EQUITY RESEARCH

UPDATE

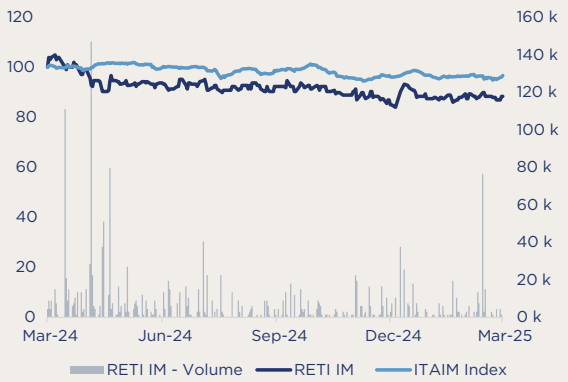
Produzione | 20.03.2025, h. 18:30
Pubblicazione | 21.03.2025, h. 07:00

Reti

Euronext Growth Milan | Information Technology | Italy

Rating	Target Price
BUY	€ 4,70
unchanged	prev. € 4,90

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Key Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/Sales	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x
EV/EBITDA	7,1x	6,5x	5,9x	5,3x
EV/EBIT	10,7x	9,3x	8,1x	6,9x
P/E	17,7x	12,8x	10,9x	9,3x
NFP/EBITDA	1,1x	0,6x	0,1x	n/a

Key Financials (€/mln)	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Value of Production	32,29	34,05	37,05	40,05
EBITDA	3,51	3,85	4,25	4,75
EBIT	2,34	2,70	3,10	3,65
Net Income	1,27	1,75	2,05	2,40
NFP - Operating	2,71	1,94	0,61	(0,99)
EBITDA margin	*10,9%*	*11,3%*	*11,5%*	*11,9%*
EBIT margin	*7,2%*	*7,9%*	*8,4%*	*9,1%*
Net income margin	*3,9%*	*5,1%*	*5,5%*	*6,0%*

Stock Data

Risk	Medium
Price	€ 1,79
Target price	€ 4,70
Upside/(Downside) potential	162,7%
Ticker - Bloomberg Code	RETI IM
Market Cap (€/mln)	€ 22,37
EV (€/mln) (NFP - Operating)	€ 25,08
Free Float (% on ordinary shares)	18,72%
Shares Outstanding	12.499.000
52-week high	€ 2,16
52-week low	€ 1,61
Average Daily Volumes (3 months)	5.725

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

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-0,6%	2,3%	-5,8%	-13,1%
to FTSE Italia Growth	-0,9%	1,7%	-3,7%	-9,7%
to Euronext STAR Milan	2,2%	1,5%	-3,5%	-10,1%
to FTSE All-Share	-3,9%	-14,5%	-21,8%	-28,5%
to EUROSTOXX	-0,4%	-9,4%	-16,1%	-22,0%
to MSCI World Index	5,3%	3,1%	-7,0%	-22,2%

Source: FactSet

Main Ratios	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
ROA	6,8%	7,5%	8,1%	8,9%
ROIC	9,9%	14,1%	16,8%	19,8%
ROE	13,9%	17,0%	17,7%	18,3%
Current Ratio	0,60	0,63	0,70	0,76

Source: FactSet

FY24A Results

Nel FY24A, il valore della produzione si attesta a € 32,29 mln, in crescita rispetto ai € 30,93 mln del 2023, trainato dal consolidamento dei clienti storici e dall'ampliamento del portafoglio clienti a livello nazionale e internazionale. L'EBITDA si mantiene stabile a € 3,51 mln, con un EBITDA Margin del 10,9% (11,3% nel FY23A). L'EBIT ammonta a € 2,34 mln, mentre il Net Income registra una flessione a € 1,27 mln, anche a causa della svalutazione della partecipazione in C.NExT. La NFP migliora a € 3,71 mln, con una significativa riduzione della componente Non Operating, confermando una gestione finanziaria disciplinata e orientata alla sostenibilità nel lungo termine.

