

<b>Reti</b>	<b>Italy</b>	<b>FTSE AIM Italia</b>	<b>IT</b>
<b>Rating: BUY</b>	<b>Target Price: € 1,95</b>	<b>Initiation of Coverage</b>	<b>Risk: Medium</b>

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	€ 0,88
Target price	€ 1,95
Upside/(Downside) potential	121,6%
Bloomberg Code	RETI IM Equity
Market Cap (€m)	€ 11,33
EV (€m)	€ 14,54
Free Float	22,32%
Share Outstanding	12.874.000
52-week high	N/A
52-week low	N/A
Average daily volumes (3m)	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)	6,7	6,2	5,1	4,3
EV/EBIT (x)	12,4	12,6	9,1	6,6
P/E (x)	19,8	17,4	10,8	7,6

#### Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

#### Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



#### 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, Business Consulting e Managed Service Provider. Per lo svolgimento del business, il Campus tecnologico risulta un asset fondamentale per Reti. Il Campus rappresenta, infatti un vero e proprio Centro di Innovazione nel quale hanno origine tutti i progetti sviluppati.

#### Market

Tra il 2018 e il 2019, la spesa digitale, è cresciuta del 2,1%. Tale crescita è stata supportata dai segmenti: contenuti e pubblicità digitali (crescita pari all'8,4%), servizi ICT (crescita pari al 5,8%), software e soluzioni (crescita pari al 7,8%) e dispositivi e sistemi (crescita pari all'1,7%). Tali incrementi hanno più che compensato il decremento osservato nel segmento servizi di rete TLC (pari al -4,8%).

Le spese per servizi di business consulting in Italia del 2019 risultano in crescita rispetto al 2018, passando da € 2,0 mld a € 2,2 mld. Assintel stima un'ulteriore crescita per l'anno 2020, con un valore totale stimato pari a € 2,3 mld.

#### Valuation Update

Il DCF method restituisce un equity value pari a €27,4 mln. L'equity value di Reti utilizzando i market multiples risulta essere pari €22,8 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.

**Sommario**

1.	Company Overview .....	3
1.1	L'attività .....	3
1.2	Storia Societaria .....	4
1.3	Struttura del Gruppo.....	5
1.4	Key People.....	6
2.	Il Business Model .....	8
2.1	Business Process .....	9
2.2	Portafoglio Prodotti e Servizi .....	11
2.3	Clienti e Fornitori .....	12
2.4	Il Campus Tecnologico .....	15
2.5	Posizionamento ESG e Benefit .....	17
3	Il mercato .....	19
3.1	Mercato ICT Italia.....	19
3.2	Mercato Business Consulting.....	21
3.3	Impatto Epidemia Covid-19 .....	21
4	Posizionamento Competitivo .....	22
4.1	Swot .....	24
5	Economics & Financials .....	25
6	Valuation .....	33
6.1	DCF Method .....	33
6.2	Market Multiples .....	35
6.3	Campus Valuation.....	38
6.4	ESG Valuation.....	38
6.5	Conclusioni.....	41

## 1. Company Overview

### 1.1 L'attività

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:** la Società realizza 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. Inoltre, è in grado di sviluppare piattaforme e infrastrutture IT adeguate alle esigenze di innovazione, networking e digitalizzazione dei propri clienti. La *Business Line* ha generato nel 2019, ricavi pari a € 12,3 mln (58,7% del totale);
- **Business Consulting:** la Società aiuta i propri clienti ad implementare le strategie di business attraverso un team di specialisti in Project, Program & Portfolio Management e Business Analysis. L'attività di consulenza si svolge attraverso la comprensione dei problemi e delle opportunità all'interno del contesto aziendale del cliente, raccomandando soluzioni che consentano all'organizzazione di raggiungere i propri obiettivi strategici. La *Business Line* ha generato nel 2019, ricavi pari a € 3,5 mln (16,8% del totale);
- **Managed Service Provider:** la Società offre 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. L'attività viene svolta tramite la competenza di professionisti specializzati in: IT Consulting, Network & Infrastructure, Sviluppo e Gestione Applicazioni, Security Operations Centre, Proactive Monitoring, Cloud Operation. La *Business Line* ha generato nel 2019, ricavi pari a € 3,4 mln (16,3% del totale).

Tra le 3 *Business Line*, esiste un'elevata possibilità di cross-selling, in grado di incrementare la capacità di realizzare ricavi e di migliorare la fidelizzazione dei clienti. Oltre a queste linee di business, la Società genera ricavi accessori, pari a € 1,7 mln (8,2% del totale nel 2019), tramite la rivendita di *hardware* e *software* prodotti da terze parti e di servizi di manutenzione, che il cliente acquista per avere accesso al supporto da parte del produttore o ad installazione di nuove versioni del prodotto.

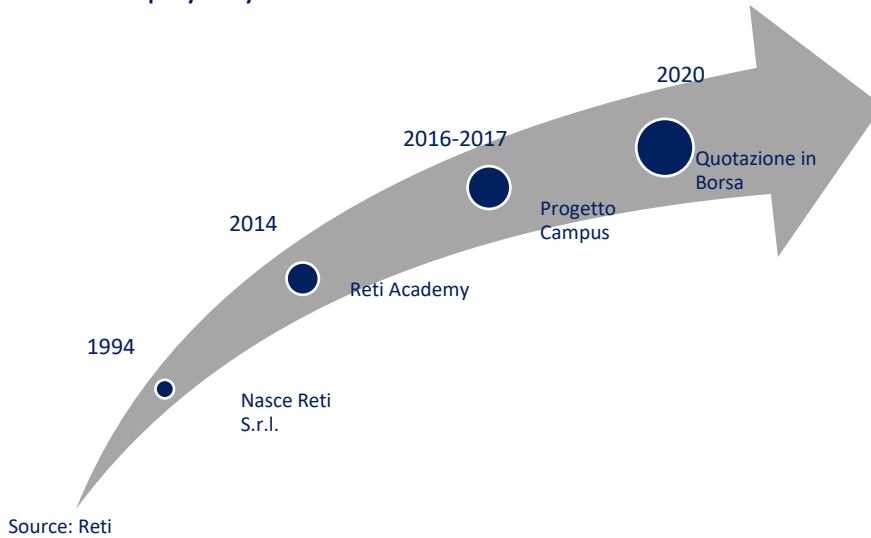
**Chart 1 – Reti Spa**



Source: Reti

1.2 Storia Societaria

**Chart 2 – Company Story**



- Nel 1994, da un'idea di Bruno Paneghini, attuale Presidente ed Amministratore Delegato della Società, viene costituita a Busto Arsizio (VA) Reti Srl.
- Nel 2014, viene avviato il progetto Reti Academy per la formazione dei professionisti della Società, attraverso un programma didattico strutturato che alterna lezioni teoriche a sessioni in laboratorio, per massimizzare i processi di apprendimento e lo sviluppo di competenze in ambito tecnico e manageriale. Inoltre, nel corso del 2014, avviene la fusione per incorporazione della società Comunicazione e Sicurezza S.r.l., attiva nell'IT Consulting.
- Tra il 2016 e il 2017, la Società continua il miglioramento del proprio posizionamento competitivo. Viene, infatti, avviato il progetto Campus che, grazie allo sviluppo dei laboratori tecnologici, garantisce a Reti un *time-to-market* competitivo e un'offerta costantemente all'avanguardia. Inoltre, nel corso dello stesso anno, avviene la fusione per incorporazione della società Strumenti e Finanza S.r.l., attiva nell'IT Consulting. Nel 2017, invece, la Società intraprende il percorso ELITE di Borsa Italiana.
- In data 10/09/2020 è avvenuta la quotazione della Società sul mercato AIM Italia, al fine di reperire risorse finalizzate all'accelerazione del proprio processo di crescita. Inoltre, nei primi mesi del 2020, la Società ha finalizzato la richiesta del brevetto AgriTech (IoT), sistema integrato che automatizza e controlla da remoto, in maniera continuativa (24/7), la coltivazione di alberi in vaso in ambienti semi-chiusi e ha avviato il percorso finalizzato all'ottenimento della certificazione di B-Corp, rilasciata dall'ente *non-profit* internazionale B Lab, ad aziende meritevoli per le proprie performance ambientali e sociali.

