

Reti	Italy	FTSE AIM Italia	IT
Rating: BUY	Target Price: € 1,95 (Prev €1,95)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	N/A	N/A	N/A	N/A
to FTSE AIM Italia	N/A	N/A	N/A	N/A
to FTSE STAR Italia	N/A	N/A	N/A	N/A
to FTSE All-Share	N/A	N/A	N/A	N/A
to EUROSTOXX	N/A	N/A	N/A	N/A
to MSCI World Index	N/A	N/A	N/A	N/A

Stock Data

Price	€ 0,80
Target price	€ 1,95
Upside/(Downside) potential	143,8%
Bloomberg Code	RETI IM Equity
Market Cap (€m)	€ 10,30
EV (€m) (NFP - Operating)	€ 13,51
Free Float (Greenshoe Included)	22,32%
Share Outstanding (Greenshoe Included)	12.874.000
52-week high	N/A
52-week low	N/A
Average daily volumes (1m)	N/A

Key Financials (€m)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Revenues	21,0	22,4	24,7	27,2
VoP	21,2	22,6	24,9	27,5
EBITDA	2,2	2,4	2,9	3,4
EBIT	1,2	1,2	1,6	2,2
Net Profit	0,6	0,6	1,1	1,5
EBITDA margin	10,3%	10,4%	11,4%	12,4%
EBIT margin	5,5%	5,1%	6,4%	8,0%
Net Profit margin	2,7%	2,9%	4,2%	5,5%

Main Ratios	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	6,2	5,7	4,7	4,0
EV/EBIT (x)	11,5	11,7	8,4	6,1
P/E (x)	18,0	15,8	9,8	6,9

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



1H20A Results

Nonostante le condizioni di grave difficoltà globale createsi a causa della diffusione dell'epidemia Covid 19, i risultati semestrali mostrano un miglioramento sia a livello di marginalità sia di ricavi.

Il valore della produzione, pari a € 10,60 mln, mostra una leggera crescita rispetto ai dati semestrali dello scorso anno (€ 10,42 mln al 30 giugno 2019), sostanzialmente in linea il anche i ricavi pari a € 10,50 mln, rispetto ai €10,35 mln dello scorso anno. L'EBITDA è pari a € 1,17 mln (€ 0,97 mln al 30 giugno 2019) con EBITDA Margin pari al 11,0%.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale, confermiamo le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, confermiamo valore della produzione 2020E pari a € 22,6 mln ed un EBITDA pari a € 2,4 mln, corrispondente ad una marginalità del 10,4%.

Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 30,3 mln (CAGR 19A-23E: 9,34%) nel 2023E, con EBITDA pari a € 4,1 mln (corrispondente ad una marginalità del 13,6%), in crescita rispetto a € 2,17 mln del 2019A (corrispondente ad un EBITDA margin del 10,3%).

Valuation Update

Il DCF method restituisce un equity value pari a €28,0 mln. L'equity value di Reti utilizzando i market multiples risulta essere pari €22,2 mln. Ne risulta un equity value medio pari a circa € 25,1 mln. Il target price è di € 1,95, rating BUY e rischio MEDIUM.

