EQUITY RESEARCH

UPDATE

Produzione | 06.10.2025, h. 18:30
Pubblicazione | 07.10.2025, h. 07:00

Reti

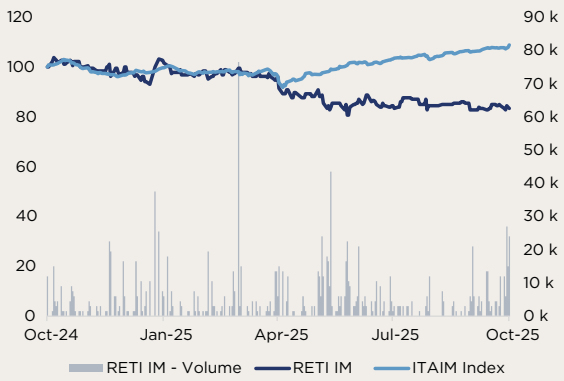
Euronext Growth Milan | Information Technology | Italy

Rating	Target Price
BUY	€ 4,70
unchanged	unchanged

Key Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/Sales	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x
EV/EBITDA	6,3x	5,7x	5,2x	4,6x
EV/EBIT	9,4x	7,5x	6,6x	5,7x
P/E	15,3x	10,2x	8,8x	7,6x
NFP/EBITDA	1,1x	0,6x	0,2x	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	2,95	3,35	3,85
Net Income	1,27	1,90	2,20	2,55
NFP - Operating	2,71	2,09	0,92	(0,56)
EBITDA margin	*10,9%*	*11,3%*	*11,5%*	*11,9%*
EBIT margin	*7,2%*	*8,7%*	*9,0%*	*9,6%*
Net income margin	*3,9%*	*5,6%*	*5,9%*	*6,4%*

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Risk	Medium
Price	€ 1,55
Target price	€ 4,70
Upside/(Downside) potential	203,5%
Ticker - Bloomberg Code	RETI IM
Market Cap (€/mln)	€ 19,37
EV (€/mln) (NFP - Operating)	€ 22,08
Free Float (% on ordinary shares)	18,72%
Shares Outstanding	12.499.000
52-week high	€ 1,97
52-week low	€ 1,47
Average Daily Volumes (3 months)	4.159

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

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	0,6%	-1,3%	-13,4%	-16,7%
to FTSE Italia Growth	-2,0%	-6,7%	-26,4%	-25,5%
to Euronext STAR Milan	-4,9%	-5,8%	-31,0%	-25,8%
to FTSE All-Share	-3,0%	-9,5%	-30,4%	-46,8%
to EUROSTOXX	-5,1%	-6,6%	-23,5%	-31,0%
to MSCI World Index	-3,5%	-8,2%	-35,2%	-33,7%

Source: FactSet

Main Ratios	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
ROA	6,8%	8,2%	8,7%	9,4%
ROIC	9,9%	14,9%	17,3%	19,8%
ROE	13,9%	18,2%	18,6%	19,0%
Current Ratio	0,60	0,63	0,68	0,75

Source: FactSet

1H25A Results

Nel 1H25A il Valore della Produzione si attesta a € 17,13 mln, in crescita del 3,4% rispetto al 1H24A, grazie al consolidamento dei clienti storici e all'acquisizione di nuove commesse. L'EBITDA si attesta a € 1,70 mln (10,2% margin), in lieve flessione rispetto al 1H24A. L'EBIT raggiunge € 1,24 mln (7,4% margin), in crescita rispetto a € 1,13 mln, grazie alla riduzione degli ammortamenti, mentre il Net Income sale a € 0,78 mln (€ 0,73 mln nel 1H24A). La NFP migliora a € 3,08 mln di debito (€ 3,71 mln a fine 2024), con un calo sia della componente operativa (€ 2,44 mln) sia di quella non operativa (€ 0,64 mln), confermando l'attenzione della Società alla sostenibilità finanziaria.

