

UPDATE

EQUITY RESEARCH

Reti

ISIM INTEGRÆ

Euronext Growth Milan | Information Technology | Italy

Produzione 02/10/2023, h. 18:30

Pubblicazione 03/10/2023, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 4,85

prev. €4,70

Risk



Medium

Upside potential

199,3%

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%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 1,62
Target price	€ 4,85
Upside/(Downside) potential	199,3%
Ticker	RETI IM
Market Cap (€/mln)	€ 20,25
EV (€/mln) (NFP - Operating)	€ 22,35
Free Float	19,45%
Share Outstanding	12.499.000
52-week high	€ 2,48
52-week low	€ 1,57
Average daily volumes (3 months)	3.818

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it

Alessandro Colombo | alessandro.colombo@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-5,26%	-4,71%	-16,49%	-5,26%
to FTSE Italia Growth	0,88%	3,25%	-5,28%	0,58%
to Euronext STAR Milan	2,35%	6,27%	-1,88%	-5,67%
to FTSE All-Share	-2,12%	-2,13%	-17,61%	-35,55%
to EUROSTOXX	-1,88%	1,22%	-12,47%	-29,06%
to MSCI World Index	-0,70%	-0,71%	-18,26%	-22,68%

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	7,6 x	6,1 x	4,9 x	4,3 x
EV/EBIT	13,1 x	9,1 x	6,7 x	5,5 x
P/E	20,6 x	12,7 x	9,0 x	7,4 x

1H23A Results

Il valore della produzione per il semestre in esame si attesta a € 15,38 mln, rispetto a un valore pari a € 13,11 mln registrato al 30/06/2022. L'EBITDA, pari a € 1,70 mln, registra un incremento pari al 20,4% rispetto ai € 1,41 mln dell'1H22A. L'EBITDA *margin* è anch'esso incrementato, passando dal 10,7% del 1H22A ad un valore pari all'11,0% alla fine dei primi sei mesi del 2023. L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 0,62 mln, si attesta a € 1,08 mln (€ 0,82 mln nell'1H22A). L'EBIT *Margin* risulta pari al 7,0%, rispetto ad un dato al 1H22A del 6,2%. La NFP mostra un miglioramento, passando da € 6,21 mln (di debito) del FY22A a € 4,29 mln di debito dell'1H23A.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per l'1H23A, confermiamo 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 € 85,61 mln. L'*equity value* di Reti utilizzando i *market multiples* risulta essere pari € 35,62 mln (incluso un *discount* pari al 25%). Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 60,61 mln. **Il target price è di € 4,85, 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.

1H23A Results

TABLE 2 – 1H23A VS 1H22A

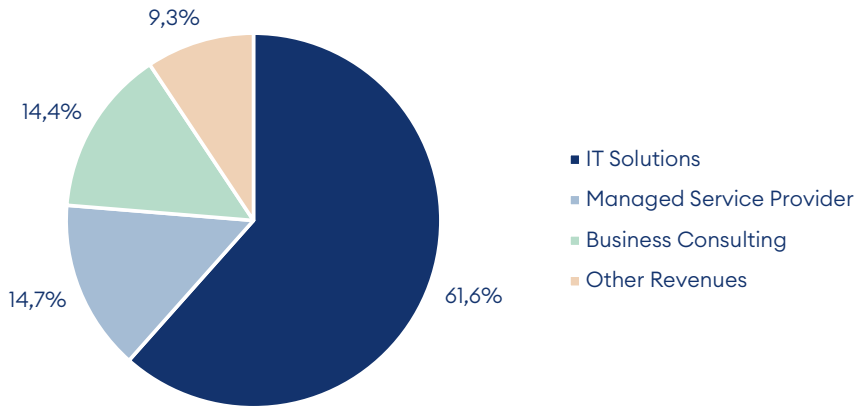
€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP-Operating
1H23A	15,38	1,70	11,0%	1,08	0,66	1,35
1H22A	13,11	1,41	10,7%	0,82	0,48	2,10*
Change	17,3%	20,4%	0,3%	32,2%	35,9%	N/A