Estimates and Valuation Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY24A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY25E pari a € 34,05 mln ed un EBITDA pari a € 3,85 mln, corrispondente ad una marginalità dell'11,3%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 40,05 mln (CAGR 24A-27E: 7,4%) nel FY27E, con EBITDA pari a € 4,75 mln (corrispondente ad una marginalità del 11,9%), in crescita rispetto a € 3,51 mln del FY24A (corrispondente ad un EBITDA margin del 10,9%). A livello patrimoniale, stimiamo per il FY27E una NFP – Operating *cash positive* pari a € 0,99 mln. 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 € 75,0 mln. L'equity value di Reti utilizzando i market multiples risulta essere pari € 42,5 mln. **Ne risulta un equity value medio pari a circa € 58,8 mln. Il target price è di € 4,70, rating BUY e rischio MEDIUM.**

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Revenues	30,88	32,25	34,00	37,00	40,00
Other revenues	0,04	0,04	0,05	0,05	0,05
Value of Production	**30,93**	**32,29**	**34,05**	**37,05**	**40,05**
COGS	2,15	3,34	3,50	3,80	4,10
Services	5,37	5,06	5,30	5,80	6,20
Use of asset owned by others	0,58	0,62	0,60	0,60	0,60
Employees	19,34	19,77	20,80	22,60	24,40
EBITDA	**3,50**	**3,51**	**3,85**	**4,25**	**4,75**
EBITDA Margin	*11,3%*	*10,9%*	*11,3%*	*11,5%*	*11,9%*
D&A	1,23	1,17	1,15	1,15	1,10
EBIT	**2,27**	**2,34**	**2,70**	**3,10**	**3,65**
EBIT Margin	*7,3%*	*7,2%*	*7,9%*	*8,4%*	*9,1%*
Financial management	(0,20)	(0,40)	(0,10)	(0,10)	(0,10)
Other income and expenses	0,05	(0,01)	0,05	0,05	0,05
EBT	**2,12**	**1,94**	**2,65**	**3,05**	**3,60**
Taxes	0,66	0,67	0,90	1,00	1,20
Net Income	**1,47**	**1,27**	**1,75**	**2,05**	**2,40**

BALANCE SHEET (€/mln)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Fixed Assets	**21,87**	**22,68**	**23,00**	**23,35**	**23,75**
Account receivable	9,36	9,17	9,65	10,50	11,30
Inventories	0,00	0,09	0,10	0,10	0,10
Account payable	2,32	2,21	2,35	2,55	2,75
Operating Working Capital	**7,04**	**7,05**	**7,40**	**8,05**	**8,65**
Other receivable	0,67	0,65	0,65	0,70	0,70
Other payable	12,30	12,74	13,60	14,70	15,60
Net Working Capital	**(4,58)**	**(5,04)**	**(5,55)**	**(5,95)**	**(6,25)**
Severance & other provisions	4,58	4,82	5,00	5,20	5,40
NET INVESTED CAPITAL	**12,70**	**12,83**	**12,45**	**12,20**	**12,10**
Share capital	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Reserves	4,76	5,35	6,06	7,04	8,19
Net Income	1,47	1,27	1,75	2,05	2,40
Equity	**8,72**	**9,12**	**10,31**	**11,59**	**13,09**
Cash & cash equivalents	2,21	1,92	2,56	3,69	4,99
Operating debt	4,06	4,63	4,50	4,30	4,00
NFP-Operating	**1,86**	**2,71**	**1,94**	**0,61**	**(0,99)**
NFP - Non Operating	2,12	1,00	0,20	0,00	0,00
Net Financial Position	**3,98**	**3,71**	**2,14**	**0,61**	**(0,99)**
SOURCES	**12,70**	**12,83**	**12,45**	**12,20**	**12,10**

