UPDATE

EQUITY RESEARCH

SIM INTEGRÆ

Reti

Euronext Growth Milan | Information Technology | Italy

Produzione 09/10/2024, h. 18:30
Pubblicazione 10/10/2024, h. 07:00

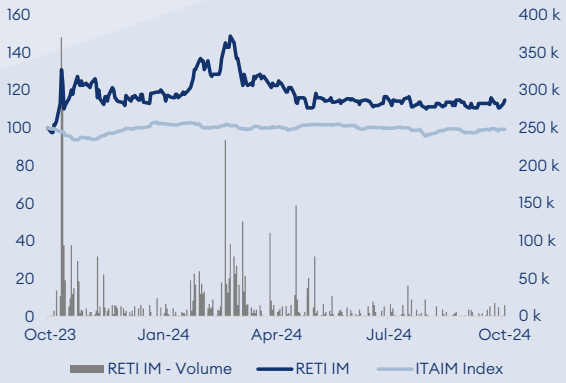
Rating
BUY
unchanged

Target Price
€ 4,90
unchanged

Risk
Medium

Upside potential
155,1%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Key Financials (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
VoP	30,93	32,55	37,05	40,55
EBITDA	3,50	3,85	4,75	5,45
EBIT	2,27	2,60	3,50	4,20
Net Income	1,47	1,75	2,40	2,90
NFP - Operating	1,86	1,99	1,30	(0,58)
EBITDA margin	*11,3%*	*11,8%*	*12,8%*	*13,4%*
EBIT margin	*7,3%*	*8,0%*	*9,4%*	*10,4%*
Net Profit margin	*4,7%*	*5,4%*	*6,5%*	*7,2%*

Stock Data	
Price	€ 1,92
Target price	€ 4,90
Upside/(Downside) potential	155,1%
Ticker	RETI IM
Market Cap (€/mln)	€ 24,00
EV (€/mln) (NFP - Operating)	€ 27,97
Free Float	18,72%
Share Outstanding	12.499.000
52-week high	€ 2,64
52-week low	€ 1,64
Average daily volumes (3 months)	4.900

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

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	2,1%	0,5%	-6,8%	14,3%
to FTSE Italia Growth	0,0%	1,1%	-5,6%	14,9%
to Euronext STAR Milan	-0,5%	4,3%	-3,5%	2,5%
to FTSE All-Share	0,7%	1,7%	-5,0%	-6,7%
to EUROSTOXX	-2,3%	0,9%	-4,9%	-5,1%
to MSCI World Index	-3,4%	-1,8%	-14,6%	-14,2%

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	8,0x	7,3x	5,9x	5,1x
EV/EBIT	12,3x	10,8x	8,0x	6,7x
P/E	16,4x	13,7x	10,0x	8,3x

1H24A Results

Il valore della produzione si attesta a € 15,94 mln, registrando una crescita pari al 3,7% rispetto a un valore pari a € 15,38 mln del 1H23A. L'EBITDA, pari a € 1,76 mln, registra un incremento pari al 3,9% rispetto ai € 1,70 mln del 1H23A. L'EBITDA margin per il 1H24A si attesta all'11,0%, in linea con la marginalità dello stesso semestre dell'esercizio precedente (11,0%). L'EBIT si attesta a € 1,13 mln, risultando in crescita rispetto al 1H23A (€ 1,08 mln). Il Net Income si attesta a € 0,73 mln, in aumento rispetto al dato al 30 giugno 2023 (€ 0,66 mln). La NFP passa da € 3,98 mln nel FY23A a € 4,72 mln al 30 giugno 2024.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H24A, confermiamo quasi integralmente le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY24E pari a € 32,55 mln ed un EBITDA pari a € 3,85 mln, corrispondente ad una marginalità dell'11,8%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 40,55 mln (CAGR 23A-26E: 9,5%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 5,45 mln (corrispondente ad una marginalità del 13,4%), in crescita rispetto a € 3,50 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA *margin* dell'11,3%). A livello patrimoniale, stimiamo per il FY26E una NFP – *Operating cash positive* pari a € 0,58 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 € 81,3 mln. L'equity value di Reti utilizzando i market multiples risulta essere pari € 41,1 mln (includendo un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 61,2 mln. Il target price è di € 4,90, rating BUY e rischio MEDIUM.