## 1.3 Struttura Societaria

**Chart 3 – Group**

Azionisti	Quota di partecipazione
Paneghini Holding	77,68%
Mercato	22,32%

Source: Reti

Ad oggi, la Società, è controllata per il 77,68% da Paneghini Holding S.r.l. (detenuta al 90% da Bruno Paneghini e al 10% da Ilaria Carnio, moglie di Bruno Paneghini) e per il restante 22,32% dal mercato. Bruno Paneghini ricopre i ruoli di Presidente ed Amministratore Delegato della Società. I valori sopra indicati, sono stati calcolati assumendo l'integrale esercizio della greenshoe.

## 1.4 Key People

### **Bruno Paneghini** - Presidente e Amministratore Delegato

Inizia la propria carriera in Olivetti, ad Ivrea, durante questa esperienza, ha la possibilità di confrontarsi con un modello di sviluppo in grado di coniugare: lo spirito industriale, una forte vocazione all'innovazione e un'autentica e concreta attenzione allo sviluppo del territorio e delle comunità d'appartenenza.

Terminata l'esperienza in Olivetti, Bruno Paneghini ha voluto e saputo trasferire il modello sopra descritto a Busto Arsizio, città in cui è nato e alla quale, dal 1994, è legato dal venticinquennale progetto imprenditoriale di Reti SpA.

### **Federica Camagna** – Direttore Amministrazione, Finanza e Controllo

Laureata in Finanza dei mercati e d'impresa, in seguito al conseguimento di un master per CFO presso l'Università Carlo Cattaneo di Castellanza, inizia la carriera professionale come revisore presso KPMG S.p.A. Svolge nel corso dei primi anni incarichi di revisione contabile secondo la normativa civilistica italiana e internazionale, *reporting package* di gruppo e verifiche trimestrali sulla regolare tenuta della contabilità. Nel 2013 entra in Reti S.p.A. come Responsabile della pianificazione e del controllo di gestione, dal 2017 ricopre il ruolo di Direttore Amministrazione Finanza e Controllo.

### **Lorenzo Beliusse** – Direttore Marketing

Dopo la laurea in Information Technology presso l'Università degli studi di Milano, inizia negli anni 2000 un percorso che lo porta ad utilizzare, nel mondo della consulenza, tecniche di Management all'interno di numerosi grandi progetti di trasformazione digitale. L'attenzione allo sviluppo di strategie e ai temi di comunicazione, lo portano, tramite diversi percorsi formativi, alla realizzazione di progetti di comunicazione e marketing strategico. Ricopre dal 2017 il ruolo di Direttore Marketing.

### **Michele Lucioni** – Direttore Tecnica & Sales

Laureato in Ingegneria Elettronica, ha conseguito un Executive MBA presso il MIP. Da oltre 15 anni si occupa di consulenza verso realtà *enterprise* in vari settori di mercato: bancario, assicurativo, energia. All'interno di Reti ricopre il ruolo di direttore tecnico con focalizzazione sui processi di *digital transformation*. Il suo obiettivo è quello di supportare le società nel processo di cambiamento ed efficientamento dei modelli di business, tramite l'uso della tecnologia. Le aree di specializzazione ed i progetti che lo vedono coinvolto spaziano dalla *business intelligence* all'*artificial intelligence* toccando anche tematiche di IoT.

### **Andrea Bombelli** – Direttore Commerciale

Laureato in Economia e Gestione aziendale con specializzazione nel terziario e nei servizi commerciali presso l'Università Cattolica di Milano, inizia la sua esperienza in Reti nel 2007 nell'area Commerciale, seguendo la stesura di tutti gli accordi contrattuali. Nel 2013, assume un ruolo di coordinamento nella stessa area, diventando il punto di contatto fra l'anima produttiva e quella amministrativa dell'azienda. Nel 2015 conclude il Programma di Sviluppo Manageriale presso SDA Bocconi School of Management di Milano. Dal 2017 assume il ruolo di Direttore Commerciale.

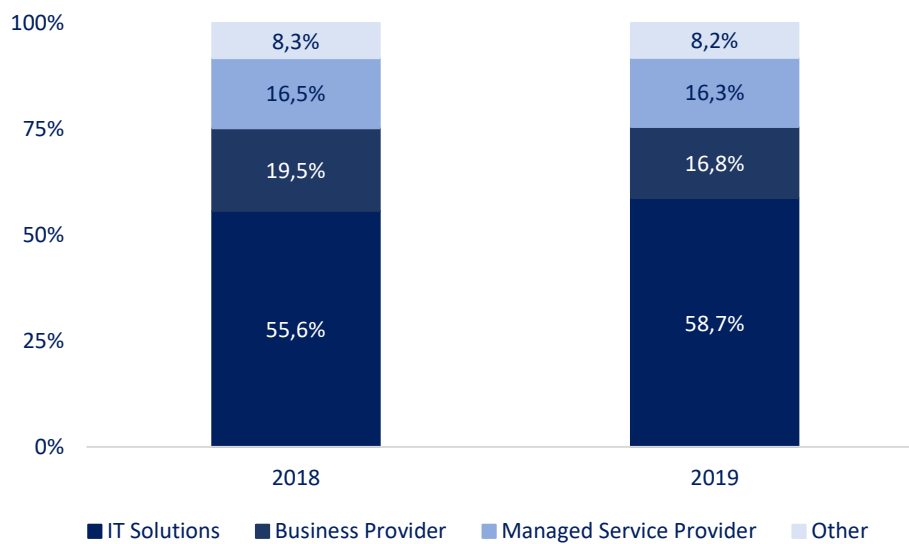
**Carlo Toja** – Direttore HR

Laureato in Ingegneria elettronica al Politecnico di Milano, inizia la sua carriera nel mondo IT nel 1997 all'interno del Gruppo Eni. Passa in seguito in EDS prima di entrare nel 1999 in Reti, inizialmente in ruoli specialistici e di Project Management, quindi, dal 2006, nel ruolo di Direttore dell'area Infrastruttura dove persegue obiettivi di crescita tramite innovazione tecnologica. Consegue nel 2018 un Master MBA presso il Politecnico di Milano e sposta il suo focus sulla gestione delle risorse umane, arrivando a gennaio 2020 a ricoprire il ruolo di Direttore HR.

## 2. Il Business Model

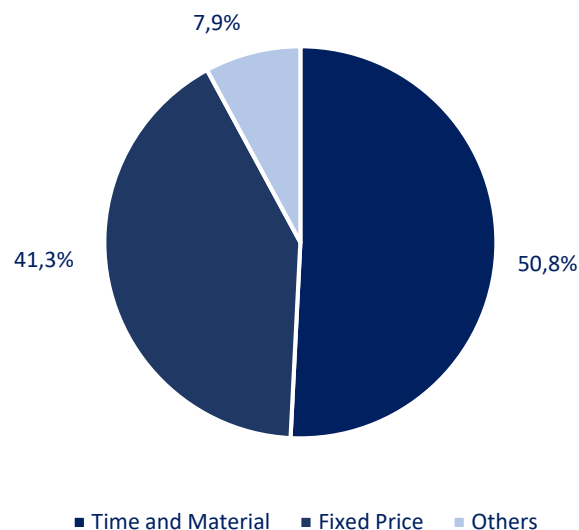
L'operatività di Reti si articola su tre diverse *Business Line*: IT Solutions, Business Consulting e Managed Service Provider. Oltre alle tre linee di business, la Società genera ricavi da attività accessorie quali: la rivendita di *hardware* e *software* prodotti da terze parti e di servizi di manutenzione che il cliente acquista, per avere accesso al supporto da parte del produttore o ad installazione di nuove versioni del prodotto.