Oltre a questo, l'EqV del complesso immobiliare è stato stimato pari a €3,22 mln, mentre l'impatto ESG è stato stimato pari a € 8,78 mln.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Revenues	19,11	21,01	22,40	24,70	27,20	30,00
Other Revenues	0,19	0,15	0,20	0,20	0,25	0,25
Value of Production	19,30	21,17	22,60	24,90	27,45	30,25
COGS	0,86	0,63	0,90	0,95	0,95	1,00
Services	3,07	3,57	3,40	4,00	4,30	4,70
Use of assets owned by others	0,14	0,24	0,30	0,35	0,40	0,45
Employees	12,91	14,56	15,65	16,75	18,40	20,00
EBITDA	2,31	2,17	2,35	2,85	3,40	4,10
<i>EBITDA Margin</i>	<i>12,0%</i>	<i>10,3%</i>	<i>10,4%</i>	<i>11,4%</i>	<i>12,4%</i>	<i>13,6%</i>
D&A	0,90	1,00	1,20	1,25	1,20	1,15
EBIT	1,41	1,17	1,15	1,60	2,20	2,95
<i>EBIT Margin</i>	<i>7,3%</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,1%</i>	<i>6,4%</i>	<i>8,0%</i>	<i>9,8%</i>
Financial Management	(0,13)	(0,21)	(0,15)	(0,15)	(0,10)	(0,10)
Other Operating Income and Expenses	(0,09)	(0,03)	0,00	(0,05)	(0,05)	(0,05)
EBT	1,19	0,93	1,00	1,40	2,05	2,80
Taxes	0,44	0,36	0,35	0,35	0,55	0,75
Net Income	0,75	0,57	0,65	1,05	1,50	2,05
BALANCE SHEET (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Fixed Assets	19,63	20,40	21,00	20,70	20,40	20,20
Account receivable	7,09	6,70	7,20	7,90	8,70	9,50
Inventories	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Account payable	1,62	1,23	1,60	1,80	1,90	2,00
Operating Working Capital	5,48	5,46	5,60	6,10	6,80	7,50
Other receivable	0,61	0,35	0,20	0,20	0,20	0,20
Other payable	5,66	5,20	5,15	5,45	5,80	6,00
Net Working Capital	0,42	0,61	0,65	0,85	1,20	1,70
Severance Indemnities & Other Provisions	2,72	3,04	3,50	4,05	4,60	5,25
NET INVESTED CAPITAL	17,34	17,98	18,15	17,50	17,00	16,65
Share Capital	2,00	2,00	2,57	2,57	2,57	2,57
Reserves	1,65	1,85	4,18	4,83	5,88	7,38
Net Income	0,75	0,57	0,65	1,05	1,50	2,05
Equity	4,40	4,43	7,40	8,45	9,95	12,00
NFP - Operating	2,20	3,21	1,25	3,05	4,05	3,61
NFP - Non Operating	10,74	10,35	9,50	6,01	3,01	1,04
Net Financial Position	12,93	13,56	10,75	9,05	7,05	4,65
SOURCES	17,34	17,98	18,15	17,50	17,00	16,65
CASH FLOW (€/mln)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	
EBIT	1,17	1,15	1,60	2,20	2,95	
Taxes	0,36	0,35	0,35	0,55	0,75	
NOPAT	0,81	0,80	1,25	1,65	2,20	
D&A	1,00	1,20	1,25	1,20	1,15	
Change in receivable	0,40	(0,51)	(0,70)	(0,80)	(0,80)	
Change in payable	-0,38	0,37	0,20	0,10	0,10	
Change in others	-0,20	0,10	0,30	0,35	0,20	
<i>Change in NWC</i>	<i>-0,19</i>	<i>-0,04</i>	<i>-0,20</i>	<i>-0,35</i>	<i>-0,50</i>	
Change in provisions	0,32	0,46	0,55	0,55	0,65	
OPERATING CASH FLOW	1,94	2,43	2,85	3,05	3,50	
Capex	(1,8)	(1,8)	(0,9)	(0,9)	(1,0)	
FREE CASH FLOW	0,17	0,63	1,90	2,15	2,55	
Financial Management	(0,21)	(0,15)	(0,15)	(0,10)	(0,10)	
Change in Debt to Bank	0,62	(2,80)	(1,70)	(2,00)	(2,41)	
Change in Equity	(0,55)	2,32	0,00	0,00	0,00	
FREE CASH FLOW TO EQUITY	0,03	0,00	0,05	0,05	0,05	

Source: Reti and Integrae SIM

1.1 1H20A Results

Table 2 – 1H20A vs 1H19A

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP-Operating
1H20A	10,60	1,17	11,0%	0,64	0,38	1,71
1H19A	10,42	0,97	9,3%	0,51	0,22	3,21*
Change	1,7%	20,6%	1,7%	25,6%	72,1%	N.A