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Revenues	27,80	30,88	32,50	37,00	40,50
Other Revenues	0,01	0,04	0,05	0,05	0,05
Value of Production	**27,81**	**30,93**	**32,55**	**37,05**	**40,55**
COGS	2,33	2,15	2,20	2,30	2,40
Services	4,32	5,37	5,20	6,40	7,00
Use of assets owned by others	0,48	0,58	0,60	0,60	0,60
Employees	17,74	19,34	20,70	23,00	25,10
EBITDA	**2,94**	**3,50**	**3,85**	**4,75**	**5,45**
EBITDA Margin	*10,6%*	*11,3%*	*11,8%*	*12,8%*	*13,4%*
D&A	1,23	1,23	1,25	1,25	1,25
EBIT	**1,71**	**2,27**	**2,60**	**3,50**	**4,20**
EBIT Margin	*6,1%*	*7,3%*	*8,0%*	*9,4%*	*10,4%*
Financial Management	(0,27)	(0,20)	(0,15)	(0,10)	(0,10)
Other Income and Expenses	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
EBT	**1,49**	**2,12**	**2,50**	**3,45**	**4,15**
Taxes	0,51	0,66	0,75	1,05	1,25
Net Income	**0,98**	**1,47**	**1,75**	**2,40**	**2,90**

BALANCE SHEET (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Fixed Assets	**21,26**	**21,87**	**22,20**	**22,55**	**22,70**
Account receivable	10,04	9,36	10,00	11,10	12,20
Inventories	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Account payable	1,47	2,32	1,90	2,00	2,20
Operating Working Capital	**8,57**	**7,04**	**8,10**	**9,10**	**10,00**
Other receivable	0,47	0,67	0,45	0,45	0,45
Other payable	11,87	12,30	13,20	13,80	14,70
Net Working Capital	**(2,83)**	**(4,58)**	**(4,65)**	**(4,25)**	**(4,25)**
Severance Indemnities & Other Provisions	4,11	4,58	5,00	5,50	6,00
NET INVESTED CAPITAL	**14,32**	**12,70**	**12,55**	**12,80**	**12,45**
Share Capital	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Reserves	4,63	4,76	5,51	6,40	7,63
Net Income	0,98	1,47	1,75	2,40	2,90
Equity	**8,11**	**8,72**	**9,76**	**11,30**	**13,03**
Cash and Cash Equivalent	2,34	2,21	1,61	1,90	3,38
Operating Debt	4,44	4,06	3,60	3,20	2,80
NFP - Operating	**2,10**	**1,86**	**1,99**	**1,30**	**(0,58)**
NFP - Non Operating	4,10	2,12	0,80	0,20	0,00
Net Financial Position	**6,21**	**3,98**	**2,79**	**1,50**	**(0,58)**
SOURCES	**14,32**	**12,70**	**12,55**	**12,80**	**12,45**

CASH FLOW (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EBIT	2,27	2,60	3,50	4,20
Taxes	0,66	0,75	1,05	1,25
NOPAT	**1,61**	**1,85**	**2,45**	**2,95**
D&A	1,23	1,25	1,25	1,25
Change in NWC	**1,76**	**0,07**	**(0,40)**	**(0,00)**
Change in receivable	0,68	(0,64)	(1,10)	(1,10)
Change in inventories	0,00	0,00	0,00	0,00
Change in payable	0,84	(0,42)	0,10	0,20
Change in others	0,23	1,12	0,60	0,90
Change in provisions	0,47	0,42	0,50	0,50
OPERATING CASH FLOW	**5,07**	**3,58**	**3,80**	**4,70**
Capex	(1,84)	(1,58)	(1,60)	(1,40)
FREE CASH FLOW	**3,23**	**2,00**	**2,20**	**3,30**
Financial Management and Other	(0,15)	(0,10)	(0,05)	(0,05)
Change in Debt	(2,36)	(1,79)	(1,00)	(0,60)
Change in Equity	(0,86)	(0,71)	(0,85)	(1,17)
FREE CASH FLOW TO EQUITY	**(0,13)**	**(0,60)**	**0,30**	**1,48**

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.