CASH FLOW (€/mln)	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EBIT	**2,34**	**2,70**	**3,10**	**3,65**
Taxes	0,67	0,90	1,00	1,20
NOPAT	**1,67**	**1,80**	**2,10**	**2,45**
D&A	1,17	1,15	1,15	1,10
Change in NWC	**0,46**	**0,51**	**0,40**	**0,30**
Change in receivable	*0,19*	*(0,48)*	*(0,85)*	*(0,80)*
Change in inventories	*(0,09)*	*(0,01)*	*0,00*	*0,00*
Change in payable	*(0,11)*	*0,14*	*0,20*	*0,20*
Change in others	*0,47*	*0,86*	*1,05*	*0,90*
Change in provisions	0,23	0,18	0,20	0,20
OPERATING CASH FLOW	**3,53**	**3,64**	**3,85**	**4,05**
Capex	(1,99)	(1,47)	(1,50)	(1,50)
FREE CASH FLOW	**1,54**	**2,18**	**2,35**	**2,55**
Financial Management and Other	(0,40)	(0,05)	(0,05)	(0,05)
Change in Financial debt	(0,56)	(0,93)	(0,40)	(0,30)
Change in equity	(0,87)	(0,56)	(0,77)	(0,90)
FREE CASH FLOW TO EQUITY	**(0,29)**	**0,64**	**1,13**	**1,30**

Source: Reti Historical Data 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.

FY24A Results

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES FY24A

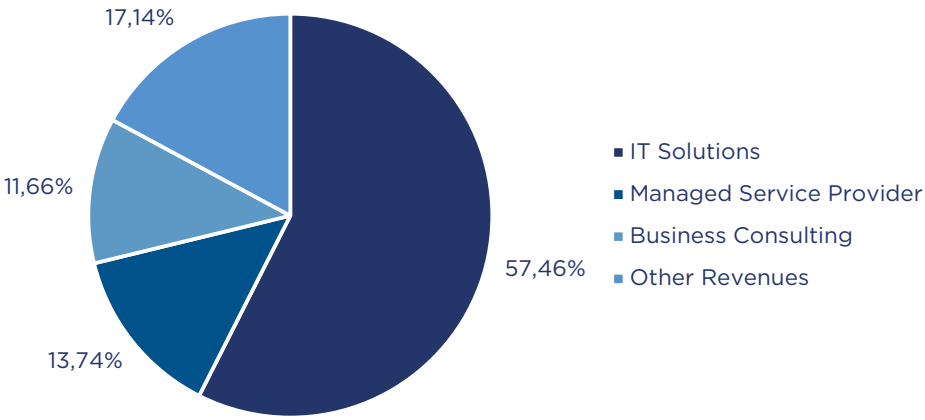
€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY24A	32,29	3,51	10,9%	2,34	1,27	3,71
FY24E	32,55	3,85	11,8%	2,60	1,75	2,79
Change	*-0,8%*	*-8,8%*	*-1,0%*	*-10,0%*	*-27,6%*	*n/a*

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati annuali, dichiara: "*Il mercato digitale in Italia chiude il 2024 in crescita, proiettandosi verso il nuovo triennio con un trend positivo sempre più rapido e incalzante, sostenuto dalla crescita esponenziale dei Digital Enabler - Intelligenza Artificiale, Cloud e Cybersecurity. In questo scenario, Reti si impegna ad assumere un ruolo chiave all'interno dell'ecosistema tecnologico, con un modello di business sostenibile che unisce innovazione ed equilibrio ambientale. La nostra crescita costante è il risultato di una strategia fondata sul continuo potenziamento delle competenze, nella diversificazione delle soluzioni offerte e nella creazione di valore per gli stakeholder e l'intera comunità. Un modello di business che trova conferma nei risultati: il valore della produzione ha raggiunto i 32,29 milioni di Euro, con un EBITDA margin del 10,87 % e un organico di 370 dipendenti.*".

Il valore della produzione si attesta a € 32,29 mln, rispetto a un valore pari a € 30,93 mln registrato a fine 2023 e a € 32,55 mln stimati nel nostro precedente report.
La crescita rispetto al 2023 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.

