

Reti

Euronext Growth Milan | Information Technology | Italy

Produzione 10/03/2023, h. 18:30

Pubblicazione 13/03/2023, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 4,70

prev. €4,50

Risk



Medium

Upside potential

154,0%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 1,85
Target price	€ 4,70
Upside/(Downside) potential	154,0%
Ticker	RETI IM
Market Cap (€/mln)	€ 23,12
EV (€/mln) (NFP - Operating)	€ 25,23
Free Float	19,99%
Share Outstanding	12.499.000
52-week high	€ 2,48
52-week low	€ 1,60
Average daily volumes (3 months)	16.000

Key Financials (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	27,8	30,2	33,5	37,0
VoP	27,8	30,5	33,8	37,3
EBITDA	2,9	3,7	4,6	5,3
EBIT	1,7	2,5	3,4	4,1
Net Profit	1,0	1,6	2,3	2,8
EBITDA margin	10,6%	12,0%	13,5%	14,1%
EBIT margin	6,1%	8,0%	9,9%	10,9%
Net Profit margin	3,5%	5,3%	6,7%	7,4%

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it
 Alessandro Colombo | alessandro.colombo@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-2,63%	-3,14%	-10,19%	-12,74%
to FTSE Italia Growth	-0,45%	-3,58%	-11,33%	-9,56%
to Euronext STAR Milan	-0,47%	-7,45%	-17,96%	-9,76%
to FTSE All-Share	-2,49%	-14,92%	-29,76%	-30,50%
to EUROSTOXX	-3,11%	-10,69%	-25,87%	-28,25%
to MSCI World Index	0,70%	-3,42%	-9,17%	-6,46%

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	8,6 x	6,9 x	5,5 x	4,8 x
EV/EBIT	14,8 x	10,3 x	7,5 x	6,2 x
P/E	23,6 x	14,5 x	10,3 x	8,4 x

FY22A Results

Il valore della produzione si attesta a € 27,80 mln, rispetto a un valore pari a € 24,86 mln registrato a fine 2021 e a € 27,20 mln stimati nel nostro precedente report. L'EBITDA, pari a € 2,94 mln, registra un incremento pari al 2,9% rispetto ai € 2,86 mln dell'esercizio precedente e risulta al di sotto delle nostre precedenti stime pari a € 3,40 mln. L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 1,23 mln, si attesta a € 1,71 mln (€ 1,68 mln nel 2021), rispetto a nostre stime pari a € 2,20 mln. L'EBIT *Margin* risulta pari al 6,1%, rispetto ad un dato al FY21A del 6,8% e nostre stime pari all'8,0%. La NFP mostra un miglioramento da € 7,85 mln a € 6,21 mln.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY22A, confermiamo quasi integralmente le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 30,45 mln ed un EBITDA pari a € 3,65 mln, corrispondente ad una marginalità del 12,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 37,25 mln (CAGR 22A-25E: 10,2%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 5,25 mln (corrispondente ad una marginalità del 14,1%), in crescita rispetto a € 2,94 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 10,6%).

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 € 76,5 mln. L'equity value di Reti utilizzando i market multiples risulta essere pari € 41,0 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 58,7 mln. Il target price è di € 4,70, rating BUY e rischio MEDIUM.