**Chart 4 – Revenues Weight**



Source: Reti, elaborazione Integrae SIM

**Chart 5 – Revenues Breakdown by Contract**



Source: Reti, elaborazione Integrae SIM



I ricavi vengono principalmente generati tramite due diverse tipologie di contratti:

- **Time & Material:** contratti che prevedono l'impiego di risorse Reti per la realizzazione delle soluzioni *tailor made* richieste dal cliente. L'importo viene stabilito attraverso la previsione del numero di giornate messe a disposizione da Reti e con tariffa giornaliera per ogni figura professionale impiegata. Tali contratti, nel 2019, hanno generato il 50,8% dei ricavi totali;
- **Fixed Price:** validi sia per progetti sia per servizi. Tali contratti, nel 2019, hanno generato il 41,3% dei ricavi totali.
  - Progetti: contratti che prevedono la realizzazione di progetti *tailor made* da parte di Reti con indicazione dei *deliverable* previsti dal progetto stesso. L'importo per la realizzazione del progetto è fisso e dipende dagli obiettivi da raggiungere;
  - Servizi: contratti che prevedono l'erogazione di servizi da parte di Reti su un arco temporale definito, con indicazione del perimetro di intervento e dei livelli di servizio da garantire. L'importo per la realizzazione del progetto è fisso e dipende dal livello di servizio e dal periodo di svolgimento;

La restante parte dei ricavi del 2019, pari al 7,9% del totale, è imputabile a contratti, ad importo fisso, che prevedono la rivendita da parte di Reti di materiale hardware o software prodotto da terze parti, oppure la rivendita di servizi standard erogati da terzi. Rientrano in questa casistica anche i servizi di manutenzione che il cliente acquista, per avere accesso al supporto da parte del produttore o ad installazione di nuove versioni del prodotto.

## 2.1 Business Process

Tutte le *Business Line* svolgono la propria attività tramite un processo basato su tre *step*: Presale & Assessment, Developing & Delivery e Maintenance & Evolution.

**Chart 6 – Business model**



Source: Reti, elaborazione Integrae SIM

### 2.1.1 Presale & Assessment

Lo *step* di Presale & Assessment inizia con la ricerca di nuove opportunità attraverso le attività di *marketing*, quali:

- **Events and Experience:** partecipazione ad eventi e fiere di settore e realizzazione di eventi o *experience* presso il Campus, organizzati in *partnership* con *player* del settore IT;
- **Social Media:** realizzazione di campagne di *Digital Advertising* per promuovere le soluzioni offerte da Reti, partecipazione ad eventi, *workshop* o seminari e realizzazione di un piano editoriale giornaliero sui *social media* attraverso contenuti relativi ai sei centri di competenza promossi da Reti (*Social Monitoring & benchmarking analysis*);

- **Cross Selling:** realizzazione di campagne strutturate di vendita complementare, in sinergia con la direzione *sales* e di un piano editoriale nei confronti dei clienti, per rafforzare costantemente la percezione dell'eccellenza tecnologica di Reti (*Direct e-mail Marketing*);
- **Content Marketing:** iniziative per l'attrazione dei *prospect* nel *funnel*, volte a rafforzare la relazione con il *brand* (tecniche di *Inbound Marketing* e *Seo Content*) e dialogo continuo con il potenziale cliente, offrendo informazioni utili che lo orientino verso i servizi offerti da Reti.

Le *lead* prodotte, dopo essere state esaminate dalla direzione Marketing, passano alla struttura Sales, la quale effettua gli incontri di pre-vendita attraverso la presentazione di DEMO, la realizzazione di *Proof of Concept* o attività di *IT Assessment*. Terminata questa fase, si passa alla realizzazione della documentazione relativa alla stima delle tempistiche necessarie alla commessa e dei relativi costi. Una volta stimate le tempistiche e i costi, viene redatto un preventivo (contenente anche gli allegati tecnici), che viene consegnato al cliente dalla Direzione Commerciale. In caso di accettazione da parte del cliente del preventivo, si passa alla firma del contratto.

### 2.1.2 Developing & Delivery

La prima fase dello *step* di Developing & Delivery consiste nell'avvio del progetto di Digital Transformation attraverso la costituzione di un *team* di esperti (provenienti dai 6 centri di competenza) per la realizzazione della soluzione richiesta dal cliente. Al fine di garantire gli standard di qualità richiesti e il rispetto delle tempistiche e dei costi, la fase di Developing, viene seguita e coordinata da un Project Manager (in modalità *Agile PM*). L'*outcome* di questa fase consiste in un prototipo della soluzione prevista per il cliente. Una volta terminato il prototipo, ha inizio la fase di test e collaudo dei *deliverable* prodotti. In caso di esito positivo della fase di test e collaudo, è prevista un'attività di formazione per l'organico del cliente. Lo *step* di Developing & Delivery si conclude con la consegna al cliente della soluzione prodotta.

### 2.1.3 Maintenance & Evolution

Terminata la fase di *delivery*, laddove previsto, le soluzioni realizzate vengono prese in consegna dalla linea di business Managed Service Provider, per le attività di manutenzione ordinaria e di analisi predittive. Inoltre, i progetti realizzati possono prevedere la realizzazione di fasi di sviluppo successive e/o lo sviluppo di evoluzioni, derivanti da necessità di business o necessità di aderire ad adempimenti.

## 2.2 Portafoglio Prodotti e Servizi

Reti opera tramite 3 diverse Business Line: IT Solutions, Business Consulting e Managed Service Provider.

### 2.2.1 IT Solutions

L'offerta della *Business Line* IT Solutions, che si occupa di consulenza tecnica e sviluppo, consiste in:

- Artificial Intelligence: attività volta alla creazione di progetti che permettano al cliente l'adozione di modelli predittivi, a supporto dei processi decisionali strategici per il proprio business con *time to market* ridotto;
- Business Intelligence: realizzazione di progetti che permettono di trarre valore dai dati, strutturando un sistema che restituisce, in maniera oggettiva, indicatori in grado di impostare nuove strategie (raccolta dati, *analytics, insight, prediction*);
- Cloud & infrastructure: progetti per l'adozione dei servizi Cloud, mantenendo una visione d'insieme nel rispetto dei processi di business;
- Desktop & device management: progetti specifici in ambito Client quali "migrazioni" massive delle postazioni di lavoro dei clienti verso nuove piattaforme;
- Security e Identity: realizzazione di progetti in ambito sicurezza, attraverso *security assessment, vulnerability assesement e identity management*;
- Sviluppo Software: progetti di Digital Transformation, basati su tecnologie Microsoft (.Net + SQL), IoT e Oracle (Java + Oracle);
- Arianna: piattaforma *end-to-end*, made in Reti, che consente agli utenti aziendali di essere autonomi nella configurazione e nella gestione dei requisiti interni e normativi (piano, budget, previsioni finanziarie, *reporting, IFRS, solvibilità II*) automatizzandoli e abbattendo le attività manuali.

### 2.2.2 Business Consulting

L'offerta della *Business Line* Business Consulting, che si occupa di consulenza tecnica e sviluppo, consiste in:

- Finance & Insurance: attività di consulenza in ambito Finance & Insurance, a supporto della trasformazione di un settore per il quale si prevede un ripensamento del modello di business, finalizzato: ad assecondare l'evoluzione della clientela verso il "*digital*", a lanciare nuovi prodotti e servizi abilitati dalla tecnologia e ad aumentare la capacità di elaborazione dei dati;
- PM & BA: attività di consulenza finalizzata a stimolare, analizzare, comunicare e convalidare i requisiti per le modifiche ai processi aziendali, alle politiche e ai sistemi informativi. L'attività di consulenza si svolge attraverso la comprensione dei problemi e delle opportunità all'interno del contesto aziendale del cliente, raccomandando soluzioni che consentano all'organizzazione di raggiungere i propri obiettivi strategici. Le principali attività prevedono l'adozione di *best practices* internazionali, tecniche di *problem solving*, approccio metodologico, raccolta e analisi dei requisiti, definizione e sviluppo del *business plan*.