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES FY23A

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP - Operating
1H24A	15,94	1,76	11,0%	1,13	0,73	3,27
1H23A	15,38	1,70	11,0%	1,08	0,66	1,86*
Change	*3,7%*	*3,9%*	*0,0%*	*4,7%*	*10,9%*	*n/a*

*NFP-Operating as of 31/12/23
Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati semestrali, dichiara: *"[...] Nel primo semestre Reti ha supportato le aziende nei processi di digitalizzazione, sostenendo la ricerca e l'innovazione grazie alla sponsorship degli Osservatori Cloud Transformation e Artificial Intelligence del Politecnico di Milano. Parallelamente, attraverso l'organizzazione di eventi e webinar in collaborazione con i nostri partner, abbiamo aggiornato costantemente gli stakeholders sui principali trend tecnologici di mercato e non solo. Reti ha inoltre ampliato e diversificato il network di partner commerciali e di business, sia a livello nazionale che internazionale, siglando la corporate partnership con il Fintech District e aderendo alla Camera di Commercio Italo-Germanica (AHK Italien).*

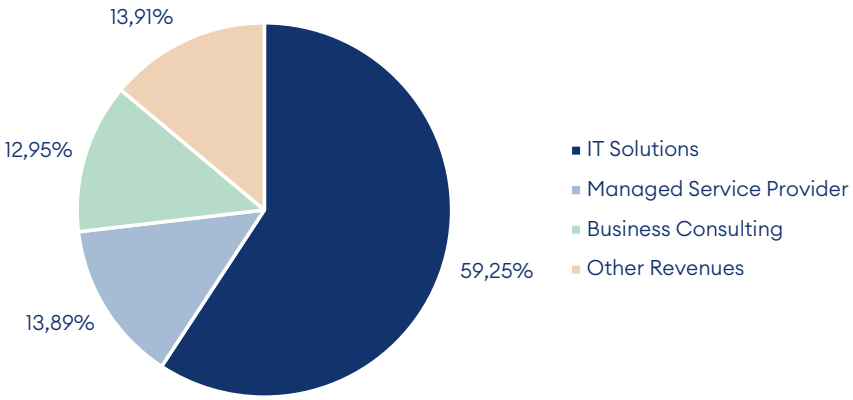
Per continuare ad evolverci ed essere autori di un'innovazione sostenibile e responsabile, i NETworker sono posti al centro della nostra realtà, affinché ognuno di loro possa vivere al meglio l'esperienza e la crescita professionale garantendo al tempo stesso il loro benessere complessivo grazie alle iniziative che mettiamo in atto per garantire il miglior livello di work-life balance. In quest'ottica il Piano Welfare ha potenziato gli appuntamenti annuali dedicati alla prevenzione e i servizi di supporto per il benessere fisico e mentale, e ha introdotto l'attivazione di una piattaforma di salute Digitale incrementando la copertura sanitaria.

La stessa attenzione è rivolta ai giovani talenti: oltre alle quotidiane attività legate alla Fondazione ITS Incom e Tech Talent Factory per promuovere la cultura tecnica e scientifica in ambito regionale e nazionale, è stato ideato Reti4School, il progetto pensato per la comunità scolastica di secondo grado, che coinvolge attivamente gli studenti attraverso workshop interattivi, seminari ed eventi che stimolano la creatività e il pensiero critico per aiutarli ad affrontare la trasformazione tecnologica e professionale del mondo moderno.

La creazione di un network sempre più solido, arricchito da idee innovative, realtà nazionali e internazionali, professionisti appassionati e qualificati, ci consente di rinnovare il nostro impegno per la creazione e la crescita di un modello di business sostenibile".

Il valore della produzione si attesta a € 15,94 mln, registrando una crescita pari al 3,7% rispetto a un valore pari a € 15,38 mln del 1H23A.