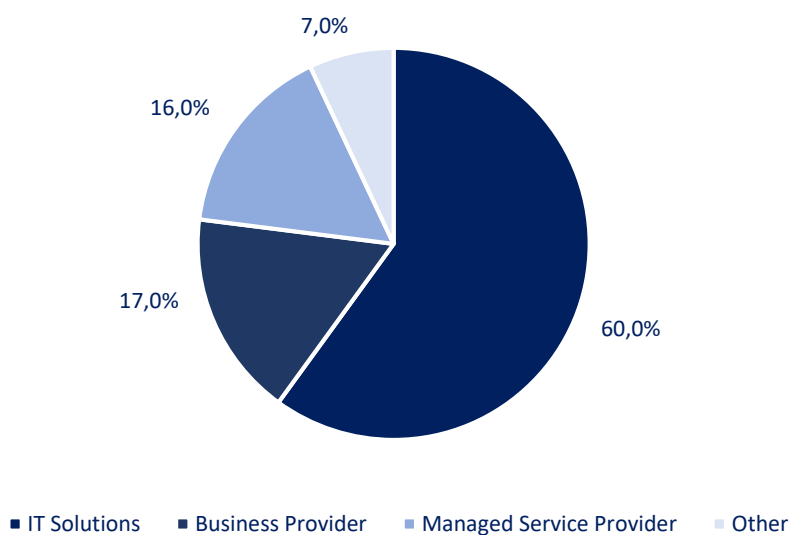
*Dato full year 2019A

Source: Reti

Nonostante le condizioni di grave difficoltà globale createsi a causa della diffusione dell'epidemia Covid 19, i risultati semestrali mostrano un miglioramento sia a livello di marginalità sia di ricavi. Infatti, secondo quanto dichiarato tramite comunicato stampa *“Siamo molto soddisfatti degli importanti risultati del primo semestre, nel quale abbiamo registrato ottime performance in termini di crescita e marginalità. Risultati che evidenziano la capacità di Reti di generare valore sostenibile per tutti i suoi azionisti: la quotazione in Borsa, conclusa con successo il 10 settembre, ci consentirà di sostenere un ambizioso progetto di sviluppo e affrontare con successo le sfide competitive del settore dell'IT Consulting”*.

Il valore della produzione, pari a € 10,60 mln, mostra una leggera crescita rispetto ai dati semestrali dello scorso anno (€ 10,42 mln al 30 giugno 2019), sostanzialmente in linea il anche i ricavi pari a € 10,50 mln, rispetto ai €10,35 mln dello scorso anno.

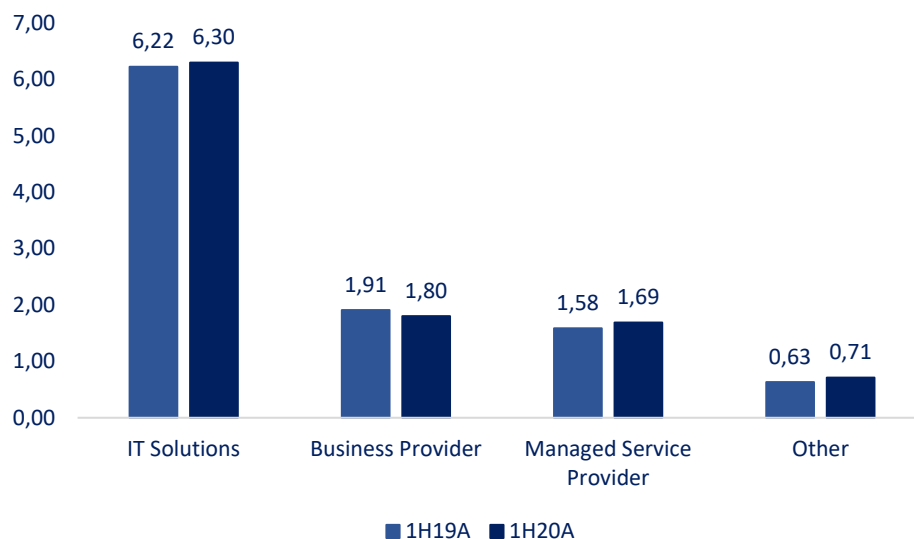
Chart 1 – Revenues by Business Line 1H20A