### 2.2.3 Managed Service Provider

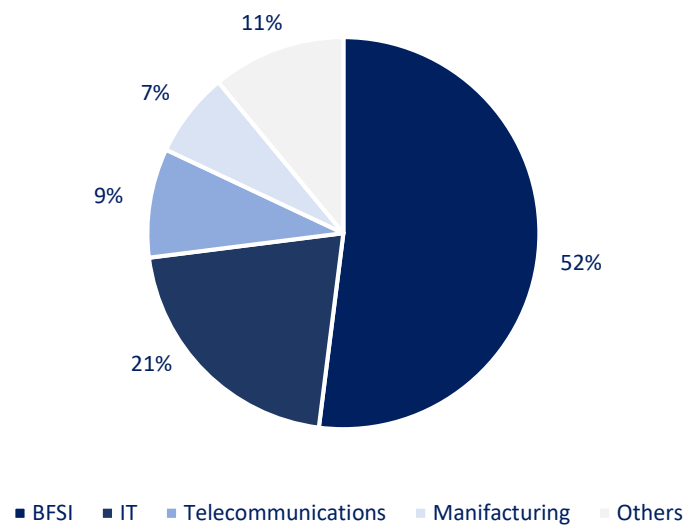
L'offerta della *Business Line Managed Service Provider*, che si occupa di servizi di gestione e assistenza, consiste in:

- Servizio di gestione e assistenza su infrastrutture e applicazioni: svolto attraverso la competenza di professionisti specializzati in: *IT Consulting, Network & Infrastructure, Sviluppo e Gestione Applicazioni, Security e Protection, Proactive Monitoring e Cloud Operation*;
- Security Operations Center (SOC): in grado di rilevare, contenere e rispondere alle minacce informatiche attraverso un monitoraggio attivo. La Società mette a disposizione competenze specialistiche e strumenti all'avanguardia, per gestire e monitorare i processi, al fine di evidenziare potenziali violazioni informatiche e di coordinare le risposte necessarie. Le attività svolte riguardano l'*Asset discovery* periodica, il *vulnerability assessment* e i *penetration test* programmati, l'*intrusion detection*, i *behavioral monitoring* e le attività di *siem & log management*.

## 2.3 Clienti e Fornitori

### 2.3.1 Clienti

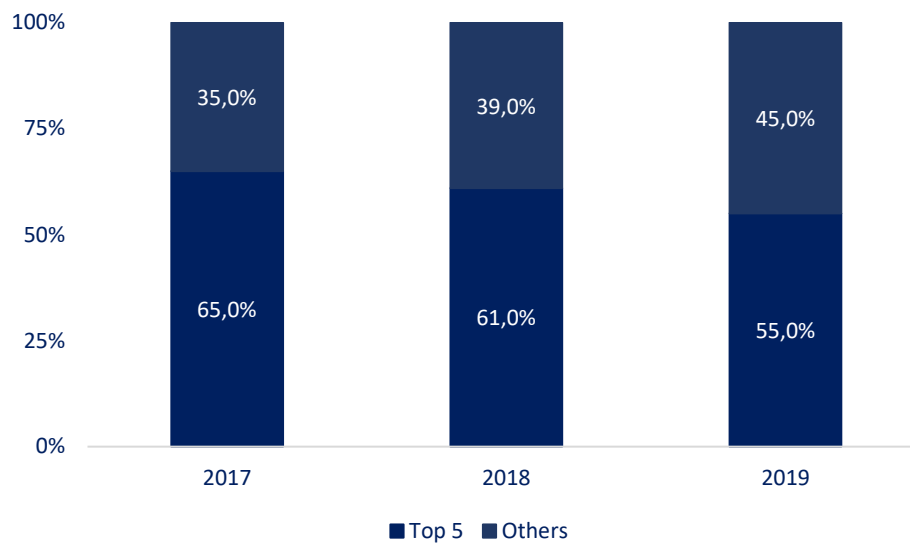
**Chart 7 – Client Breakdown by Sectors**



Source: Integrae SIM

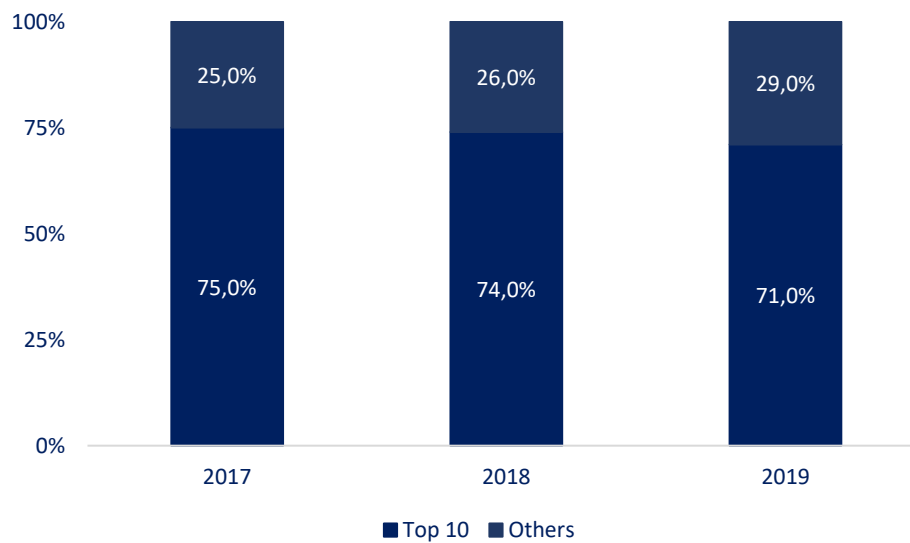
I clienti della Società appartengono principalmente a quattro diversi settori che rappresentano circa l'89% del valore della produzione. I settori sono: BFSI (Banking, Financial Service, Insurance), IT, Telecomunicazioni e Manifatturiero. Il principale settore in termini di incidenza sui ricavi risulta essere il BFSI con il 52% del totale, il secondo settore, in termini di incidenza è l'IT con il 21% del totale, seguito da Telecomunicazioni e Manifatturiero che rappresentano rispettivamente il 9% e il 7% del totale. Tale distribuzione dei ricavi mostra un buon livello di diversificazione in termini settoriali.

**Chart 8 – Top 5 Client Weight**



Source: Integrae SIM

**Chart 9 – Top 10 Client Weight**

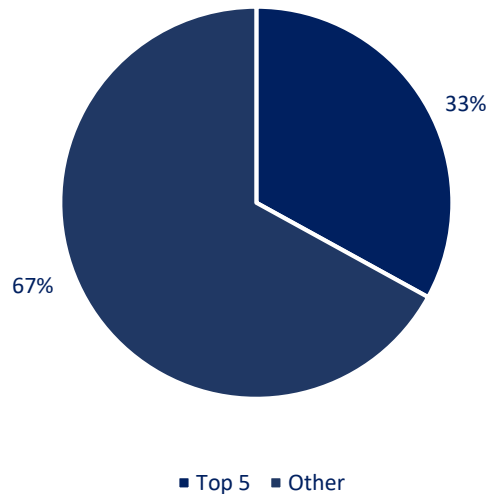


Source: Integrae SIM

L'incidenza dei maggiori clienti sul totale dei ricavi generati risulta in continua diminuzione dal 2017 ad oggi. Infatti, l'incidenza dei maggiori cinque clienti è passata dal 65% del 2017 al 55% del 2019 e allo stesso modo l'incidenza dei maggiori dieci clienti è passata dal 75% al 71%. La positiva flessione indica una crescente diversificazione dell'attività a vantaggio della rischiosità media del business. Nonostante questo, il livello di concentrazione sui principali clienti risulta ancora piuttosto elevato.