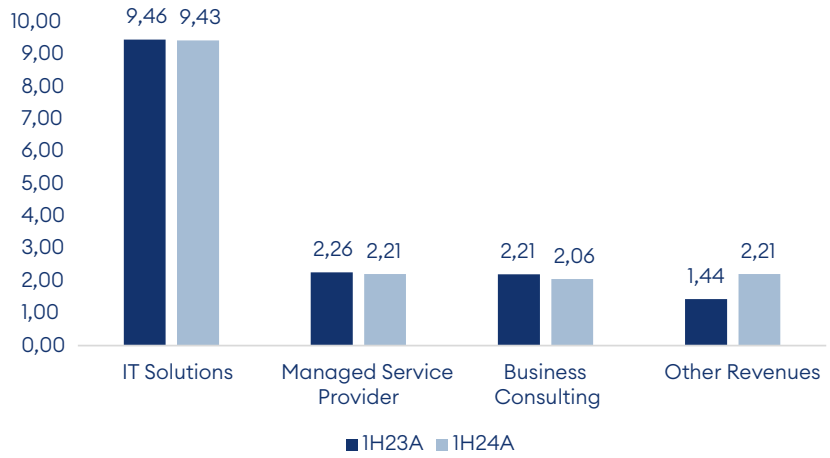
CHART 1 – REVENUES BREAKDOWN BY SEGMENT 1H24A



Source: Reti

La crescita dei ricavi è principalmente trainata dalla linea IT Solutions che rappresenta il 59,25% dei ricavi totali, attestandosi ad un valore pari a € 9,43 mln, in linea con il primo semestre dell'esercizio precedente, pari a € 9,46 mln (-0,3%). Segue la linea Managed Service Provider che rappresenta il 13,89% dei ricavi totali (registrando una lieve flessione pari al 2,3% rispetto al 1H23A). I restanti ricavi sono generati per una quota pari al 12,95% dalla linea Business Consulting (che vede una decrescita pari al 6,6% rispetto al 30 giugno 2023) e per il 13,91% da ricavi accessori. Questi ultimi risultano pari a € 2,21 mln, evidenziando una forte crescita rispetto allo stesso semestre dell'esercizio precedente (54,3%), a seguito dell'incremento delle attività di rivendita di hardware e software.

CHART 2 – REVENUES BREAKDOWN BY BU 1H23A VS 1H24A



Source: Reti

L'EBITDA, pari a € 1,76 mln, registra un incremento pari al 3,9% rispetto ai € 1,70 mln del

1H23A. L'EBITDA *margin* per il 1H24A si attesta all'11,0%, in linea con la marginalità dello stesso semestre dell'esercizio precedente (11,0%). I risultati positivi conseguiti in termini di volumi d'affari e marginalità sono il frutto di un efficace consolidamento delle attività presso la clientela storica e di un significativo ampliamento del portafoglio clienti, sia a livello nazionale che internazionale. Questo ampliamento è stato ulteriormente supportato dall'acquisizione di nuove commesse caratterizzate da una marginalità più elevata. Complessivamente, il semestre ha registrato una crescita rispetto al periodo precedente, nonostante le difficoltà incontrate nel reperimento di personale qualificato sul mercato. Tale risultato è stato reso possibile grazie a un'efficienza operativa potenziata e a una migliorata capacità di trattenere i talenti acquisiti, favorita da strategie mirate di *retention* sviluppate dalla Società. Con riferimento al personale, si denota un aumento del costo di quest'ultimo nel corso del 1H24A pari al 1,1%, a seguito delle nuove assunzioni effettuate. Il numero medio di dipendenti si attesta a 367 unità nel 1H24A.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 0,63 mln, si attesta a € 1,13 mln, risultando in crescita rispetto al 1H23A (€ 1,08 mln), registrando conseguentemente un EBIT *margin* del 7,1% rispetto al 7,0% del 30/06/2023. Il Net Income si attesta a € 0,73 mln, in aumento rispetto al dato al 30 giugno 2023 (€ 0,66 mln).

La NFP passa da € 3,98 mln nel FY23A a € 4,72 mln al 30 giugno 2024. Nel dettaglio, la NFP *non operating*, relativa al Reti Campus, è pari a € 1,45 mln, in diminuzione di € 0,67 mln, mentre la NFP *operating* ammonta a € 3,27 mln, in aumento rispetto a € 1,86 mln del FY23A.

Infine, Reti continua a dimostrare un forte impegno verso l'innovazione e la trasformazione digitale attraverso investimenti strategici in startup all'avanguardia nel campo dell'intelligenza artificiale generativa e della digitalizzazione. L'investimento in xAI, la startup fondata da Elon Musk, e in Anthropic, sostenuta da Amazon, riflette la volontà di essere protagonisti nell'evoluzione dell'AI generativa, una tecnologia destinata a rivoluzionare numerosi settori. Inoltre, la partecipazione nel progetto C.Next sottolinea l'impegno di Reti nello sviluppo di poli di innovazione per la trasformazione digitale su scala nazionale e internazionale.