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	24,86	27,80	30,20	33,50	37,00
Other Revenues	0,00	0,01	0,25	0,25	0,25
Value of Production	24,86	27,81	30,45	33,75	37,25
COGS	1,07	2,33	1,90	2,00	2,20
Services	4,19	4,32	4,90	5,30	5,80
Use of assets owned by others	0,36	0,48	0,45	0,50	0,50
Employees	16,39	17,74	19,55	21,40	23,50
EBITDA	2,86	2,94	3,65	4,55	5,25
<i>EBITDA Margin</i>	<i>11,5%</i>	<i>10,6%</i>	<i>12,0%</i>	<i>13,5%</i>	<i>14,1%</i>
D&A	1,17	1,23	1,20	1,20	1,20
EBIT	1,68	1,71	2,45	3,35	4,05
<i>EBIT Margin</i>	<i>6,8%</i>	<i>6,1%</i>	<i>8,0%</i>	<i>9,9%</i>	<i>10,9%</i>
Financial Management	(0,18)	(0,27)	(0,20)	(0,20)	(0,20)
Other Income and Expenses	0,10	0,05	0,05	0,05	0,05
EBT	1,61	1,49	2,30	3,20	3,90
Taxes	0,53	0,51	0,70	0,95	1,15
Net Income	1,08	0,98	1,60	2,25	2,75
BALANCE SHEET (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Fixed Assets	21,05	21,26	21,10	20,90	20,65
Account receivable	8,37	10,04	9,50	10,50	11,60
Inventories	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Account payable	1,25	1,47	1,60	1,80	2,00
Operating Working Capital	7,12	8,57	7,90	8,70	9,60
Other receivable	0,44	0,47	0,45	0,45	0,45
Other payable	9,31	11,87	12,00	12,80	13,20
Net Working Capital	(1,76)	(2,83)	(3,65)	(3,65)	(3,15)
Severance Indemnities & Other Provisions	3,58	4,11	4,50	4,80	5,20
NET INVESTED CAPITAL	15,71	14,32	12,95	12,45	12,30
Share Capital	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Reserves	4,28	4,63	4,97	5,52	6,30
Net Income	1,08	0,98	1,60	2,25	2,75
Equity	7,86	8,11	9,07	10,27	11,55
Cash and Cash Equivalent	3,15	2,34	3,32	3,82	5,15
Operating Debt	4,07	4,44	4,70	5,00	5,50
NFP - Operating	0,92	2,10	1,38	1,18	0,35
NFP - Non Operating	6,93	4,10	2,50	1,00	0,40
Net Financial Position	7,85	6,21	3,88	2,18	0,75
SOURCES	15,71	14,32	12,95	12,45	12,30

CASH FLOW (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT	1,71	2,45	3,35	4,05
Taxes	0,51	0,70	0,95	1,15
NOPAT	1,20	1,75	2,40	2,90
D&A	1,23	1,20	1,20	1,20
Change in receivable	(1,68)	0,54	(1,00)	(1,10)
Change in inventories	0,00	0,00	0,00	0,00
Change in payable	0,22	0,13	0,20	0,20
Change in others	2,52	0,15	0,80	0,40
Change in NWC	1,07	0,82	0,00	(0,50)
Change in provisions	0,53	0,39	0,30	0,40
OPERATING CASH FLOW	4,04	4,16	3,90	4,00
Capex	(1,4)	(1,0)	(1,0)	(1,0)
FREE CASH FLOW	2,59	3,12	2,90	3,05
Financial Management and Other	(0,22)	(0,15)	(0,15)	(0,15)
Change in Debt	(2,45)	(1,35)	(1,20)	(0,10)
Change in Equity	(0,73)	(0,64)	(1,05)	(1,47)
FREE CASH FLOW TO EQUITY	(0,81)	0,98	0,50	1,33

Source: Reti and Integrae SIM estimates

Company Overview

Reti, costituita nel 1994 dall'idea di Bruno Paneghini, tra i principali player italiani nel settore dell'IT Consulting, è una Società specializzata nei servizi di System Integration che supporta le Mid & Large Corporate nella trasformazione digitale per competere in scenari sempre più globali. Reti opera tramite 3 Business Line: IT Solutions, realizzando soluzioni applicative per la gestione dei processi aziendali, la condivisione delle informazioni e la facilitazione dei processi collaborativi, unendo la conoscenza del business allo sviluppo di soluzioni tecnologiche; Business Consulting, aiutando i propri clienti ad implementare le strategie di business attraverso un team di specialisti in Project, Program & Portfolio Management e Business Analysis; Managed Service Provider, offrendo alla clientela un servizio di gestione e assistenza su infrastrutture e applicazioni. Il servizio avviene attraverso il monitoraggio costante dei sistemi informativi del cliente in modo proattivo, al fine di prevenire l'insorgere di problemi.