2.3.2 Fornitori

**Chart 10 – Top 5 Provider Weight**



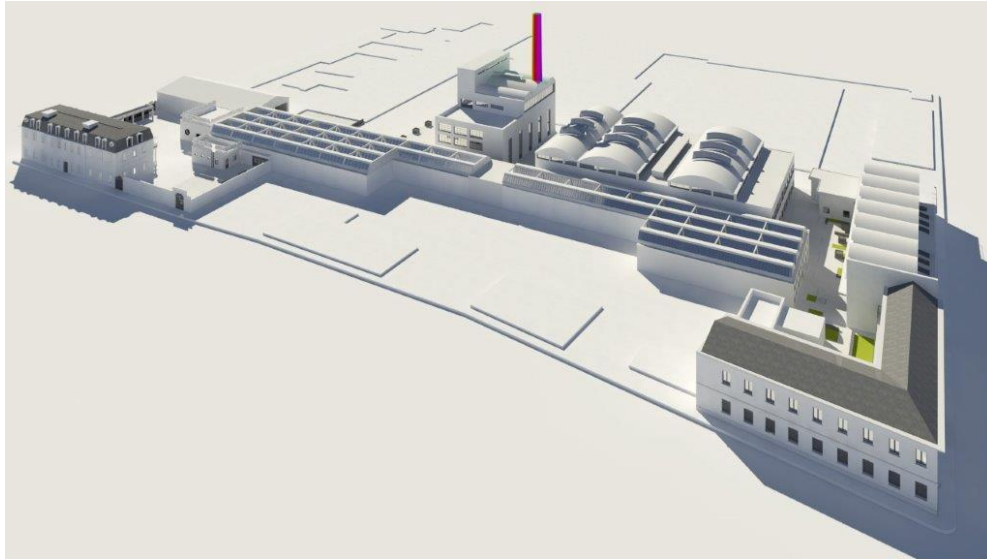
Source: Integrae SIM

Nell’ambito dei primi 10 fornitori: il 39% offre servizi legati al personale quali ad esempio buoni pasto, consulente delle paghe e spese legate alla somministrazione del personale, mentre il 51% di questi offre beni e servizi legati al business quali ad esempio dotazioni di lavoro, licenze e servizi professionali gestiti in *outsourcing*. Considerando l’incidenza sugli acquisti dai maggiori fornitori nel 2019, non si segnalano casi di particolare dipendenza dal punto di vista strategico.

Inoltre, la Società ha in essere diverse *partnership* tecnologiche con importanti *player* del mercato IT. Queste *partnership* consistono nella stipula di accordi che prevedono la promozione, da parte di Reti, delle tecnologie proposte dal *partner* e la certificazione tecnica dei propri professionisti (ogni *vendor* realizza un modello di certificazione che si sviluppa attraverso specifici percorsi formativi ed esami in modalità telematica). Grazie alle *partnership*, Reti ha la possibilità di consolidare rapporti duraturi che permettono, nel lungo periodo, di usufruire di opportunità generate dal *partner* e di ridurre i costi di attivazione delle piattaforme e delle *suite* di sviluppo necessarie a produrre le soluzioni applicative e/o infrastrutturali che propone.

## 2.4 Il Campus Tecnologico

**Chart 11 – Campus**



Source: Reti

Per lo svolgimento del business, il Campus tecnologico risulta un *asset* di fondamentale importanza strategica per Reti. Il Campus rappresenta, infatti un vero e proprio Centro di Innovazione nel quale hanno origine tutti i progetti sviluppati e rende possibile:

- La formazione e l'organizzazione di seminari, corsi e convegni;
- La promozione di collaborazioni con ITS;
- La costante attività di innovazione e *scouting* tecnologico;
- La consulenza e la creazione di collaborazioni con aziende, partner tecnologici, centri di ricerca ed enti privati e/o pubblici.

**Chart 12 – Campus**



Source: Reti

Il Campus è stato realizzato secondo i più innovativi criteri di *building automation*, è distribuito su una superficie di circa 20.000 mq ed è composto da: Villa, Edificio 1, Edificio 2, Edificio 3, Edificio 4, Edificio 5, Edificio 6, Edificio 6.1, Edificio 7, Edificio 7.1, Loggia e Foresteria:

- Villa: edificio storico, sede legale dell'azienda e degli uffici amministrativi;
- Edificio 1: immobile facente parte dell'ex complesso industriale, precedentemente destinato a magazzino;
- Edificio 2: immobile facente parte dell'ex complesso industriale, precedentemente destinato a magazzino, tipologicamente identico all'edificio 1.
- Edificio 3, Edificio 7 e Edificio 7.1: immobili facente parte dell'ex complesso industriale. Oltre all'edificio principale, sono presenti due porzioni immobiliari denominate Edificio 7 e Edificio 7.1, contigue a quello principale, precedentemente utilizzate come uffici e magazzino;

- Edificio 4: immobile facente parte dell'ex complesso industriale, ex centrale termica, caratterizzato dalla presenza di due grosse caldaie e della ciminiera.
- Edificio 6 ed Edificio 6.1: immobile facente parte dell'ex complesso industriale;
- Loggia: spazio di collegamento, coperto, tra Edificio 1 e Edificio 2;
- Foresteria: è composto da un complesso immobiliare di cui fa parte una casa di ringhiera, formata da quattro subalterni catastali, con servizi comuni collocati in un volume esterno e spazio cortilizio di pertinenza.

Tali edifici compongono il Campus di Reti e ognuno di questi ha una propria funzionalità strategica, in particolare:

- Villa: *headquarter* (uffici AFC, Commerciale, HR, Marketing), dove vengono svolte tutte le attività amministrative, il *recruiting*, l'ideazione delle strategie di Marketing e le attività riguardanti la stipula dei contratti.
- Edificio 1: LAB dei 6 centri di competenza, spazi per eventi formativi e divulgativi. L'edificio rappresenta il centro nevralgico delle attività svolte da Reti poiché al suo interno sono presenti i LABORatori afferenti ai 6 centri di competenza all'interno dei quali gli esperti Reti progettano, realizzano e testano le soluzioni altamente innovative. Inoltre, all'interno dell'Edificio 1 è presente l'auditorium nel quale vengono realizzati gli eventi formativi ed esperienziali relativi alle principali KET sviluppate in Campus. Queste attività permettono la produzione delle *lead* che si trasformano in opportunità di business;
- Edificio 2: futuri LAB rivolti principalmente ai centri di competenza su Artificial Intelligence Business Intelligence;
- Edificio 3: Reti Academy, adibito a tutte le attività di carattere formativo quali l'isola formativa per le categorie svantaggiate (disabili), i corsi ITS e i corsi al personale Reti;
- Edificio 4: futuri LAB;
- Edificio 5: area Food & Relax, spazio per eventi di rappresentanza;
- Edificio 6: Reti Academy per esterni con "*certification room*";
- Edificio 7: LAB Campus Residence (per ospitare talenti dall'estero).

L'attività del Campus è divisa in sei centri di competenza: Business & Artificial Intelligence, Cyber Security, Project Management and Business Analysis, ERP, IoT e Cloud. In particolare:

- Il centro **Business & Artificial Intelligence** si occupa dello Sviluppo di soluzioni per la trasformazione ad azienda "*data driven*";
- Il centro **Cyber Security** si occupa della protezione dei sistemi e dei processi critici dei clienti Reti, assicurando disponibilità, integrità e riservatezza;
- Il centro **Project Management and Business Analysis** si occupa del supporto alle strutture di Governance dei clienti Reti;
- Il centro **ERP** si occupa dell'offerta di consulenza strategica e di business e consulenza tecnica in ambito ERP;
- Il centro **IoT** si occupa della realizzazione di progetti di integrazione e monitoraggio di "oggetti intelligenti" che danno vita a nuove forme di conoscenza;
- Il centro **Cloud** si occupa della realizzazione di progetti di migrazione e sviluppo su Cloud.

Sulla base dei centri di competenza, viene organizzata la formazione dei professionisti di Reti attraverso la Reti Academy, *learning provider* interno alla struttura che offre seminari, corsi per l'apprendimento e percorsi formativi, anche in collaborazione con diversi istituti di formazione. Reti Academy si pone come principale obiettivo, attraverso un processo strutturato e continuo di formazione, quello di mantenere il personale costantemente aggiornato sulle tecnologie più all'avanguardia, garantendo il livello di qualità riconosciuto, quale elemento distintivo dal mercato. Nel 2019, il 92% del personale di Reti è stato coinvolto in attività formative tramite 4.200 ore di percorsi *e-learning & play*, 3.200 ore di corsi



professionali, 1.000 ore di corsi manageriali e 2.850 ore di formazione in ambito *soft skills*. Grazie alle competenze acquisite, gli esperti di Reti sono in grado di studiare, programmare e testare le innovazioni tecnologiche progettate internamente e di realizzare prototipi innovativi strumentali alla successiva implementazione presso i clienti.