*NFP al 31/12/2022
Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati semestrali, dichiara: *“L’evoluzione continua del mercato digitale sta rivoluzionando il panorama economico e sociale agendo direttamente sui mercati e sulle scelte dei consumatori. Per le imprese saper cogliere i trend di mercato ed investire sui digital enabler e transformer rappresenta lo snodo centrale per raggiungere vantaggi competitivi ed approdare sui mercati emergenti con prodotti e servizi all’avanguardia. Il cloud computing, le piattaforme di cybersecurity e le soluzioni di big data management sono le tecnologie trainanti del percorso di digitalizzazione di imprese e organizzazioni che chiedono una collaborazione tra gli utenti più fluida, una maggiore attenzione ai dati e al valore delle informazioni trattate, nonché una necessità di sistemi informativi flessibili per una migliore esperienza dell’utente. In questo primo semestre del 2023, oltre ad aver supportato i nostri clienti nel loro percorso di digital transformation, puntando proprio sull’adozione dei principali enabler, abbiamo anche promosso un’innovazione all’insegna della sostenibilità per generare impatti positivi per l’ambiente e la comunità. I risultati fin qui raggiunti dipendono dall’impegno e dalla professionalità delle nostre persone, i nostri Networker. [...] La combinazione di un modello di business sostenibile con una strategia fondata sulla valorizzazione di professionisti specializzati e la presenza di giovani talenti, accanto ad una continua ricerca dell’innovazione tecnologica e l’ottimizzazione dei processi aziendali, ci hanno permesso di raggiungere gli obiettivi preposti e di mantenere una solidità economica e finanziaria anche in questo primo semestre.”*

Il valore della produzione si attesta a € 15,38 mln, registrando una crescita pari al 17,3% rispetto a un valore pari a € 13,11 mln del 1H22A. La crescita rispetto allo stesso semestre dell’esercizio precedente 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.

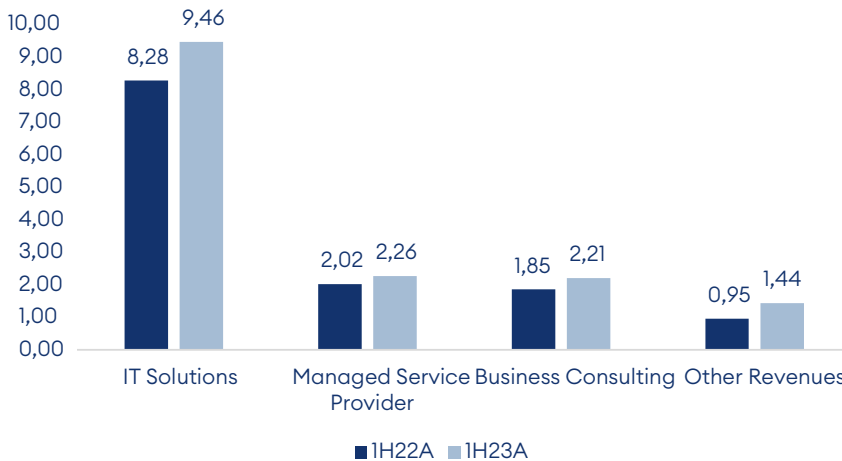
CHART 1 – REVENUES BREAKDOWN BY SEGMENT 1H23A



Source: Reti

La crescita dei ricavi è principalmente trainata dalla linea IT Solutions che rappresenta il 61,6% dei ricavi totali, passando da € 8,28 mln nel 1H22A a € 9,46 mln nel 1H23A (+14,2%), seguita dalla linea Managed Service Provider che rappresenta il 14,7% dei ricavi totali (con una crescita pari allo 12,0% rispetto al 1H22A). I restanti ricavi sono generati per una quota pari al 14,4% dalla linea Business Consulting e per il restante 9,3% da ricavi accessori. Questi ultimi risultano in crescita del 50,7% rispetto allo stesso semestre dell'esercizio precedente, a seguito dell'incremento delle attività di rivendita di hardware e software.