FY24E – FY26E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY24E-26E

€/mln	FY24E	FY25E	FY26E
VoP			
New	32,55	37,05	40,55
Old	33,55	37,05	40,55
Change	*-3,0%*	*0,0%*	*0,0%*
EBITDA			
New	3,85	4,75	5,45
Old	4,05	4,75	5,45
Change	*-4,9%*	*0,0%*	*0,0%*
***EBITDA* %**			
New	11,8%	12,8%	13,4%
Old	12,1%	12,8%	0,13
Change	*-0,2%*	*0,0%*	*0,0%*
EBIT			
New	2,60	3,50	4,20
Old	2,80	3,50	4,20
Change	*-7,1%*	*0,0%*	*0,0%*
Net Income			
New	1,75	2,40	2,90
Old	1,75	2,40	2,90
Change	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
NFP - Operating			
New	1,99	1,30	(0,58)
Old	1,64	0,82	(1,06)
Change	*n/a*	*n/a*	*n/a*

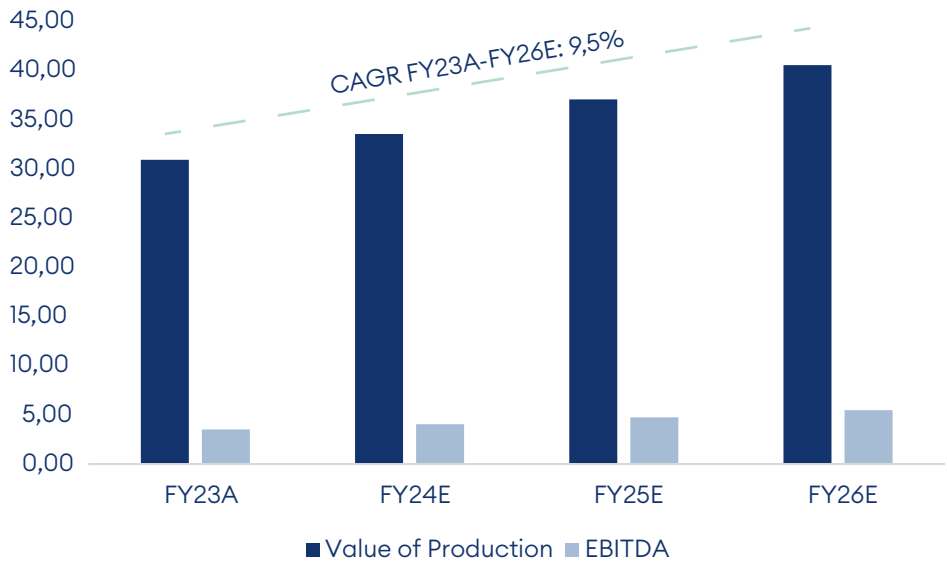
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H24A, confermiamo quasi integralmente le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY24E pari a € 32,55 mln ed un EBITDA pari a € 3,85 mln, corrispondente ad una marginalità dell'11,8%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 40,55 mln (CAGR 23A-26E: 9,5%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 5,45 mln (corrispondente ad una marginalità del 13,4%), in crescita rispetto a € 3,50 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA *margin* dell'11,3%).

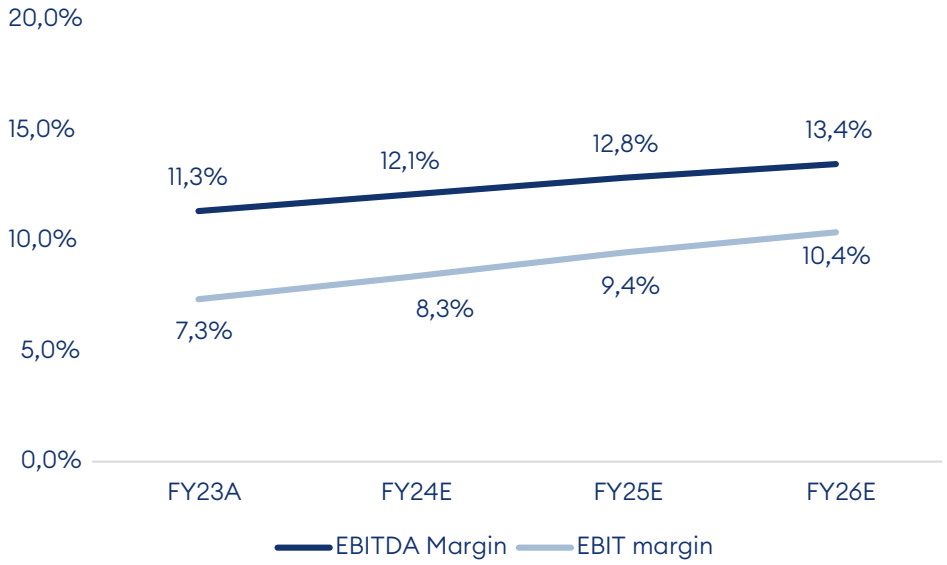
A livello patrimoniale, stimiamo per il FY26E una NFP – *Operating cash positive* pari a € 0,58 mln.