## 2.5 Posizionamento ESG e Benefit

La Società, da sempre, si impegna per garantire un sistema aziendale fondato sulla sostenibilità e sulla creazione di valore per la totalità degli *stakeholder*. Per questo motivo Reti è diventata una Società Benefit, forma societaria a scopo di lucro, caratterizzata da impegno statutario per la gestione responsabile, sostenibile e trasparente del *business*.

A tal fine, nel 2020, la Società ha redatto il primo bilancio di sostenibilità *GRI Standard compliant*. Tale bilancio viene redatto secondo gli standard proposti da Global Reporting Initiative, organizzazione nata con l'obiettivo di aiutare sia il pubblico sia il privato a comprendere, misurare e comunicare l'impatto che una qualsiasi attività possa avere sulle varie dimensioni della sostenibilità (economica, ambientale e sociale). Il report di sostenibilità è stato redatto sulla base delle metodologie e principi previsti dai GRI Sustainability Reporting Standards. In particolare, è stata adottata l'opzione GRI-Referenced prevista dal Global Reporting Initiative Sustainability Reporting Standards", utilizzando gli standard di rendicontazione secondo i Reporting Principles definiti dal "GRI Standards: 101 Foundation". Oltre a questo, la Società ha avviato il percorso per ottenere la certificazione B Corporation®, rilasciata ad aziende meritevoli per le performance ambientali e sociali da B Lab, ente *non-profit* internazionale.

In particolare, la volontà della Società di sviluppare il proprio *business* in maniera sostenibile dal punto di vista economico, ambientale e sociale si traduce in quattro valori fondamentali:

- **Interdipendenza:** stretto legame con il territorio e creazione di processi di formazione per le nuove generazioni e le categorie svantaggiate, al fine di facilitarne l'ingresso nel mondo del lavoro;
- **Persone:** realizzazione di un sistema di *welfare* per i propri dipendenti, al fine di valorizzare e favorire lo sviluppo delle competenze e l'attrazione di talenti;
- **Trasmissione di valore/Soluzioni di business:** creazione di soluzioni e servizi innovativi e sostenibili, con impatti positivi di carattere sociale ed ambientale;
- **Ambiente:** adozione di politiche di utilizzo responsabile delle risorse naturali, mirate alla riduzione dell'impatto ambientale ed iniziative volte alla sensibilizzazione dei propri *stakeholder*, grazie anche all'introduzione di attività di divulgazione e coinvolgimento sui temi di sostenibilità ambientale. L'interesse per l'ambiente si concretizza nella struttura del campus. Infatti, Il Campus è dotato di impianti che consentono ai dipendenti di approvvigionare l'acqua dal rubinetto e a tutti i dipendenti è stata omaggiata una borraccia in acciaio con il brand dell'azienda, in modo che ognuno possa dare il proprio contributo alla riduzione dei rifiuti, in particolar modo della plastica. Tutti gli ambienti interni sono configurati con impianti di illuminazione automatizzata per garantire il benessere sul luogo di lavoro a livello di luminosità e condizioni climatiche e per evitare sprechi di energia elettrica. Inoltre, è stato creato per ogni ufficio un punto di raccolta rifiuti, in modo che ogni dipendente contribuisca alla differenziazione del rifiuto, agevolando anche il lavoro delle imprese di pulizie.

I valori di sostenibilità promossi da Reti sono stati perseguiti con progetti e *partnership*:

- **Progetto Isola Formativa:** Reti e Innovazione Apprendimento Lavoro Lombardia Srl hanno dato vita al progetto "Isola Formativa", un accordo finalizzato all'integrazione

lavorativa a favore di persone disabili. Il progetto ha dato vita alla creazione di un efficace modello di inserimento lavorativo, rivolto a persone disabili disoccupate o inoccupate. Relativamente a questo progetto, Reti ha erogato, al 31 dicembre 2019, un totale di 864 ore di formazione in favore di tale categoria.

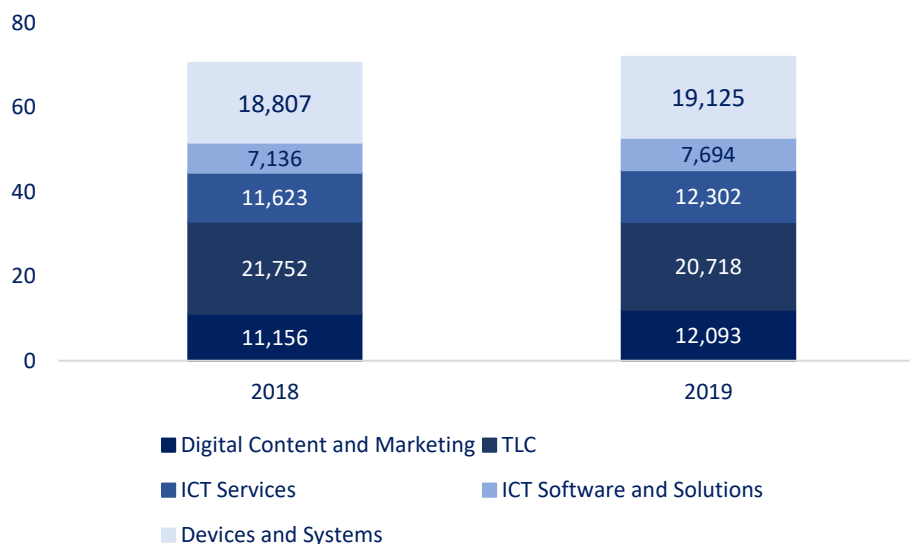
- **Progetto Alternanza Scuola Lavoro:** Reti è soggetto ospitante di iniziative volte alla formazione e all'orientamento al lavoro, finalizzate ad agevolare le scelte professionali, attraverso una conoscenza diretta del mondo del lavoro nella fase di transizione, mediante la conoscenza e la sperimentazione di un ambito professionale.
- **Fondazione ITSINCOM:** Reti è socio fondatore della Fondazione ITSINCOM con obiettivo favorire l'incontro e lo scambio di idee, metodi, progetti, competenze tra i diversi *stakeholder* dell'Istruzione e Formazione Professionale da una parte e del tessuto produttivo dall'altra, con l'obiettivo di realizzare l'elaborazione comune di progetti formativi che abbiano, come punto fermo, il fabbisogno di ogni singola azienda o *cluster* di aziende, che esprimano esigenze formative finalizzate al reperimento di lavoratori competenti.
- **Fondazione Tech Talent Factory:** Reti è socio della Fondazione TTF. La Fondazione nasce nel 2016 per sostenere l'integrazione tra i sistemi di Istruzione, Formazione e Lavoro. TTF opera nel comparto "Tecnologie della Comunicazione e dell'Informazione" per promuovere lo sviluppo di competenze specialistiche in ambito tecnologico per i giovani diplomati. La Fondazione attiva ogni anno nuovi percorsi biennali post diploma per favorire l'immissione nel mercato del lavoro di professionalità ICT.
- **Fondazione Bortolaso:** Reti nel 2019 Reti ha effettuato un'erogazione liberale in favore della Fondazione Bortolaso Totaro Sponga. La Fondazione promuove la divulgazione e la valorizzazione della *fiber art* e, più in generale, dell'arte e della cultura contemporanea, attraverso mostre, pubblicazioni, eventi che coinvolgono affermati artisti nazionali e internazionali.

### 3 Il mercato

Reti opera attraverso 3 *Business Line* nel mercato ICT italiano.

#### 3.1 Mercato ICT Italia

**Chart 13 – Digital Expenses 2018-2019 (Data in €Mln)**



Source: Anitec-Assinform, “Il Digitale in Italia 2020 – Mercati, Dinamiche e Policy”, giugno 2020

Tra il 2018 e il 2019, la spesa nel settore digitale, è cresciuta del 2,1%, da € 70.473 mln a € 71.932 mln. Tale è crescita è stata supportata dagli incrementi della spesa sostenuta nei segmenti: contenuti e pubblicità digitali (crescita pari all’8,4%), servizi ICT (crescita pari al 5,8%), software e soluzioni ICT (crescita pari al 7,8%) e dispositivi e sistemi (crescita pari all’1,7%). Tali incrementi hanno più che compensato il decremento della spesa osservato nel segmento servizi di rete TLC (pari al – 4,8%).