CHART 2 – REVENUES BREAKDOWN BY BU 1H22A VS 1H23A



Source: Reti

L'EBITDA, pari a € 1,70 mln, registra un incremento pari al 20,4% rispetto ai € 1,41 mln del 1H22A. L'EBITDA *margin* è anch'esso incrementato, passando dal 10,7% del 1H22A ad un valore pari all'11,0% alla fine dei primi sei mesi del 2023. Il risultato è stato ottenuto principalmente

dall'aumento dei volumi di vendita e dall'ottenimento di commesse a migliore marginalità. Si evidenzia come il risultato del semestre sia migliore rispetto all'esercizio precedente, nonostante la difficoltà nel reperire nuovo personale qualificato sul mercato, grazie all'efficientamento delle attività e ad una migliore *retention* dei talenti acquisiti. Con riferimento al personale, si denota un aumento del costo di quest'ultimo nel corso del 1H23A pari al 12,3%, a seguito delle nuove assunzioni effettuate. Il numero medio di dipendenti, infatti, si è incrementato di 22 unità, raggiungendo le 361 unità nel 1H23A.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 0,62 mln, si attesta a € 1,08 mln, risultando in crescita rispetto al 1H22A (€ 0,82 mln), registrando conseguentemente un EBIT *margin* del 7,0% rispetto al 6,2% del 30/06/2022. Il Net Income si attesta a € 0,66 mln, in aumento rispetto al dato al 30 giugno 2022 (€ 0,48 mln).

La NFP mostra un miglioramento da € 6,21 mln a € 4,29 mln. Nel dettaglio, la NFP *non operating*, relativa al Reti Campus, è pari a € 2,94 mln, in diminuzione di € 1,17 mln, mentre la NFP *operating* ammonta a € 1,35 mln, anch'essa in diminuzione rispetto ai € 2,10 mln del FY22A.

FY23E – FY25E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY23E-25E

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
VoP			
New	30,45	33,75	37,25
Old	30,45	33,75	37,25
Change	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			
New	3,65	4,55	5,25
Old	3,65	4,55	5,25
Change	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA %			
New	12,0%	13,5%	14,1%
Old	12,0%	13,5%	14,1%
Change	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			
New	2,45	3,35	4,05
Old	2,45	3,35	4,05
Change	0,0%	0,0%	0,0%
Net Income			
New	1,60	2,25	2,75
Old	1,60	2,25	2,75
Change	0,0%	0,0%	0,0%
NFP - Operating			
New	1,38	1,18	0,35
Old	1,38	1,18	0,35
Change	N/A	N/A	N/A

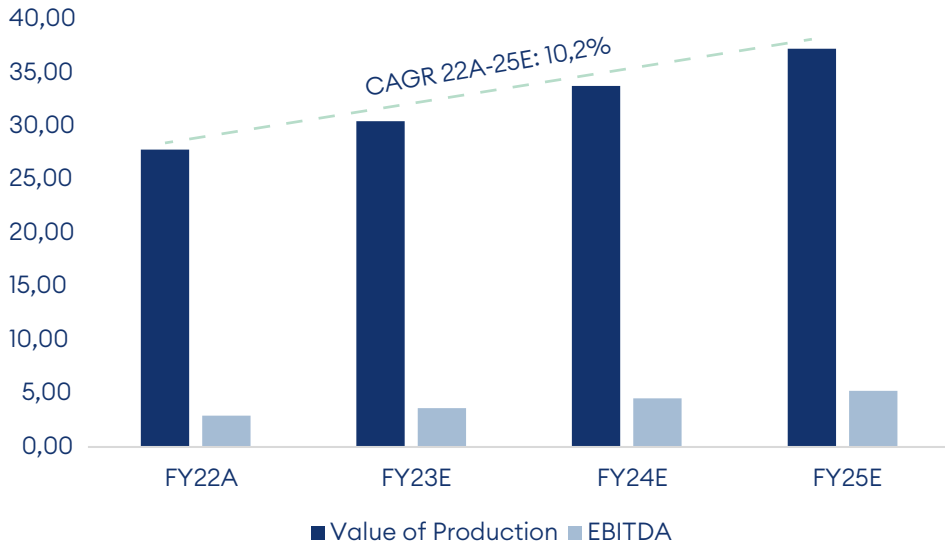
Source: *Integrae SIM*

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H23A, confermiamo integralmente le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, confermiamo 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%).