CHART 3 – VOP AND EBITDA FY23A-26E



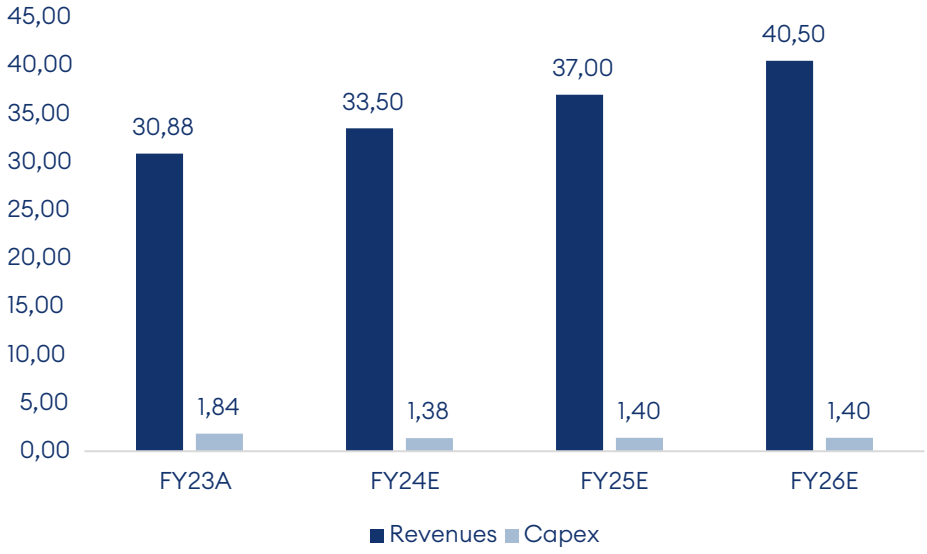
Source: Integrae SIM

CHART 4 – MARGIN FY23A-26E



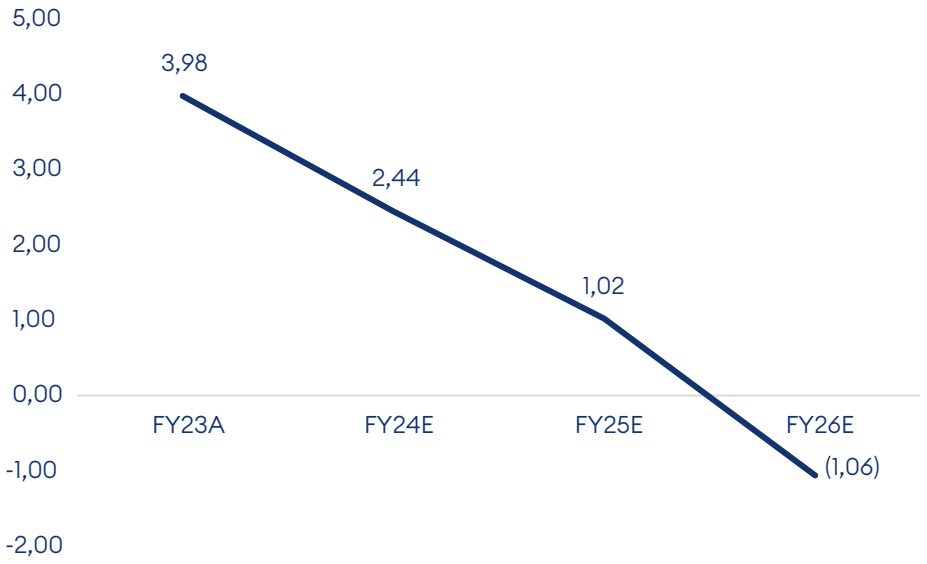
Source: Integrae SIM

CHART 5 – CAPEX FY23A-26E



Source: Integrae SIM

CHART 6 – NFP FY23A-26E



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			6,51%
D/E **81,82%**	Risk Free Rate **2,74%**	β Adjusted **0,84**	α (specific risk) **2,50%**
K_d **1,50%**	Market Premium **6,08%**	β Relevered **0,76**	K_e **10,95%**