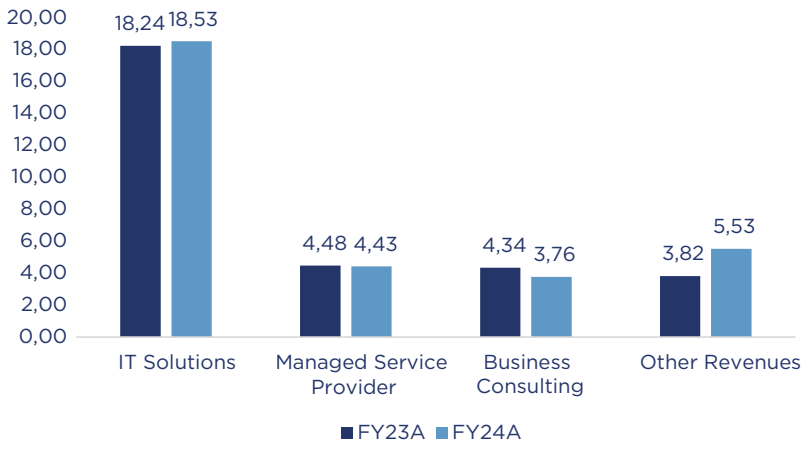
CHART 1 – REVENUES BREAKDOWN BY BU FY24A



Source: Integrae SIM

La crescita dei ricavi è principalmente trainata dalla linea IT Solutions che rappresenta il 57,46% dei ricavi totali, passando da € 18,24 mln nel FY23A a € 18,53 mln nel FY24A (+1,6%), seguita dai Ricavi Accessori (17,14% del totale ricavi) che incrementano del 44,6% rispetto all'esercizio precedente, soprattutto grazie all'aumento delle attività di rivendita di hardware e software. I restanti ricavi sono generati per una quota pari al 13,74% dalla linea Managed Service Provider e per il restante 11,66% dalla linea Business Consulting.

CHART 2 – REVENUES BREAKDOWN BY BU FY23A VS FY24A



Source: Integrae SIM

L'EBITDA, pari a € 3,51 mln, si attesta sostanzialmente in linea rispetto ai € 3,50 mln dell'esercizio precedente (+0,3%) e risulta in leggera diminuzione rispetto alle nostre precedenti stime pari a € 3,85 mln. L'EBITDA Margin, pari al 10,9%, risulta in lieve flessione rispetto al dato al FY23A, pari all'11,3%, causato principalmente da un incremento dei costi del personale, a fronte di investimenti volti a fidelizzare le risorse. Il numero dei dipendenti nel FY24A è pari a 367, stabile rispetto al dato del 2023.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 1,17 mln, si attesta a € 2,34 mln (€ 2,27 mln nel 2023), rispetto a nostre stime pari a € 2,60 mln. L'EBIT Margin risulta pari al 7,2%, rispetto ad un dato al FY23A del 7,3% e nostre stime pari all'8,0%.

Il Net Income si attesta a € 1,27 mln (€ 1,47 mln nel 2023), mostrando una flessione rispetto a € 1,75 mln delle nostre precedenti stime. Tale riduzione è riconducibile, oltre agli altri fattori, anche alla svalutazione per perdite della partecipazione in C.NExT per circa € 0,20 mln, che ha impattato negativamente sul saldo finanziario.

La NFP si attesta a € 3,71 mln, in miglioramento rispetto ai € 3,98 mln registrati al 31 dicembre 2023, confermando la capacità della Società di gestire con attenzione la propria struttura finanziaria. Nel dettaglio, la NFP *Operating* ammonta a € 2,71 mln, evidenziando un incremento rispetto a € 1,86 mln del FY23A. Di particolare rilievo è, infine, la significativa riduzione della NFP *Non Operating,* relativa allo sviluppo del Campus Tecnologico, che si attesta a € 1,00 mln, in netto miglioramento rispetto ai € 2,12 mln del precedente esercizio. Questo trend riflette l'impegno costante della Società nel ridurre progressivamente l'esposizione finanziaria legata al progetto, confermando un approccio disciplinato e orientato alla sostenibilità nel lungo termine.