Estimates and Valuation Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H25A, confermiamo quasi integralmente 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 € 0,56 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 € 81,6 mln. L'equity value di Reti utilizzando i market multiples risulta essere pari € 36,0 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	0,90	0,90	0,90
EBIT	**2,27**	**2,34**	**2,95**	**3,35**	**3,85**
EBIT Margin	*7,3%*	*7,2%*	*8,7%*	*9,0%*	*9,6%*
Financial management	(0,20)	(0,40)	(0,15)	(0,10)	(0,10)
Other income and expenses	0,05	(0,01)	0,05	0,05	0,05
EBT	**2,12**	**1,94**	**2,85**	**3,30**	**3,80**
Taxes	0,66	0,67	0,95	1,10	1,25
Net Income	**1,47**	**1,27**	**1,90**	**2,20**	**2,55**

BALANCE SHEET (€/mln)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Fixed Assets	**21,87**	**22,68**	**23,30**	**23,90**	**24,50**
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**	**12,75**	**12,75**	**12,85**
Share capital	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Reserves	4,76	5,35	6,06	7,13	8,36
Net Income	1,47	1,27	1,90	2,20	2,55
Equity	**8,72**	**9,12**	**10,46**	**11,83**	**13,41**
Cash & cash equivalents	2,21	1,92	2,41	3,38	4,56
Operating debt	4,06	4,63	4,50	4,30	4,00
NFP-Operating	**1,86**	**2,71**	**2,09**	**0,92**	**(0,56)**
NFP - Non Operating	2,12	1,00	0,20	0,00	0,00
Net Financial Position	**3,98**	**3,71**	**2,29**	**0,92**	**(0,56)**
SOURCES	**12,70**	**12,83**	**12,75**	**12,75**	**12,85**

CASH FLOW (€/mln)	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EBIT	**2,34**	**2,95**	**3,35**	**3,85**
Taxes	0,67	0,95	1,10	1,25
NOPAT	**1,67**	**2,00**	**2,25**	**2,60**
D&A	1,17	0,90	0,90	0,90
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**	**3,59**	**3,75**	**4,00**
Capex	(1,99)	(1,52)	(1,50)	(1,50)
FREE CASH FLOW	**1,54**	**2,08**	**2,25**	**2,50**
Financial Management and Other	(0,40)	(0,10)	(0,05)	(0,05)
Change in Financial debt	(0,56)	(0,93)	(0,40)	(0,30)
Change in equity	(0,87)	(0,56)	(0,83)	(0,96)
FREE CASH FLOW TO EQUITY	**(0,29)**	**0,49**	**0,97**	**1,19**

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.

1H25A Results

TABLE 2 – 1H24A VS 1H25A

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H25A	16,73	1,70	10,2%	1,24	0,78	3,08
1H24A	15,94	1,76	11,0%	1,13	0,73	3,71*
Change	*4,9%*	*-3,5%*	*-0,9%*	*10,0%*	*6,7%*	*n/a*