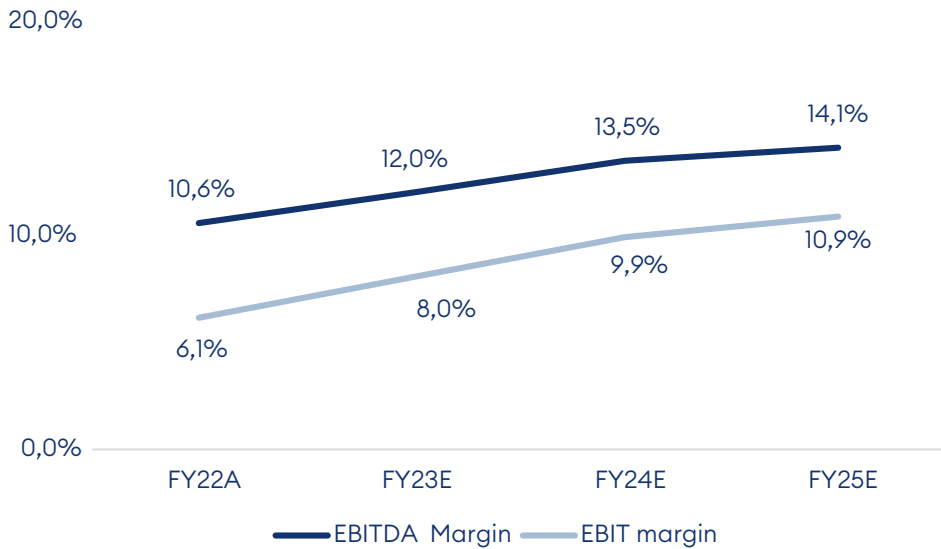
A livello patrimoniale, per il FY25E, stimiamo una NFP – *Operating* pari a € 0,35 mln e una NFP totale pari a € 0,75 mln.