FY22A Results

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES FY22A

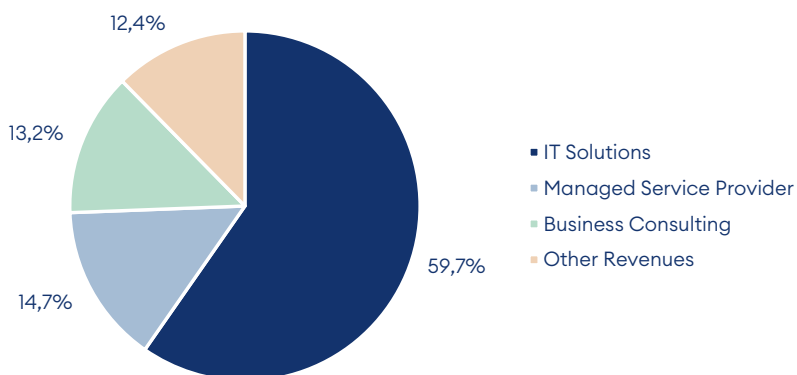
€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP - Operating
FY22A	27,80	2,94	10,6%	1,71	0,98	2,10
FY22E	27,20	3,40	12,4%	2,20	1,50	1,14
Change	2,2%	-13,6%	-1,8%	-22,3%	-34,6%	N.A

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati annuali, dichiara: *“Siamo soddisfatti dei risultati raggiunti quest’anno, in un 2022 ricco di incertezze su più fronti, nel quale siamo stati in grado di chiudere un bilancio positivo che testimonia la nostra capacità di raggiungere performance di crescita anche nei momenti più difficoltosi a livello macroeconomico. Anche quest’anno siamo stati premiati dal nostro continuo investimento, grazie alla nostra Academy interna presente in Campus Reti, sulla crescita delle competenze dei nostri professionisti. L’aggiornamento continuo, in un mondo digitale sempre più complesso, diventa fattore determinante per poter accompagnare i clienti Reti nel loro percorso di crescita.”*

Il valore della produzione si attesta a € 27,80 mln, rispetto a un valore pari a € 24,86 mln registrato a fine 2021 e a € 27,20 mln stimati nel nostro precedente report. La crescita rispetto al 2021 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 attraverso l’acquisizione di nuove commesse e la sottoscrizione di diverse *partnership* nel corso dell’esercizio.

CHART 1 – REVENUES BREAKDOWN BY SEGMENT

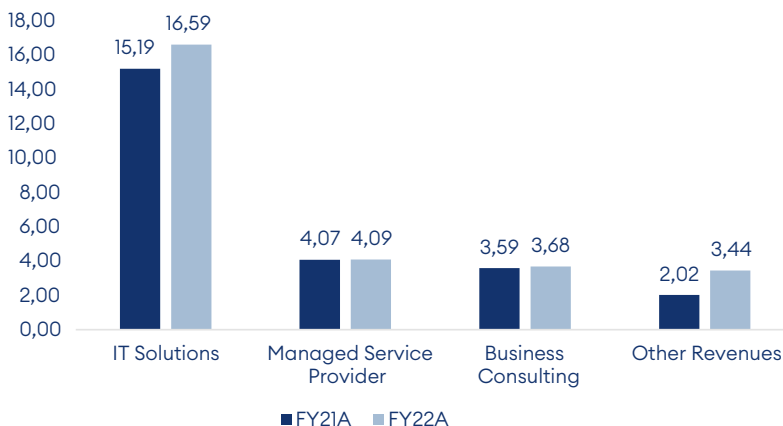


Source: Reti

La crescita dei ricavi è principalmente trainata dalla linea IT Solutions che rappresenta il 59,7% dei ricavi totali, passando da € 15,19 mln nel FY21A a € 16,59 mln nel FY22A (+9,3%), se-