La crescita complessiva osservata nel 2019 risulta in linea con quella osservata negli anni precedenti: 2,5% nel 2018, 2,3% nel 2017 e 2,0% nel 2016.

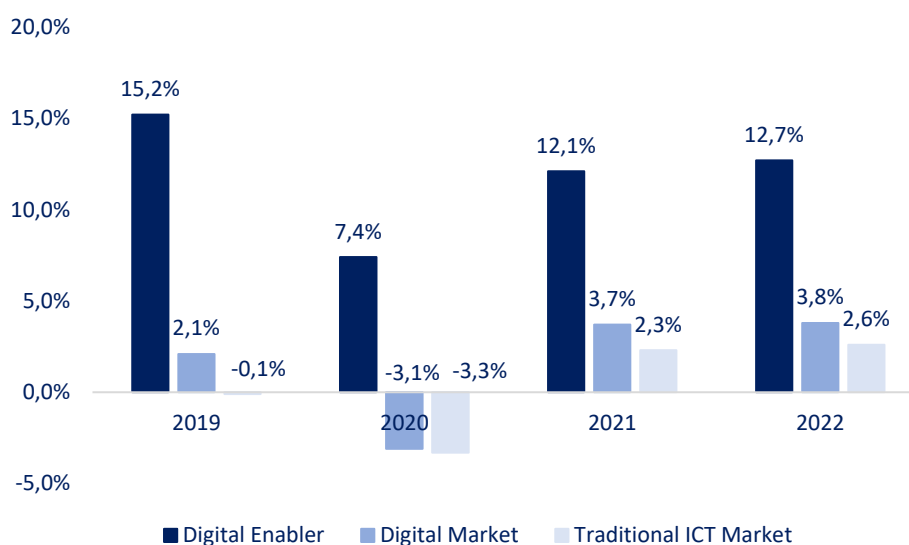
Per i prossimi anni, si prevede che la crescita sarà trainata principalmente da:

- **Big Data e Analytics:** la comprensione, la gestione e la manipolazione di grandi quantità di dati, oltre alle divisioni *marketing* e *risk management*, riguardano sempre più anche le attività di *operation*, focalizzate sulla necessità di indirizzare prodotti e servizi ai *target* più specifici. Tali tematiche strategiche hanno assunto ancora maggior rilevanza nella situazione emergenziale. Si prevede che il mercato Big Data, pari a € 1.060 mln nel 2019, possa crescere ad un CAGR 2019-2022 pari al 9%.
- **Artificial Intelligence:** nel 2019, il mercato AI in Italia è cresciuto del 60% rispetto al 2018, raggiungendo quota € 215 mln. L’utilizzo nelle aziende italiane è aumentato, tramite la sofisticazione degli algoritmi, per il miglioramento e l’ottimizzazione di ogni aspetto del business: dalla relazione con la clientela, ai processi di produzione fino alle *operation*. Si prevede che la spesa per intelligenza artificiale possa crescere ad un CAGR 2019-2022 del 21%;
- **Cloud:** il mercato Cloud ha raggiunto, a fine 2019, un valore di poco inferiore a € 3.000 mln, ed è prevista, per i prossimi anni, una crescita con CAGR 2019-2022 pari al 18%. Il *trend* di crescita e la presenza in tutti gli ambiti tecnologici dei servizi Cloud mostrano

l'importanza strategica di tale tecnologia. La disponibilità di dati in Cloud concretizza la digitalizzazione aziendale, rendendo possibile: la mobilità dei lavoratori, la simulazione, il monitoraggio, la protezione e la valorizzazione dei dati.

- **IoT:** l'adozione di piattaforme IoT ha generato nel 2019 un mercato superiore a € 3.500 mln. Nonostante un possibile rallentamento nel 2020, si prevede che tale mercato, nei prossimi anni, possa crescere con un CAGR 2019-2022 del 9%. Lo sviluppo del mercato è guidato, in particolare: dalla domanda nell'industria di piattaforme per simulare processi, prodotti e servizi (*digital twin*) e dalla domanda di sistemi per prevenire criticità, e testare risultati futuri.

**Chart 14 – ICT YoY Growth by Segment 2019-2022**

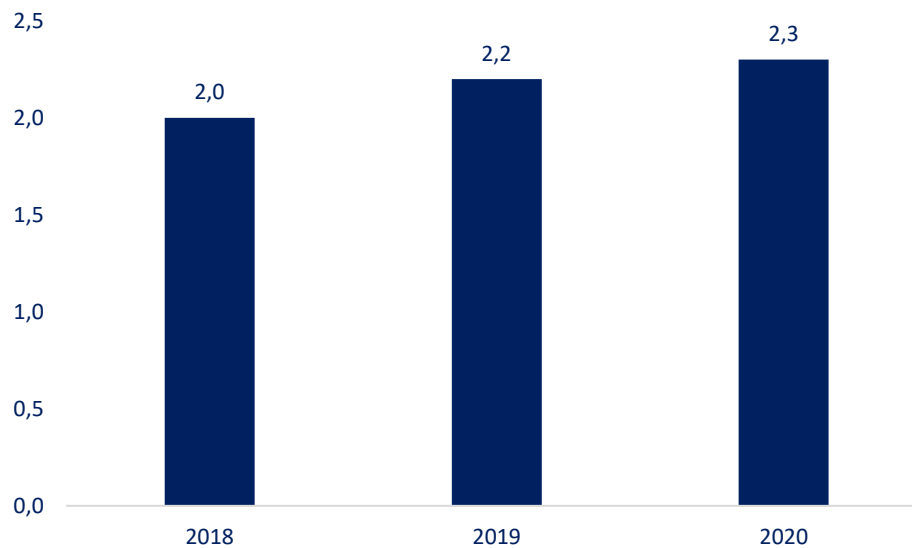


Source: Anitec-Assinform, "Il Digitale in Italia 2020 – Mercati, Dinamiche e Policy", giugno 2020

Nell'analisi del mercato ICT, sia per il 2019 sia per le stime dei prossimi anni, risulta evidente il divario tra: mercato ICT tradizionale, mercato digitale e Digital Enabler. Infatti, a fronte della sostanziale stagnazione del mercato relativo alle componenti più tradizionali, il mercato digitale complessivo evidenzia buoni livelli crescita. Tale divario risulta ancor più rilevante se si considerano le componenti del mercato digitale denominate Digital Enabler. Il mercato Digital Enabler comprende: Intelligenza Artificiale, Blockchain, piattaforme di gestione Web, Cybersecurity, Big Data, Wearable, Cloud, IoT e Mobile business. Per i prossimi anni, secondo Anitec-Assinform, la crescita del mercato digitale sarà sistematicamente maggiore della crescita del mercato ICT tradizionale e, a sua volta, la crescita del mercato digitale complessivo, sarà sistematicamente inferiore alla quella del mercato delle componenti Digital Enabler.

### 3.2 Mercato Business Consulting

**Chart 15 – Business Consulting Expenses 2018-2020 (data in € mld)**



Source: Assintel 2020

Le spese per servizi di *business consulting* in Italia del 2019 risultano in crescita rispetto a quelle dello scorso anno, passando da € 2,0 mld a € 2,2 mld. Assintel stima un'ulteriore crescita per l'anno 2020, con un valore totale stimato pari a € 2,3 mld.

### 3.3 Impatto Epidemia Covid-19

La diffusione dell'epidemia Covid-19 e la relativa situazione di incertezza economica, secondo quanto dichiarato da IDC, prima società mondiale specializzata in ricerche di mercato, servizi di consulenza e organizzazione di eventi nei settori ICT e dell'innovazione digitale, potrebbero portare ad un generale ribasso del mercato IT mondiale e dei relativi investimenti. Tuttavia, nonostante le previsioni per il 2020 siano in ribasso rispetto alle stime pre-epidemia, IDC si aspetta un importante recupero a partire già dal 2021, con investimenti attesi sostanzialmente in linea con quelli pre-crisi. Inoltre, per il triennio 2021-2023, IDC stima livelli di crescita superiori a quelli stimati pre-Covid-19

Oltre a questo, secondo i dati raccolti da IDC, la riduzione degli investimenti attesi per servizi IT non colpirà allo stesso modo tutte le singole tecnologie. In particolare, le riduzioni attese sono significativamente inferiori alla media per software e servizi IT, tecnologie ritenute strategiche dalle aziende anche in questo periodo di incertezza.