CHART 3 – VOP AND EBITDA FY22A-25E



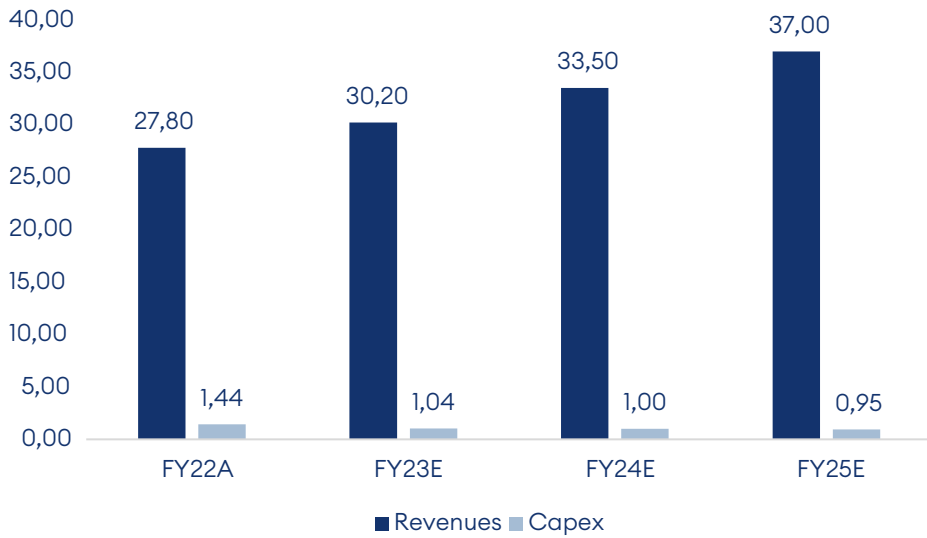
Source: Integrae SIM

CHART 4 – MARGIN FY22A-25E



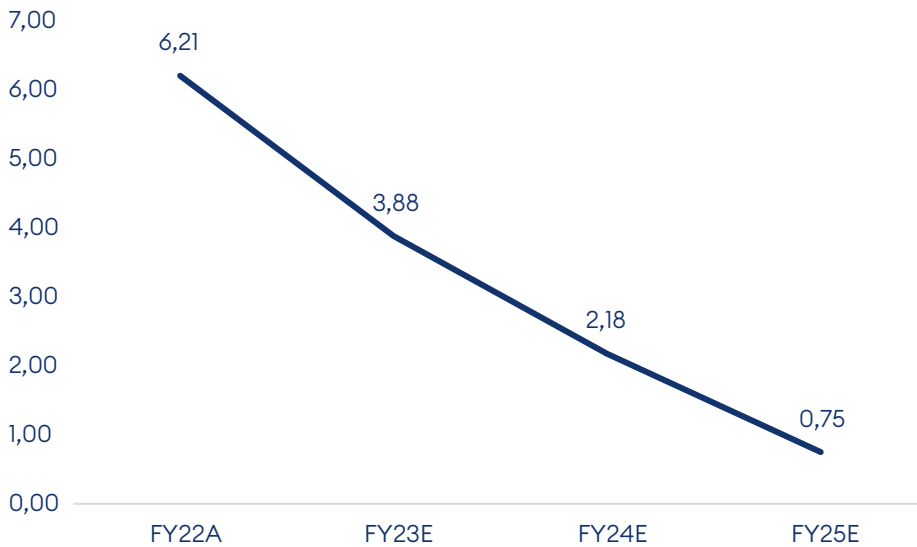
Source: Integrae SIM

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				5,59%
D/E 150,00%	Risk Free Rate 3,64%	β Adjusted 0,75	α (specific risk) 2,50%	
K_d 1,50%	Market Premium 8,33%	β Relevered 1,55	K_e 12,35%	

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 5,59%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	12,0	14%
TV actualized DCF	75,7	86%
Enterprise Value	87,7	100%
NFP - Operating (FY22A)	2,1	
Equity Value	85,6	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 85,6 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		4,1%	4,6%	5,1%	5,6%	6,1%	6,6%	7,1%
	2,5%	238,9	181,4	146,2	122,3	105,2	92,2	82,0
	2,0%	184,2	148,4	124,1	106,7	93,5	83,2	74,9
	1,5%	150,6	126,0	108,3	94,9	84,4	76,0	69,1
	1,0%	127,9	109,8	96,2	85,6	77,1	70,0	64,2
	0,5%	111,5	97,7	86,8	78,2	71,0	65,1	60,1
	0,0%	99,1	88,1	79,3	72,1	66,0	60,9	56,5
	-0,5%	89,4	80,5	73,1	67,0	61,8	57,3	53,4

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		
	FY23E	FY24E	FY25E
SeSa SpA	6,6 x	6,1 x	5,7 x
Accenture Plc.	15,0 x	13,9 x	14,1 x
Bouvet ASA	11,6 x	11,1 x	10,0 x
Reply S.p.A.	9,9 x	8,9 x	8,1 x
Websolute SpA	5,5 x	4,5 x	3,5 x
NEXUS AG	15,7 x	13,5 x	11,9 x
OBIC Co., Ltd.	32,4 x	28,9 x	26,0 x
Peer median	11,6 x	11,1 x	10,0 x

Source: Infiniti

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	42,5	50,5	52,4
Equity Value			
EV/EBITDA	41,1	49,3	52,0
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	30,8	37,0	39,0
Average	30,8	37,0	39,0

Source: Integre SIM

L'*equity value* di Reti, utilizzando i *market multiple* EV/EBITDA, risulta essere pari a circa € 47,49 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. Pertanto, ne risulta un **equity value di € 35,62 mln.**

Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	60,61
Equity Value DCF (€/mln)	85,61
Equity Value multiples (€/mln)	35,62
Target Price (€)	4,85

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 60,61 mln. **Il target price è quindi di € 4,85 (prev. €4,70). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	21,3x	17,2x	13,8x	11,9x
EV/EBIT	36,7x	25,6x	18,7x	15,5x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	7,6x	6,1x	4,9x	4,3x
EV/EBIT	13,1x	9,1x	6,7x	5,5x

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 Rivello, 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
30/09/2022	1,75	Buy	4,50	Medium	Update
13/03/2023	1,85	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 S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee

any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 20307/2018, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

Rating system (long term horizon: 12 months)

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the expected total return (ETR – absolute performance in the 12 months following the publication of the analysis, including the ordinary dividend paid by the company), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the expected total return may temporarily fall outside the proposed range

Equity Total Return (ETR) for different risk categories

Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR \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 INTEGRAE SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integrae SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies).

The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, 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, the role of broker in charge of the share buyback activity of Reti SpA;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Reti SpA;
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.