guida dalla linea Managed Service Provider che rappresenta il 14,7% dei ricavi totali (con una crescita pari allo 0,6% rispetto al FY21A). I restanti ricavi sono generati per una quota pari al 13,2% dalla linea Business Consulting e per il restante 12,4% da ricavi accessori. Questi ultimi risultano in crescita del 70,3% rispetto all'esercizio precedente, a seguito dell'incremento delle attività di rivendita di hardware e software.

CHART 2 – REVENUES BREAKDOWN BY BU FY21A VS FY22A



Source: Reti

L'EBITDA, pari a € 2,94 mln, registra un incremento pari al 2,9% rispetto ai € 2,86 mln dell'esercizio precedente e risulta al di sotto delle nostre precedenti stime pari a € 3,40 mln. L'EBITDA *Margin*, pari all'10,6%, risulta inferiore rispetto al dato dell'esercizio precedente (11,5%) e alle nostre stime (12,4%). La riduzione dell'EBITDA nel corso del FY22A è dovuto principalmente all'incremento del costo delle materie prime (da € 1,07 mln nel FY21A a € 2,33 mln nel FY22A), per effetto dell'aumento delle attività di acquisto e rivendita di hardware e software, e ad un incremento dei costi del personale pari all'8,3% rispetto al periodo precedente, a fronte degli investimenti volti a fidelizzare il personale e delle nuove assunzioni effettuate, strategiche per lo sviluppo del business della Società. Il numero dei dipendenti nel FY22A è pari a 345, con un incremento di 21 unità rispetto all'esercizio precedente.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 1,23 mln, si attesta a € 1,71 mln (€ 1,68 mln nel 2021), rispetto a nostre stime pari a € 2,20 mln. L'EBIT *Margin* risulta pari al 6,1%, rispetto ad un dato al FY21A del 6,8% e nostre stime pari all'8,0%.

Il Net Income si attesta a € 0,98 mln (€ 1,08 mln nel 2021), mostrando una leggera flessione rispetto a € 1,50 mln delle nostre precedenti stime.

La NFP mostra un miglioramento da € 7,85 mln a € 6,21 mln. La NFP della Società è divisibile in NFP - *Operating* (pari a € 2,10 mln) e NFP - *Non Operating* (pari a € 4,10 mln).

FY23E – FY25E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY23E-25E

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
VoP			
New	30,5	33,8	37,3
Old	30,3	33,3	N/A
Change	0,7%	1,5%	N/A
EBITDA			
New	3,7	4,6	5,3
Old	4,1	4,7	N/A
Change	-11,0%	-3,2%	N/A
EBITDA %			
New	12,0%	13,5%	14,1%
Old	13,6%	14,1%	N/A
Change	-1,6%	-0,7%	N/A
EBIT			
New	2,5	3,4	4,1
Old	3,0	3,5	N/A
Change	-16,9%	-4,3%	N/A
Net Income			
New	1,6	2,3	2,8
Old	2,1	2,4	N/A
Change	-22,1%	-8,1%	N/A
NFP - Operating			
New	1,4	1,2	0,4
Old	1,2	1,2	N/A
Change	N/A	N/A	N/A