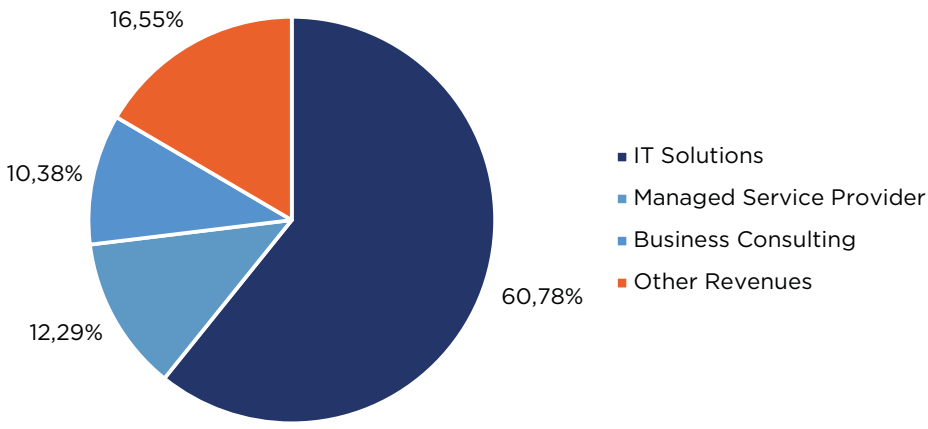
Source: Integrae SIM
*NFP al 31/12/24

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati semestrali, dichiara: "*Il contesto economico internazionale, caratterizzato da forte instabilità, vede i Digital Enabler confermarsi come il vero punto di svolta per l'evoluzione digitale del nostro Paese. Le aziende pubbliche e private continuano ad investire in tecnologie emergenti, come Cloud Computing, Cybersecurity, Big Data, Intelligenza Artificiale e Cognitive Computing, che registrano un trend di crescita nettamente superiore alla media del comparto digitale. In particolare, è l'Intelligenza Artificiale ad essere la protagonista indiscussa della trasformazione economica, sociale e produttiva, segnando l'inizio di una nuova era dell'innovazione. In questo scenario, Reti si posiziona come un partner strategico della trasformazione digitale, affiancando imprese e istituzioni che desiderano affrontare l'innovazione con consapevolezza, competenza e responsabilità. Nel primo semestre dell'anno abbiamo rafforzato il nostro contributo alla transizione tecnologica, collaborando con partner strategici e promuovendo iniziative ad alto valore aggiunto. Il sostegno alla ricerca, attraverso la partecipazione attiva agli Osservatori del Politecnico di Milano, e la creazione di momenti di confronto tramite eventi e webinar hanno alimentato il dialogo con la nostra community, offrendo un aggiornamento costante sui trend tecnologici emergenti e sulle trasformazioni del mercato. I risultati raggiunti riflettono un trend positivo, costruito su un network di relazioni autentiche, partnership solide, professionalità e visione strategica con l'obiettivo di promuovere un'innovazione sempre più accessibile, capillare e sostenibile.*".

Nel 1H25A il Valore della Produzione si attesta a € 16,73 mln, in aumento del 4,9% rispetto ai € 15,94 mln registrati nel 1H24A. La crescita riflette il consolidamento delle attività presso i clienti storici e l'acquisizione di nuove commesse, con un contributo positivo sia dal mercato domestico sia da quello internazionale.

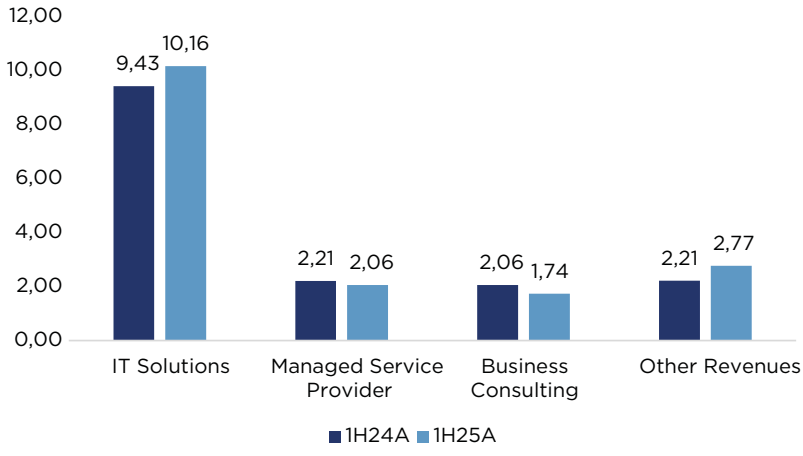
La crescita del 1H25A è trainata dalla linea IT Solutions, che si conferma core del business con € 10,16 mln (60,78% dei ricavi) e un incremento del 7,8% rispetto al 1H24A. Seguono i Ricavi Accessori (derivante dall'attività di rivendita hardware e software) con € 2,77 mln (16,55% del totale), in aumento del 25,0% rispetto allo stesso semestre dell'esercizio precedente. La linea Managed Service Provider contribuisce per € 2,06 mln (12,29% del totale), in flessione del 7,0% rispetto al 30 giugno 2024, mentre la Business Consulting registra ricavi pari a € 1,74 mln (10,38% del totale), in calo del 15,8% sul confronto con il 1H24A. La contrazione di queste due linee è riconducibile a un contesto macroeconomico caratterizzato da maggiore incertezza, che ha reso le aziende clienti meno propense a investire in nuovi progetti e servizi, frenando temporaneamente la domanda.