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 6,51%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	10,7	13%
TV actualized DCF	72,5	87%
Enterprise Value	**83,2**	**100%**
NFP - Operating (FY23A)	1,9	
Equity Value	**81,3**	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un ***equity value* di € 81,3 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln		WACC						
		5,0%	**5,5%**	**6,0%**	**6,5%**	**7,0%**	**7,5%**	**8,0%**
Growth Rate (g)	**3,0%**	198,0	158,0	131,4	112,3	97,9	86,8	77,9
	2,5%	160,4	133,3	113,9	99,4	88,1	79,0	71,6
	2,0%	135,3	115,6	100,8	89,3	80,1	72,6	66,3
	1,5%	117,3	102,3	90,6	81,3	73,7	67,3	61,9
	1,0%	103,8	92,0	82,5	74,7	68,3	62,8	58,1
	0,5%	93,3	83,7	75,8	69,2	63,7	58,9	54,8
	0,0%	84,9	76,9	70,3	64,6	59,8	55,6	51,9

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		
	FY24E	FY25E	FY26E
SeSa SpA	5,5 x	4,7 x	4,0 x
Accenture Plc.	18,0 x	16,8 x	15,8 x
Bouvet ASA	12,0 x	11,7 x	11,2 x
Reply S.p.A.	13,0 x	12,0 x	11,2 x
NEXUS AG	15,6 x	13,6 x	12,2 x
Peer median	**13,0 x**	**12,0 x**	**11,2 x**

Source: Infinancials

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY24E	FY25E	FY26E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	50,1	57,0	61,0
Enterprise Value post 25% discount			
EV/EBITDA	37,5	42,8	45,8
Equity Value			
EV/EBITDA	35,5	41,5	46,4
Average	**35,5**	**41,5**	**46,4**

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di Reti è stato calcolato utilizzando il market multiple EV/EBITDA. Dopo aver applicato uno sconto del 25,0%, risulta un ***equity value* di € 41,1 mln**.

Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	61,2
Equity Value DCF (€/mln)	81,3
Equity Value multiples (€/mln)	41,1
Target Price (€)	**4,90**

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 61,2 mln. **Il *target price* è quindi di € 4,90 (prev. €4,90). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM**.

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	18,0x	16,4x	13,3x	11,6x
EV/EBIT	27,8x	24,3x	18,0x	15,0x
P/E	41,7 x	35,0 x	25,5 x	21,1 x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	8,0x	7,3x	5,9x	5,1x
EV/EBIT	12,3x	10,8x	8,0x	6,7x
P/E	16,4x	13,7x	10,0x	8,3x

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 Riviello, Alessandro Colombo, Edoardo Luigi Pezzella, Alessandro Elia Stringa and Alessia di Florio 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, 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
08/02/2024	2,30	Buy	4,85	Medium	Breaking News
06/03/2024	2,36	Buy	4,90	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 SpA has formalized 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 Upside Potential (increase in value or return that he investment could achieve based on the current price and a future target price set by the analysts), 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 upside potential may temporarily fall outside the proposed range.

Upside Potential (for different risk categories)			
Rating	**Low Risk**	**Medium Risk**	**High Risk**
BUY	Upside >= 7.5%	Upside >= 10.0%	Upside >= 15.0%
HOLD	-5.0% < Upside < 7.5%	-5.0% < Upside < 10%	0% < Upside < 15.0%
SELL	Upside <= -5.0%	Upside <= -5.0%	Upside <= 0%
U.R.	Under Review		
N.R.	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, EV/EBIT 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;*
- *It plays, or has played in the last 12 months, the role of broker in charge of the share buyback activity of Reti*
- *SpA;*
- *In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.*