € 0,92 mln) e NFP - *Non Operating* (pari a € 6,93 mln).

1.2 FY22E – FY24E Estimates

Table 3 – Estimates Updates FY22E-24E

€/mln	FY22E	FY23E	FY24E
VoP			
New	**27,5**	**30,3**	**33,3**
Old	27,5	30,3	0,0
Change	*0,0%*	*0,0%*	*N.A.*
EBITDA			
New	**3,4**	**4,1**	**4,7**
Old	3,4	4,1	0,0
Change	*0,0%*	*0,0%*	*N.A.*
EBITDA %			
New	**12,4%**	**13,6%**	**14,1%**
Old	12,4%	13,6%	0,0%
Change	*0,0%*	*0,0%*	*N.A.*
EBIT			
New	**2,2**	**3,0**	**3,5**
Old	2,2	3,0	0,0
Change	*0,0%*	*0,0%*	*N.A.*
Net Income			
New	**1,5**	**2,1**	**2,4**
Old	1,5	2,1	0,0
Change	*0,0%*	*0,0%*	*N.A.*
NFP - Operating			
New	**1,1**	**1,2**	**1,2**
Old	5,4	5,8	0,0
Change	*N.A.*	*N.A.*	*N.A.*

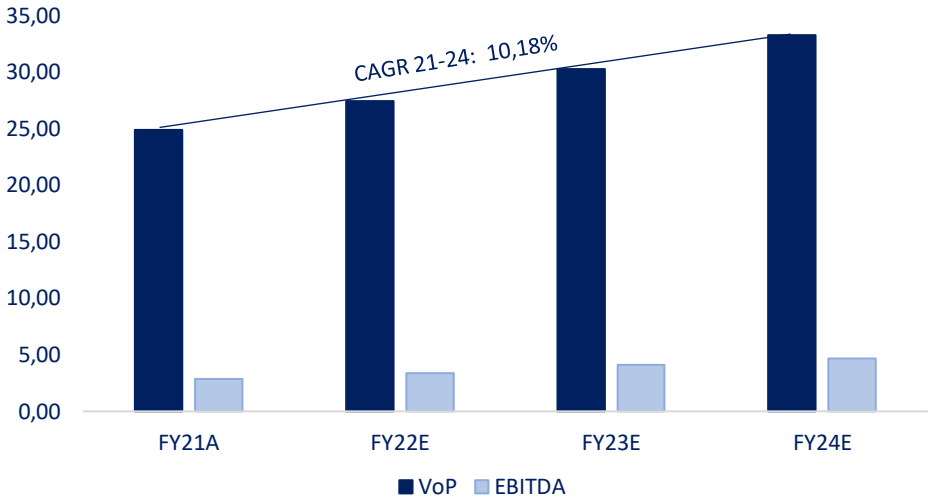
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il 2021A, confermiamo quasi integralmente le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, confermiamo valore della produzione 2022E pari a € 27,45 mln ed un EBITDA pari a € 3,40 mln, corrispondente ad una marginalità del 12,4%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 33,25 mln (CAGR 21A-24E: 10,18%) nel 2024E, con EBITDA pari a € 4,70 mln (corrispondente ad una marginalità del 14,1%), in crescita rispetto a € 2,86 mln del 2021A (corrispondente ad un EBITDA margin dell' 11,5%).