Source: Reti

La principale fonte di ricavo della Società è rappresentata dalle IT Solutions, con una quota pari al 60% dei ricavi complessivi, le linee Business Provider e Managed Service Provider rappresentano rispettivamente il 16% e 17%.

Chart 2 – Revenues by Business Line 1H19A vs 1H20A



Source: Reti

I ricavi delle tre linee di business rimangono sostanzialmente invariati rispetto allo scorso anno, la linea Managed Service Provider mostra una crescita del 6,6%, mentre la linea Business Provider mostra una leggera decrescita del 5,7%. Sostanzialmente stabile la linea IT Solutions che cresce dell'1,2%.

L'EBITDA è pari a € 1,17 mln (€ 0,97 mln al 30 giugno 2019) con EBITDA Margin pari al 11,0%. La marginalità ha beneficiato dell'esistenza del Campus Tecnologico di Reti, infatti, la Società ha potuto lavorare le proprie commesse da remoto, direttamente dal Campus, andando a risparmiare sui costi delle trasferte presso i clienti.

L'EBIT è pari a € 0,64 mln (€ 0,51 mln al 30 giugno 2019) mentre l'Utile si attesta a € 0,38 mln rispetto a € 0,22 mln registrato al 30 giugno 2019.

La Posizione Finanziaria Netta, complessiva, pari a € 12,89 mln risulta in miglioramento rispetto al 31 dicembre 2019, quando era pari a € 13,56 mln. In miglioramento anche la NFP operativa da € 3,21 mln a € 1,71 mln.

1.2 Estimates FY20E-FY23E

Table 3 – Estimates Updates FY20E-FY23E

€/mln	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
VoP				
New	22,6	24,9	27,5	30,3
Old	22,6	24,9	27,5	30,3
Change	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA				
New	2,4	2,9	3,4	4,1
Old	2,4	2,9	3,4	4,1
Change	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA %				
New	10,4%	11,4%	12,4%	13,6%
Old	10,4%	11,4%	12,4%	13,6%
Change	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT				
New	1,2	1,6	2,2	3,0
Old	1,2	1,6	2,2	3,0
Change	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Net Income				
New	0,6	1,1	1,5	2,1
Old	0,6	1,1	1,5	2,1
Change	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
NFP - Operating				
New	1,2	3,0	4,0	3,6
Old	1,2	3,0	4,0	3,6
Change	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.

Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale, confermiamo le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, confermiamo valore della produzione 2020E pari a € 22,6 mln ed un EBITDA pari a € 2,4 mln, corrispondente ad una marginalità del 10,4%.

Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 30,3 mln (CAGR 19A-23E: 9,34%) nel 2023E, con EBITDA pari a € 4,1 mln (corrispondente ad una marginalità del 13,6%), in crescita rispetto a € 2,17 mln del 2019A (corrispondente ad un EBITDA margin del 10,3%).

2. Valuation

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

2.1 DCF Method

Table 4 – WACC

WACC			6,71%
Risk Free Rate	0,28%	α (specific risk)	2,50%
Market Premium	8,46%	Beta Adjusted	0,73
D/E (average)	42,86%	Beta Relevered	0,96
Ke	8,97%	Kd	2,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo considerato un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 6,71%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		28,0
FCFO actualized	6,2	20%
TV actualized DCF	25,0	80%
Enterprise Value	31,2	100%
NFP - Operating (FY19A)	3,2	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e, prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di € 28,0 mln.**