FY25E – FY27E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY25E-27E

€/mln	FY25E	FY25E	FY25E
VoP			
New	34,05	37,05	40,05
Old	37,05	40,55	n/a
Change	*-8,1%*	*-8,6%*	*n/a*
EBITDA			
New	3,85	4,25	4,75
Old	4,75	5,45	n/a
Change	*-18,9%*	*-22,0%*	*n/a*
EBITDA %			
New	11,3%	11,5%	11,9%
Old	12,8%	13,4%	n/a
Change	*-1,5%*	*-2,0%*	*n/a*
EBIT			
New	2,70	3,10	3,65
Old	3,50	4,20	n/a
Change	*-22,9%*	*-26,2%*	*n/a*
Net Income			
New	1,75	2,05	2,40
Old	2,40	2,90	n/a
Change	*-27,1%*	*-29,3%*	*n/a*
NFP			
New	2,14	0,61	(0,99)
Old	1,50	(0,58)	n/a
Change	*n/a*	*n/a*	*n/a*

Source: Integrae SIM

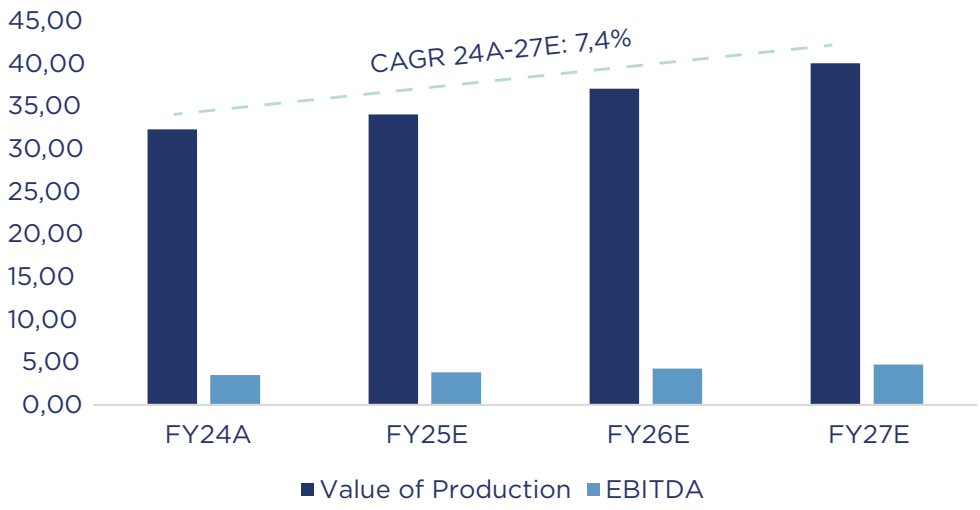
Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY24A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni. L'attuale contesto macroeconomico, caratterizzato da un generale rallentamento del settore IT e della consulenza tecnologica, si è infatti tradotto in una revisione al ribasso delle previsioni economico-finanziarie per il triennio 2025-2027. Il deterioramento del quadro economico, l'incertezza dei mercati e il rallentamento degli investimenti in digitalizzazione hanno inciso sulle prospettive di crescita dell'intero comparto, con impatti diretti anche sulla Società. Di conseguenza, le previsioni aggiornate riflettono un'aspettativa più prudente in termini di ricavi e marginalità, tenendo conto delle attuali condizioni di mercato e delle dinamiche di settore.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY25E pari a € 34,05 mln ed un EBITDA pari a € 3,85 mln, corrispondente ad una marginalità dell'11,3%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 40,05 mln (CAGR 24A-27E: 7,4%) nel FY27E, con EBITDA pari a € 4,75 mln

(corrispondente ad una marginalità del 11,9%), in crescita rispetto a € 3,51 mln del FY24A (corrispondente ad un EBITDA margin del 10,9%).