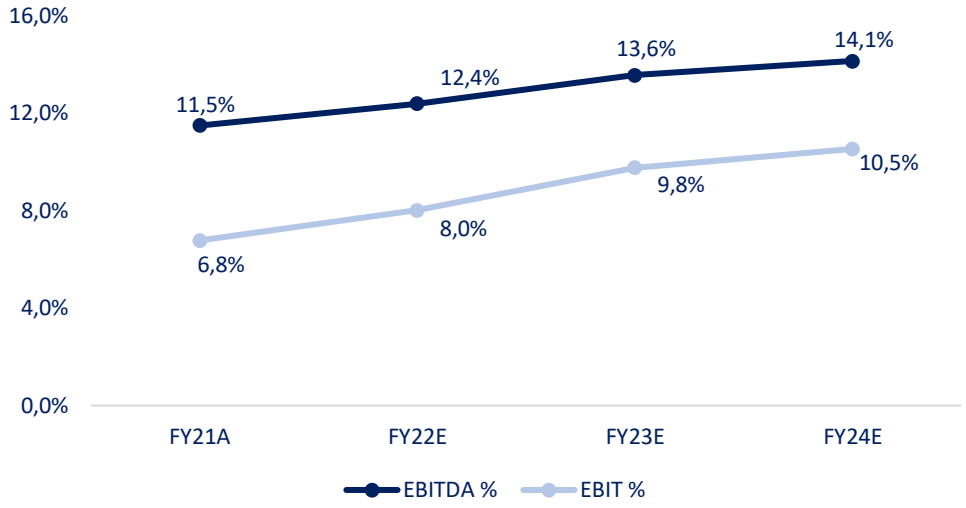
A livello patrimoniale, invece, modifichiamo le nostre precedenti stime di NFP, in ragione dell'accelerazione del rimborso dei debiti finanziari da parte della Società. Di conseguenza, per il 2024E stimiamo una NFP – *Operating* pari a € 1,20 mln e una NFP totale pari a € 2,00 mln.