CHART 1 – REVENUES BREAKDOWN BY BU 1H25A



Source: Integrae SIM

CHART 2 – REVENUES BREAKDOWN BY BU 1H24A VS 1H25A



Source: Integrae SIM

Nel 1H25A l'EBITDA si attesta a € 1,70 mln, in leggera flessione rispetto agli € 1,76 mln registrati nello stesso periodo del 2024. L'EBITDA margin si colloca al 10,2%, rispetto all'11,0% del 1H24A. Il risultato riflette da un lato il miglioramento del valore aggiunto aziendale e dall'altro l'aumento dei costi operativi, in primis materie prime (+ 22,5%) e servizi (+ 6,0%), che hanno assorbito parte del beneficio. Al 30 giugno 2025 la

Società conta 378 dipendenti, in aumento rispetto ai 367 del 1H24A, a conferma del progressivo rafforzamento della struttura organizzativa.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 0,46 mln, si attesta a € 1,24 mln, in crescita rispetto a € 1,13 mln registrati nello stesso semestre del 2024, con un EBIT margin pari al 7,4% (7,1% nel 1H24A). L'andamento riflette principalmente la riduzione delle quote di ammortamento e svalutazioni, che ha più che compensato la sostanziale stabilità dell'EBITDA. Il Net Income si colloca a € 0,78 mln, in miglioramento rispetto ai € 0,73 mln del 30 giugno 2024.

La NFP al 30 giugno 2025 si attesta a € 3,08 mln, in miglioramento rispetto ai € 3,71 mln registrati al 31 dicembre 2024, confermando la capacità della Società di rafforzare progressivamente la propria struttura finanziaria. Nel dettaglio, la NFP Operating si riduce a € 2,44 mln, rispetto ai € 2,71 mln di fine 2024, mentre la NFP Non Operating, legata principalmente allo sviluppo del Campus Tecnologico, scende a € 0,64 mln, rispetto a € 1,00 mln del precedente esercizio. Questo andamento riflette l'impegno della Società nel contenere l'esposizione finanziaria e nel mantenere un equilibrio patrimoniale sostenibile, a supporto delle strategie di crescita di lungo periodo.

FY25E – FY27E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY25E-27E

€/mln	FY25E	FY25E	FY25E
VoP			
New	34,05	37,05	40,05
Old	34,05	37,05	40,05
Change	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
EBITDA			
New	3,85	4,25	4,75
Old	3,85	4,25	4,75
Change	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
EBITDA %			
New	11,3%	11,5%	11,9%
Old	11,3%	11,5%	11,9%
Change	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
EBIT			
New	2,95	3,35	3,85
Old	2,70	3,10	3,65
Change	*9,3%*	*8,1%*	*5,5%*
Net Income			
New	1,90	2,20	2,55
Old	1,75	2,05	2,40
Change	*8,6%*	*7,3%*	*6,3%*
NFP			
New	2,29	0,92	(0,56)
Old	2,14	0,61	(0,99)
Change	*n/a*	*n/a*	*n/a*

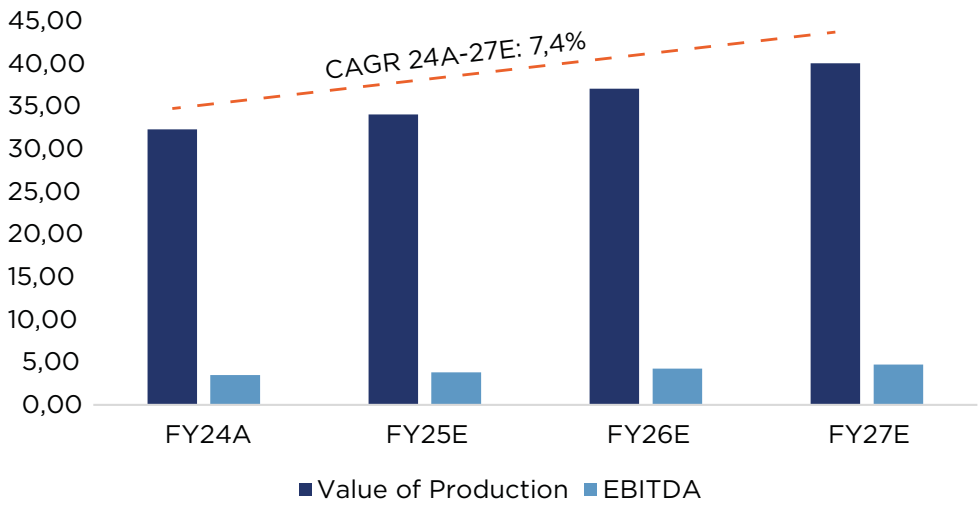
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H25A, confermiamo quasi integralmente 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%).