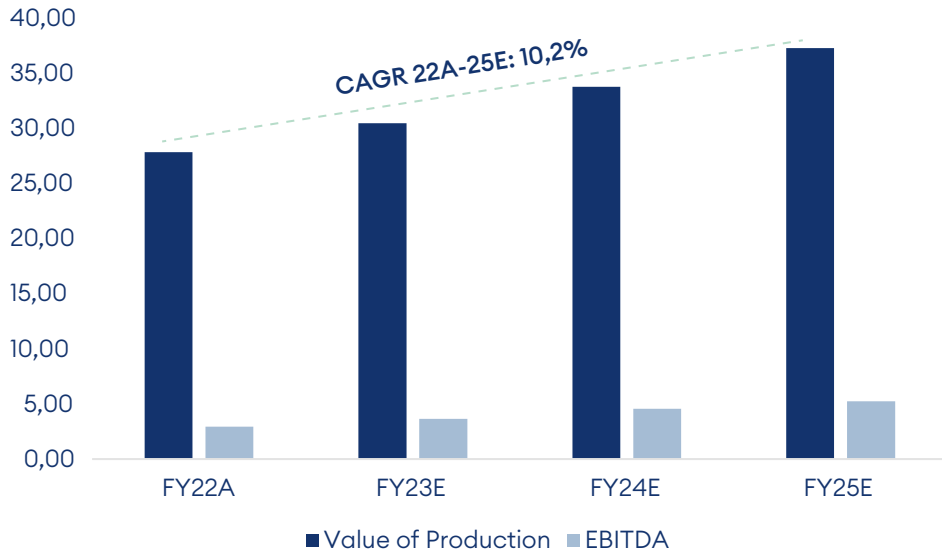
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY22A, confermiamo quasi integralmente le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 30,45 mln ed un EBITDA pari a € 3,65 mln, corrispondente ad una marginalità del 12,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 37,25 mln (CAGR 22A-25E: 10,2%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 5,25 mln (corrispondente ad una marginalità del 14,1%), in crescita rispetto a € 2,94 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 10,6%).

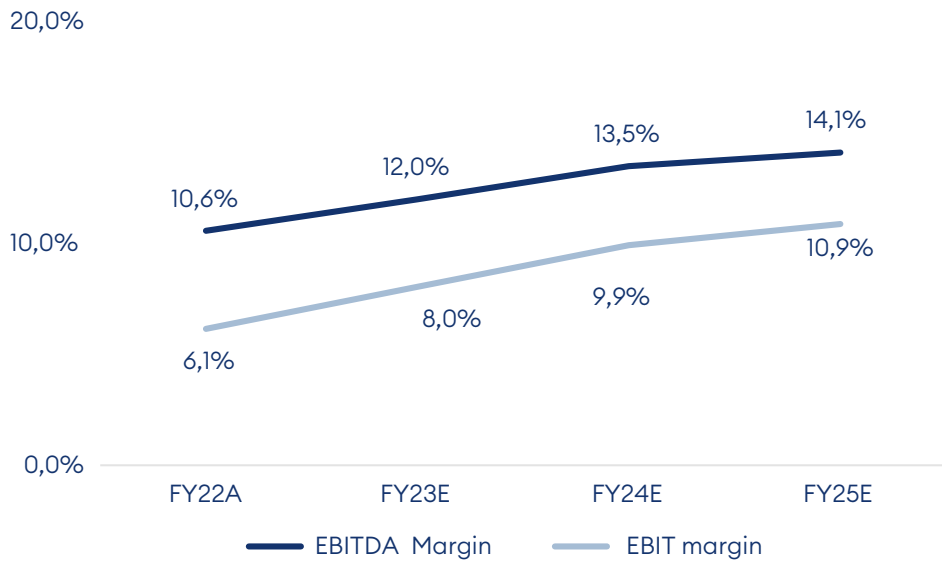
A livello patrimoniale, invece, modifichiamo le nostre precedenti stime di NFP, in ragione dell'accelerazione del rimborso dei debiti finanziari da parte della Società. Di conseguenza, per il FY25E stimiamo una NFP – *Operating* pari a € 0,35 mln e una NFP totale pari a € 0,75 mln.