Chart 3 – VoP and EBITDA FY21A-24E



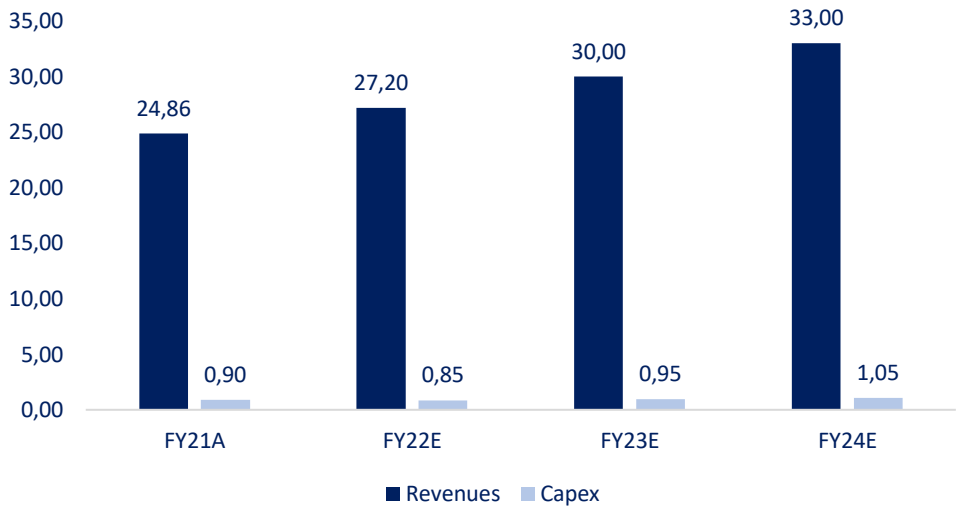
Source: Integrae SIM

Chart 4 – Margin FY21A-24E



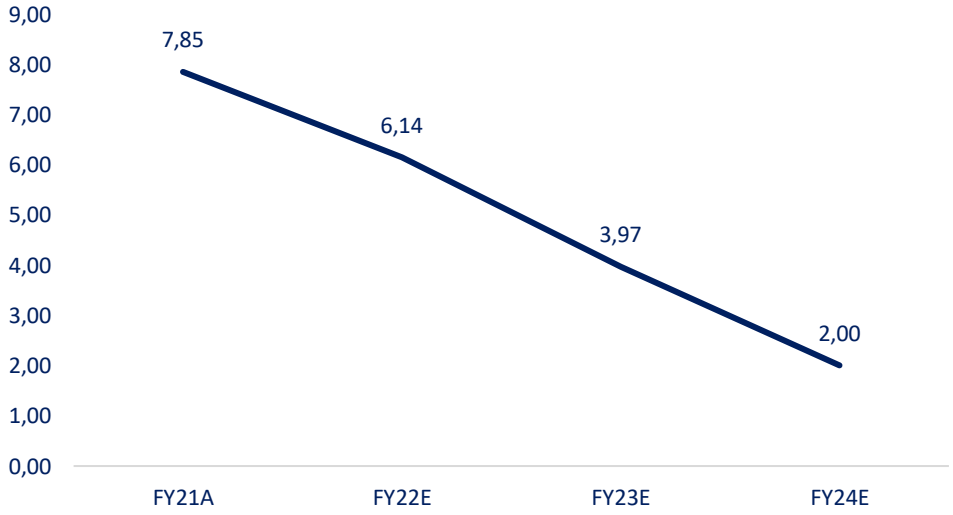
Source: Integrae SIM

Chart 5 – Capex FY21A-24E



Source: Integrae SIM

Chart 6 – NFP FY21A-24E



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			5,09%
Risk Free Rate	0,80%	α (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,42%	Beta Adjusted	0,74
D/E (average)	81,82%	Beta Relevered	1,18
Ke	8,07%	Kd	2,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 5,09%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		68,5
FCFO actualized	7,9	11%
TV actualized DCF	61,5	89%
Enterprise Value	**69,4**	100%
NFP - Operating (FY21A)	0,9	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un ***equity value* di € 68,5 mln**.

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln	WACC						
Growth		3,6%	4,1%	4,6%	5,1%	5,6%	6,1%	6,6%
	2,5%	248,0	169,9	129,2	104,2	87,3	75,2	66,0
	2,0%	172,1	130,9	105,6	88,5	76,1	66,8	59,5
	1,5%	132,6	106,9	89,6	77,1	67,7	60,3	54,3
	1,0%	108,3	90,8	78,1	68,5	61,0	55,0	50,1
	0,5%	92,0	79,1	69,4	61,8	55,7	50,7	46,5
	0,0%	80,1	70,3	62,6	56,4	51,3	47,1	43,5
	-0,5%	71,2	63,4	57,1	52,0	47,7	44,0	40,9

Source: Integrae SIM

2.2 Market multiples

Il nostro *panel* è formato da società operanti nello stesso settore di Reti, 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

Company Name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)			P/E (x)		
	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E
Alten SA	10,5	9,8	9,0	12,8	11,8	10,7	18,3	16,9	14,3
Se.Sa S.p.A.	11,0	9,6	9,5	15,1	12,9	11,0	23,3	20,0	17,9
Accenture PLC	17,5	16,1	14,8	21,5	19,6	17,9	29,5	26,6	24,0
Bouvet ASA	13,5	12,2	11,7	16,3	14,5	13,6	22,2	19,7	18,5
Reply S.p.A.	17,8	16,1	13,9	21,8	19,6	17,3	32,0	28,8	25,5
Websolute S.p.A.	6,7	5,0	N/A	11,1	7,3	N/A	19,2	11,7	N/A
Peer median	**12,3**	**11,0**	**11,7**	**15,7**	**13,7**	**13,6**	**22,7**	**19,8**	**18,5**

Source: Infinancials

Table 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	FY22E	FY23E	FY24E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	41,7	45,1	54,8
EV/EBIT	34,6	40,4	47,5
P/E	34,1	40,7	45,2
Equity Value			
EV/EBITDA	40,6	44,0	53,6
EV/EBIT	33,4	39,2	46,3
P/E	34,1	40,7	45,2
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	30,4	33,0	40,2
EV/EBIT	25,1	29,4	34,7
P/E	25,6	30,6	33,9
Average	**27,0**	**31,0**	**36,3**

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di Reti, utilizzando i *market multiple* EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E risulta essere pari a circa € 41,9 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. Pertanto, ne risulta un ***equity value* di € 31,4 mln**.

2.3 Equity Value

Table 9 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	**50,0**
Equity Value DCF (€/mln)	68,5
Equity Value multiples (€/mln)	31,4
Target Price (€)	**4,00**

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa €50,0 mln. **Il *target price* è quindi di € 4,00 (prev. €3,75). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	17,8x	15,0x	12,4x	10,8x
EV/EBIT	30,2x	23,1x	17,3x	14,5x

Source: Integrae SIM

Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	8,4x	7,1x	5,9x	5,1x
EV/EBIT	14,3x	10,9x	8,1x	6,9x

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 the current financial analyst.

Disclaimer

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

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

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

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

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

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
15/09/2020	0,88	Buy	1,95	Medium	Initiation of Coverage
30/09/2020	0.80	Buy	1,95	Medium	Update
03/03/2021	0,87	Buy	2,55	Medium	Update
04/10/2021	2,51	Buy	3,75	Medium	Update
16/02/2022	2,24	Buy	3,75	Medium	Flash Note

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:

- 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 Reti SpA;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Reti SpA;
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.