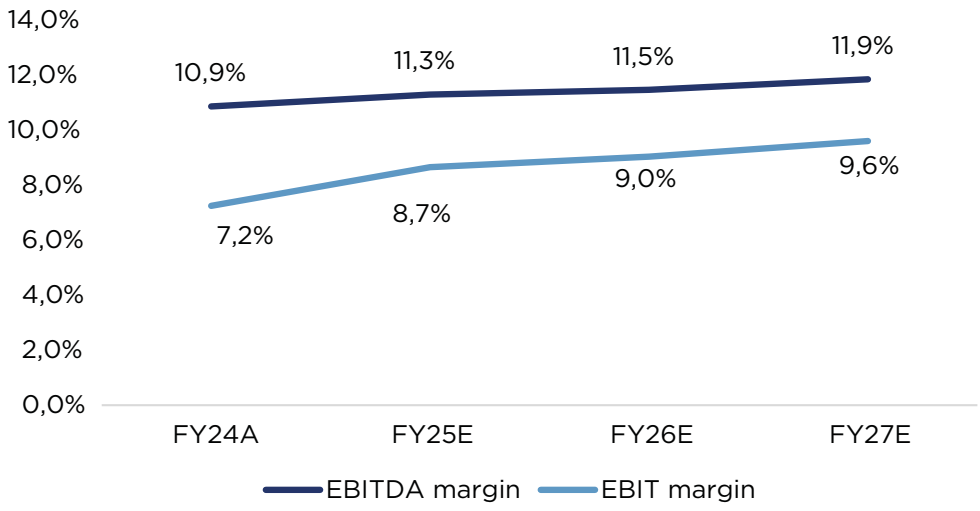
A livello patrimoniale, stimiamo per il FY27E una NFP – Operating *cash positive* pari a € 0,56 mln.