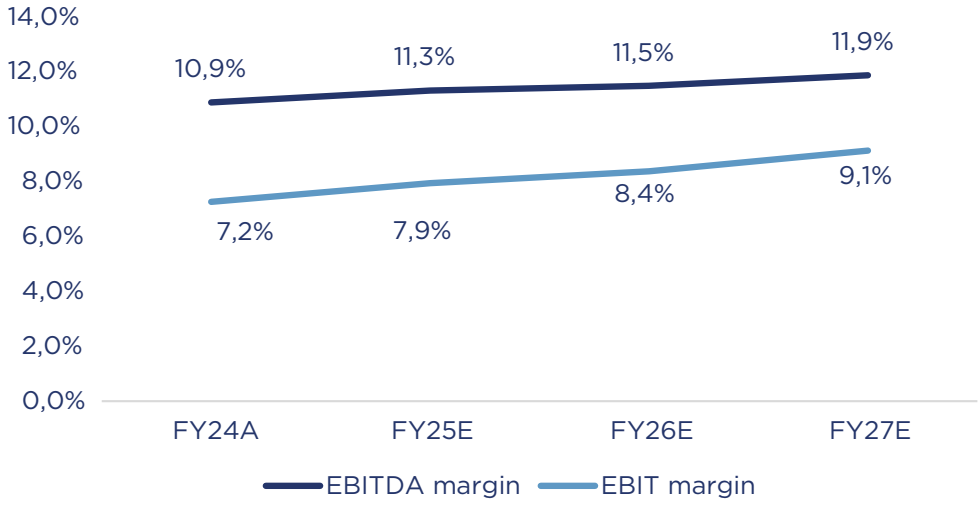
A livello patrimoniale, stimiamo per il FY27E una NFP – Operating *cash positive* pari a € 0,99 mln.