CHART 3 – VOP AND EBITDA FY22A-25E



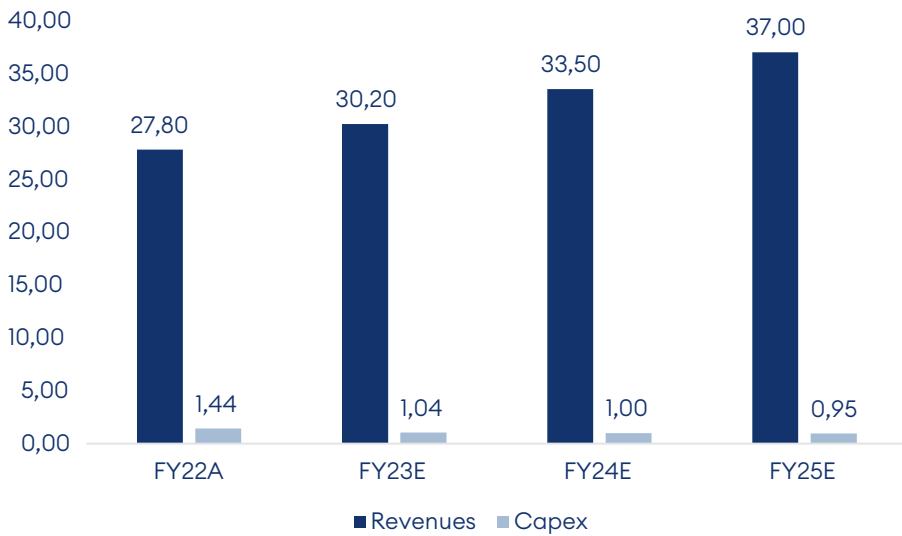
Source: Integrae SIM

CHART 4 – MARGIN FY22A-25E



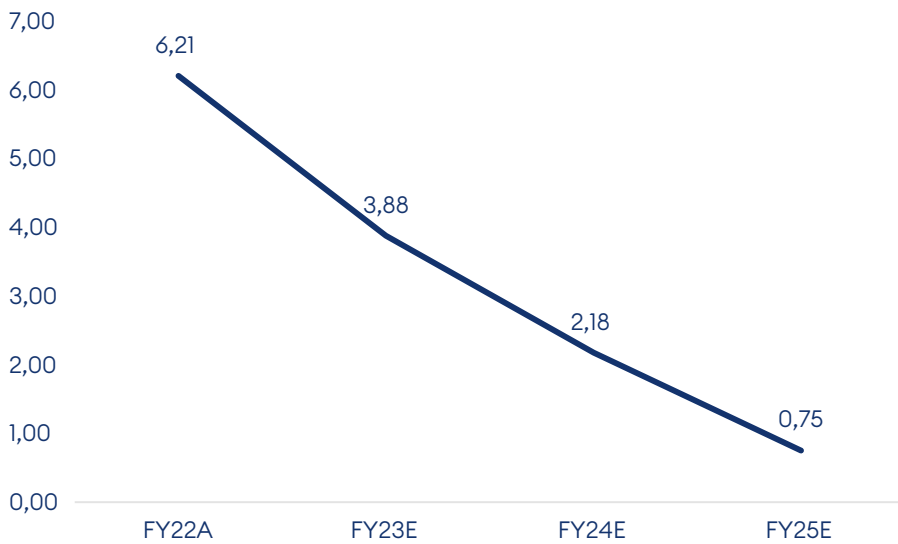
Source: Integrae SIM

CHART 5 – CAPEX FY22A-25E



Source: Integrae SIM

CHART 6 – NFP FY22A-25E



Source: Integrae SIM

Valuation

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

DCF Method

TABLE 4 – WACC

WACC			5,95%
D/E 150,00%	Risk Free Rate 3,51%	β Adjusted 0,75	α (specific risk) 2,50%
K_d 1,50%	Market Premium 9,73%	β Relevered 1,55	K_e 13,26%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 5,95%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF	% of EV	
FCFO actualized	11,6	15%
TV actualized DCF	67,1	85%
Enterprise Value	78,6	100%
NFP - Operating (FY22A)	2,1	
Equity Value	76,5	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 76,5 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	WACC	WACC						
		4,5%	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%
Growth Rate (g)	2,5%	189,3	150,1	124,1	105,7	91,9	81,2	72,7
	2,0%	152,7	126,3	107,5	93,5	82,6	74,0	66,9
	1,5%	128,5	109,4	95,1	84,1	75,2	68,0	62,0
	1,0%	111,3	96,8	85,5	76,5	69,2	63,1	57,9
	0,5%	98,5	87,0	77,9	70,4	64,2	58,9	54,4
	0,0%	88,5	79,2	71,6	65,3	59,9	55,3	51,4
	-0,5%	80,6	72,8	66,4	60,9	56,3	52,2	48,7

Source: Integrae SIM

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			EV/EBIT			P/E		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
SeSa SpA	7,8 x	7,0 x	6,9 x	10,8 x	9,5 x	8,6 x	16,3 x	14,3 x	13,1 x
Accenture Plc.	15,3 x	14,3 x	13,1 x	18,5 x	17,0 x	15,7 x	25,3 x	23,1 x	20,8 x
Bouvet ASA	11,7 x	10,9 x	10,7 x	13,9 x	12,8 x	12,6 x	19,2 x	17,7 x	17,4 x
Reply S.p.A.	12,9 x	11,7 x	10,9 x	15,4 x	14,0 x	12,8 x	22,2 x	20,1 x	N/A
Websolute SpA	6,9 x	4,6 x	N/A	14,5 x	7,3 x	N/A	25,4 x	12,4 x	N/A
NEXUS AG	15,4 x	13,4 x	12,9 x	22,7 x	18,3 x	17,2 x	31,7 x	24,8 x	24,9 x
OBIC Co., Ltd.	22,9 x	20,4 x	15,7 x	23,7 x	21,3 x	20,2 x	32,5 x	29,6 x	28,1 x