CHART 3 – VOP AND EBITDA FY24A – FY27E



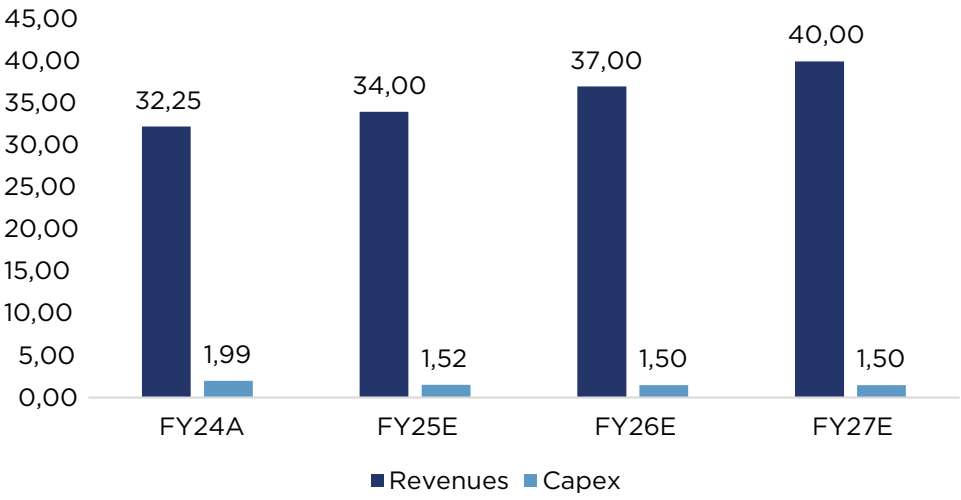
Source: Integrae SIM

CHART 4 – MARGIN % FY24A– FY27E



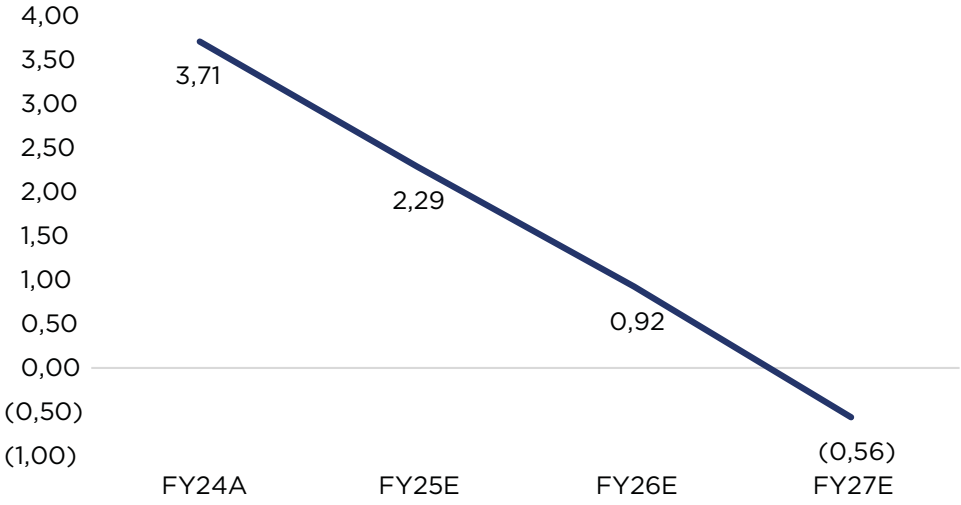
Source: Integrae SIM

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			6,79%
D/E **66,67%**	Risk Free Rate **2,55%**	β Adjusted **0,7**	α (specific risk) **2,50%**
Kd **1,50%**	Market premium **7,46%**	β Relevered **0,6**	Ke **10,59%**

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 6,79%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFE actualized	13,8	16%
TV actualized DCF	70,5	84%
Enterprise Value	**84,3**	**100%**
NFP - Operating (FY24A)	2,7	
Equity Value	**81,6**	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, risulta un **equity value di € 81,6 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%**	184,4	150,4	126,8	109,5	96,2	85,6	77,1
	2,5%	153,4	129,3	111,6	98,0	87,3	78,6	71,4
	2,0%	131,8	113,7	99,9	88,9	80,0	72,7	66,5
	1,5%	115,9	101,8	90,6	81,6	74,1	67,8	62,4
	1,0%	103,8	92,4	83,1	75,5	69,1	63,6	58,9
	0,5%	94,1	84,7	76,9	70,4	64,8	60,0	55,8
	0,0%	86,3	78,4	71,7	66,0	61,1	56,8	53,1

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	12,3 x	11,5 x	10,8 x
TXT e-solutions S.p.A.	9,8 x	8,7 x	7,8 x
Bouvet ASA	12,5 x	11,5 x	11,3 x
Reply S.p.A.	9,3 x	8,9 x	8,3 x
OBIC Co., Ltd.	22,0 x	20,0 x	18,3 x
Median	**12,3 x**	**11,5 x**	**10,8 x**

Source: Integrae SIM

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY25E	FY26E	FY27E
Enterprise Value			
	47,54	48,88	51,30
Enterprise Value post 25% discount			
	35,65	36,66	38,48
Equity Value			
	33,36	35,73	39,04
Average	**33,36**	**35,73**	**39,04**

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 € 36,0 mln.**

Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	58,8
Equity Value DCF (€/mln)	81,6
Equity Value Multipes (€/mln)	36,0
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. € 4,70). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/EBITDA	17,5x	16,0x	14,5x	13,0x
EV/EBIT	26,3x	20,9x	18,4x	16,0x
P/E	46,4x	31,0x	26,7x	23,1x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/EBITDA	6,3x	5,7x	5,2x	4,6x
EV/EBIT	9,4x	7,5x	6,6x	5,7x
P/E	15,3x	10,2x	8,8x	7,6x

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, Alessia Di Florio and Giada Croci 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
21/03/2025	1,79	Buy	4,70	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.*