CHART 3 – VOP AND EBITDA FY24A – FY27E



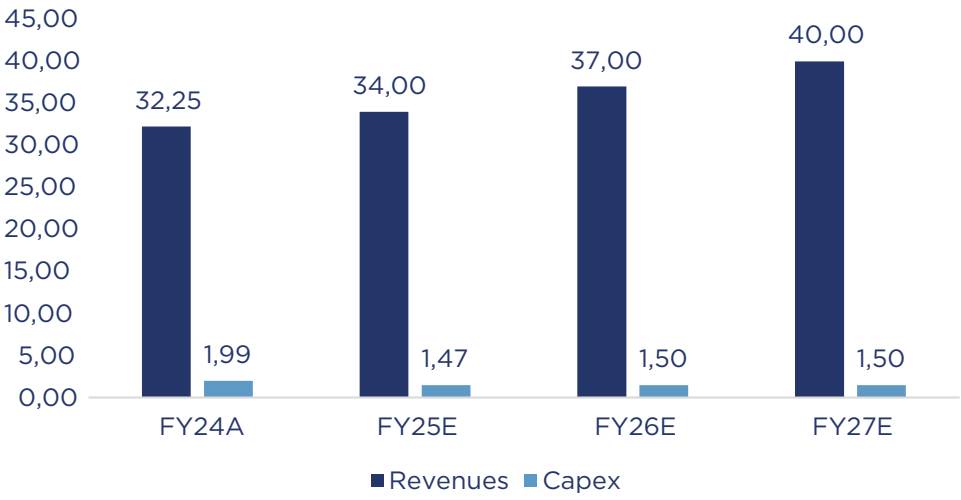
Source: Integrae SIM

CHART 4 – MARGIN % FY24A– FY27E



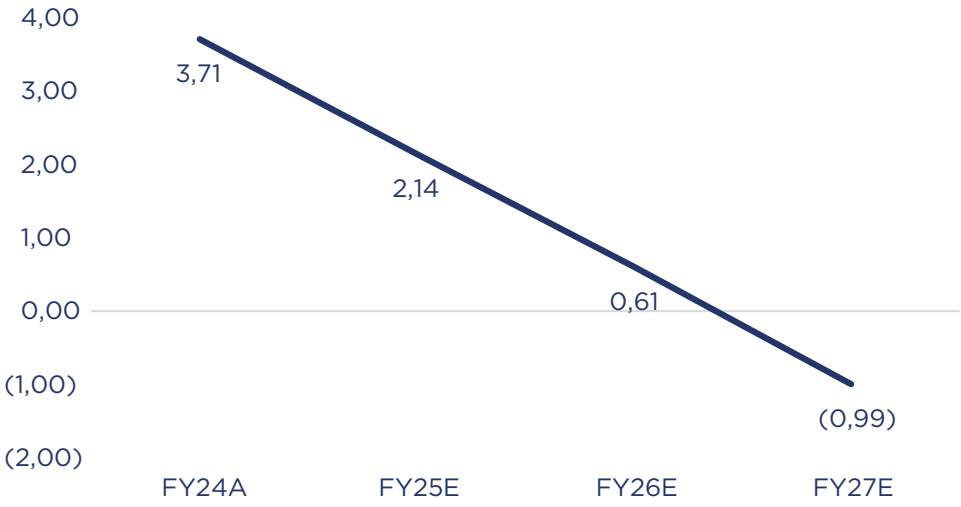
Source: Integrae SIM

CHART 5 – CAPEX FY24A – FY27E



Source: Integrae SIM

CHART 6 – NFP FY24A – FY27E



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			6,82%
D/E **66,67%**	Risk Free Rate **2,67%**	β Adjusted **0,8**	α (specific risk) **2,50%**
Kd **1,50%**	Market premium **7,26%**	β Relevered **0,6**	Ke **10,64%**

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 6,82%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFE actualized	13,2	17%
TV actualized DCF	64,5	83%
Enterprise Value	**77,7**	**100%**
NFP - Operating (FY24A)	2,7	
Equity Value	**75,0**	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, risulta un **equity value di € 75,0 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln		WACC						
		5,3%	**5,8%**	**6,3%**	**6,8%**	**7,3%**	**7,8%**	**8,3%**
Growth Rate (g)	**3,0%**	169,4	138,2	116,4	100,3	88,0	78,2	70,3
	2,5%	141,3	119,0	102,6	89,9	79,9	71,8	65,1
	2,0%	121,6	104,8	91,9	81,7	73,4	66,5	60,8
	1,5%	107,2	93,9	83,5	75,0	68,0	62,1	57,0
	1,0%	96,0	85,3	76,6	69,5	63,4	58,3	53,8
	0,5%	87,2	78,3	71,0	64,8	59,5	55,0	51,0
	0,0%	80,1	72,5	66,2	60,8	56,2	52,1	48,6

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		
	FY25E	FY26E	FY27E
Accenture Plc Class A	15,6 x	14,7 x	13,4 x
TXT e-solutions S.p.A.	11,0 x	10,1 x	n/a
Bouvet ASA	10,8 x	9,9 x	9,5 x
Reply S.p.A.	12,3 x	11,3 x	10,3 x
OBIC Co., Ltd.	19,8 x	18,2 x	15,3 x
NEXUS AG	18,5 x	16,6 x	14,2 x
Median	**13,9 x**	**13,0 x**	**13,4 x**

Source: Integrae SIM

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY25E	FY26E	FY27E
Enterprise Value			
	53,59	55,20	63,74
Enterprise Value post 25% discount			
	40,19	41,40	47,80
Equity Value			
	38,05	40,79	48,80
Average	**38,05**	**40,79**	**48,80**

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 € 42,5 mln.**

Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	58,8
Equity Value DCF (€/mln)	75,0
Equity Value Multipes (€/mln)	42,5
Target Price (€)	**4,70**

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a circa € 58,8 mln.

Il target price è quindi di € 4,70 (prev. € 4,90). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/EBITDA	17,5 x	16,0 x	14,5 x	12,9 x
EV/EBIT	26,3 x	22,8 x	19,8 x	16,8 x
P/E	46,4 x	33,6 x	28,7 x	24,5 x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/EBITDA	7,1x	6,5x	5,9x	5,3x
EV/EBIT	10,7x	9,3x	8,1x	6,9x
P/E	17,7x	12,8x	10,9x	9,3x

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 expresed 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 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
10/10/2024	1,92	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%	Upside >= 15%
HOLD	-5% < Upside < 7.5%	-5% < Upside < 10%	0% < Upside < 15%
SELL	Upside <= -5%	Upside <= -5%	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.*