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		5,2%	5,7%	6,2%	6,7%	7,2%	7,7%	8,2%
Growth Rate (g)	2,5%	58,3	49,0	42,1	36,9	32,8	29,5	26,7
	2,0%	49,7	42,8	37,5	33,3	29,9	27,1	24,8
	1,5%	43,4	38,1	33,8	30,4	27,6	25,2	23,2
	1,0%	38,7	34,3	30,9	28,0	25,6	23,5	21,8
	0,5%	34,9	31,3	28,4	26,0	23,9	22,1	20,5
	0,0%	31,8	28,9	26,4	24,3	22,4	20,8	19,4
	-0,5%	29,3	26,8	24,6	22,8	21,2	19,7	18,5

Source: Integrae SIM

2.2 Market Multiples

Il nostro panel è formato da Società appartenenti allo stesso settore di Reti, ma molte hanno capitalizzazione maggiore. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il DCF method.

Table 7 – Market Multiples

Company Name	EV/EBITDA (x)		
	FY20E	FY21E	FY22E
Alten SA	12,8	9,7	8,1
Se.Sa S.p.A.	9,6	8,5	7,5
Accenture PLC	15,5	14,8	13,8
Bouvet ASA	13,9	12,9	11,8
Reply S.p.A.	17,8	15,5	13,9
Websolute S.p.A.	6,6	5,9	4,9
Peer median	13,3	11,3	9,9

Source: Infiniticals

Table 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	2020E	2021E	2022E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	31,3	32,1	33,8
Equity Value			
EV/EBITDA	30,1	29,1	29,7
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	22,6	21,8	22,3
Average	22,6	21,8	22,3

Source: Integrae SIM

L'equity value di Reti, utilizzando il *market multiple* EV/EBITDA, risulta essere pari a €29,6 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità di Reti rispetto ai comparables, oltre che ad una capitalizzazione più bassa. Pertanto, ne risulta **un equity value di €22,2 mln.**

2.3 Equity Value

Table 9 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	25,1
Equity Value DCF (€/mln)	28,0
Equity Value multiples (€/mln)	22,2
Target Price (€)	1,95

Source: Integrae SIM

L'equity value medio è pari a € 25,1 mln. Il target price è quindi di €1,95 (prev. €1,95). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	12,0x	9,9x	8,3x
EV/EBIT	24,6x	17,7x	12,9x

Source: Integrae SIM

Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	5,7x	4,7x	4,0x
EV/EBIT	11,7x	8,4x	6,1x

Source: Integrae SIM

**Disclosure Pursuant to Article 69 Et seq. of Consob (Italian Securities Exchange Commission)
Regulation No. 11971/1999**

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. INTEGRÆ SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRÆ and other intermediaries: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integræ SIM's current Head of Research, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalist guild. Mattia Petracca is current financial analyst

Disclaimer

This publication was produced by INTEGRÆ SIM SpA. INTEGRÆ 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.

INTEGRÆ SIM SpA performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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 INTEGRÆ SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
14/09/2020	0,88	Buy	1,95	Medium	Initiation of Coverage

The list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integræ SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integræ SIM website.

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRÆ SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRÆ 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). INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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. INTEGRÆ SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integræ 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 Integræ SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRÆ SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integræ SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integræ SIM and/or

the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 16190 of 29.10.2007, 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 >= 7.5%	ETR >= 10%	ETR >= 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR <= -5%	ETR <= -5%	ETR <= 0%
U.R.	Rating and/or target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

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

The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

In order to disclose its possible interest conflict Integræ SIM states that:

- Integræ SIM S.p.A. It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Nominated Adviser of the Reti S.p.A.;
- Integræ SIM S.p.A. It pays, or has paid in the past 12 months inside of the engagement of specialist, research services in favor of Reti S.p.A.;
- Integræ SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Reti S.p.A.

At the Integræ SIM website you can find the archive the last 12 months of the conflicts of interest between Integræ SIM and issuers of financial instruments, and their group companies, and referred to in research products produced by analysts at Integræ.