Mindtree Limited	17,8 x	16,3 x	18,0 x	20,0 x	18,1 x	20,2 x	N/A	N/A	N/A
Peer median	14,1 x	12,5 x	12,9 x	16,9 x	15,5 x	15,7 x	25,3 x	20,1 x	20,8 x

Source: *Infinancials*

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	51,51	57,07	67,93
EV/EBIT	41,46	52,02	63,42
Equity Value			
EV/EBITDA	50,13	55,90	67,58
EV/EBIT	40,08	50,84	63,07
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	37,60	41,92	50,68
EV/EBIT	30,06	38,13	47,30
Average	33,83	40,03	48,99

Source: *Integrae SIM*

L'*equity value* di Reti, utilizzando i market multiple EV/EBITDA e EV/EBIT, risulta essere pari a circa € 54,60 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. Pertanto, ne risulta un ***equity value* di € 40,95 mln.**

Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	58,74
Equity Value DCF (€/mln)	76,53
Equity Value multiples (€/mln)	40,95
Target Price (€)	4,70

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 58,74 mln. Il **target price** è quindi di € 4,70 (prev. €4,50). Confermiamo rating **BUY** e rischio **MEDIUM**.

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	20,7x	16,7x	13,4x	11,6x
EV/EBIT	35,6x	24,8x	18,2x	15,0x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	8,6 x	6,9 x	5,5 x	4,8 x
EV/EBIT	14,8 x	10,3 x	7,5 x	6,2 x

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 Riviello, 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
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
07/03/2022	1,85	Buy	4,00	Medium	Update
16/03/2022	2,27	Buy	4,00	Medium	Flash Note
30/09/2022	1,75	Buy	4,50	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. 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, Integræ 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, Integræ 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 INTEGRÆ 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) Integræ 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 Integræ 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, Integræ SIM played the role of global coordinator.