## 4 Posizionamento Competitivo

**Table 1 – Main Competitor 2017-2018 (data in mln €)**

	VoP		EBITDA		EBITDA Margin		EBIT		EBIT Margin		Net Income		Net Income Margin		NFP*		NFP/EBITDA	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
Reply	901,0	1.053,7	123,0	145,0	13,7%	13,8%	113,9	132,1	12,6%	12,5%	77,9	99,9	8,6%	9,5%	-57,0	-67,0	N/A	N/A
Sesa	1.271,0	1.363,0	57,9	63,1	4,6%	4,6%	44,8	46,3	3,5%	3,4%	26,1	28,6	2,1%	2,1%	-52,0	-55,0	N/A	N/A
Horsa Group	79,1	102,2	5,7	7,2	7,2%	7,0%	3,5	4,4	4,4%	4,3%	1,6	2,4	2,0%	2,4%	7,9	6,8	138,2%	93,8%
Sorint Lab	44,8	49,7	1,6	2,8	3,7%	5,7%	0,6	1,4	1,3%	2,7%	0,1	0,7	0,2%	1,4%	6,8	1,5	417,1%	54,1%
Blueit	18,0	19,0	1,5	1,3	8,2%	7,1%	1,1	1,0	6,0%	5,1%	0,7	0,6	3,8%	3,3%	0,1	1,6	6,3%	119,6%
Teorema	9,1	10,2	0,6	0,4	6,5%	4,0%	0,5	0,3	5,0%	2,5%	0,2	0,1	2,5%	0,7%	1,4	1,7	241,5%	431,3%
Beta 80 Grup	42,1	46,1	2,9	3,1	7,0%	6,6%	2,3	1,9	5,4%	4,2%	1,6	1,3	3,7%	2,8%	-1,2	-1,7	N/A	N/A
Porini	4,1	5,0	0,1	0,6	3,1%	12,2%	0,1	0,6	2,0%	11,3%	0,0	0,7	0,9%	14,5%	N/A	N/A	N/A	N/A
4Ward	7,0	9,2	0,9	1,5	12,7%	16,3%	0,7	1,1	9,8%	12,3%	0,6	0,8	8,5%	9,3%	N/A	N/A	N/A	N/A
Soft Jam	7,8	11,0	-0,2	1,2	-3,1%	10,7%	-0,4	0,9	-4,7%	8,3%	-0,3	0,5	-4,4%	4,8%	0,5	0,8	N/A	67,8%
<b>MEDIAN</b>	<b>30,1</b>	<b>32,6</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>6,8%</b>	<b>7,1%</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,7%</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>2,3%</b>	<b>3,0%</b>	<b>0,3</b>	<b>1,2</b>	<b>189,8%</b>	<b>93,8%</b>
Reti	17,7	19,3	2,5	2,3	14,0%	12,0%	1,7	1,4	9,8%	7,3%	1,0	0,8	5,9%	3,9%	0,9	2,2	37,8%	95,0%

Source: Integrae SIM

\*il valore della NFP di Reti fa riferimento alla sola Operating NFP

La Società, rispetto ai maggiori competitor italiani, è stata in grado di generare livelli di marginalità superiori alla mediana negli anni passati. Questo è stato possibile, tra le altre cose, anche grazie ad uno dei principali punti di forza di Reti: il Campus Tecnologico. All'interno del Campus viene attivato un circolo virtuoso che parte con lo *scouting* delle principali tecnologie presenti sul Mercato IT, passa attraverso la formazione dei talenti sulle KET, le sviluppa attraverso la realizzazione di prototipi innovativi e a seguito degli *stress test* e le rende pronte per essere testate e provate dai clienti per valutarne l'efficacia. Inoltre, il Campus permette di creare *lead* che possono trasformarsi in *deal* e permette di continuare la formazione del personale, per garantire il livello di qualità riconosciuto dal mercato.

Nel panel di Società *competitor* analizzate, Reply è stata in grado di generare marginalità superiore rispetto a Reti. Reply, oltre ad avere importanti economie di scala legate alla maggior dimensione, è in grado di generare marginalità maggiore grazie all'utilizzo di contratti Fixed Price. Reti, invece, ad oggi, è più sbilanciata su una modalità contrattuale Time & Material, in grado di generare livelli di marginalità minori. Per questo motivo, uno degli obiettivi della Società è quello di aumentare la componente di attività in modalità Fixed Price.

**Table 2 – Main Competitor Cost Incidence 2018**

	%COGS	%Services	%Employees
Reply	2,0%	35,8%	45,6%
Sesa	82,5%	7,0%	5,9%
Beta 80 Grup	8,6%	43,3%	43,2%
4Ward	30,1%	14,9%	40,6%
Teorema	12,2%	25,1%	56,2%
Horsa Group	27,6%	29,0%	35,3%
Blueit	4,2%	34,8%	51,8%
Soft Jam	13,9%	37,5%	37,9%
Sorint Lab	3,7%	29,3%	60,9%
Porini	0,4%	67,2%	36,1%
<b>MEDIAN</b>	<b>10,4%</b>	<b>32,1%</b>	<b>41,9%</b>
Reti	4,5%	16,1%	67,6%

Source: Integrae SIM

Analizzando i dati 2018, è possibile osservare le diverse incidenze dei principali costi sui ricavi delle Società *competitor*. Tale analisi, mostra come Reti abbia:

- una maggior incidenza dei costi del personale rispetto alla mediana (67,6% rispetto a 41,9%). Tale maggior incidenza risulta in linea con la volontà della Società di investire in risorse umane e nella loro formazione;
- una minor incidenza dei costi per materie prime (4,5% rispetto a 10,4%) e dei costi per servizi (16,1% rispetto a 32,1%). Sulla base di questi valori, si può dedurre che i *competitor* si focalizzano maggiormente sulla rivendita di servizi (tramite gestione di alcune attività in *outsourcing* e utilizzo di personale in Partita Iva) e di hardware e software prodotti da terze parti. Questa differenza è in grado di giustificare la maggior marginalità di Reti.

#### 4.1 Swot

##### **Strenghts:**

- Capacità di garantire risposte rapide alla clientela;
- Qualità e grandi possibilità di customizzazione dei progetti;
- *Know-how* elevato in diversi settori;
- Altro grado di competenze del personale, grazie ad un costante processo di formazione;
- Presenza del Campus come importante *asset* strategico;
- Centri di competenza in grado di garantire la copertura completa dei settori di attività;
- Significativo *track record* del *management*;
- Importanti partnership con i principali *vendor* a livello mondiale;
- Fidelizzazione dei clienti;
- Possibilità di *cross-selling* tra le diverse *Business Line*;
- Società Benefit basata sulla sostenibilità e sulla creazione del valore per la totalità degli *stakeholder*;
- Elevate barriere all'ingresso.

##### **Weaknesses:**

- Limitata forza commerciale;
- Limitata *brand awarness*;
- Difficolta nel reperire risorse umane;
- Concentrazione della clientela;
- Eccessiva dipendenza dal mercato italiano (oltre il 90% dei ricavi 2019).

##### **Opportunities:**

- Espansione del mercato IT;
- Agevolazioni fiscali per Industria 4.0;
- Ampliamento della base clienti, anche in relazione all'epidemia Covid-19;
- Crescita delle richieste ERP;
- Necessità di sviluppo tecnologico del mercato IT italiano;
- Opportunità di M&A.

##### **Threats:**

- Eccessivo *turnover* del personale;
- Difficoltà nel mantenimento delle attuali quote di mercato;
- Possibili difficoltà nell'adeguamento al continuo sviluppo tecnologico;
- Stagnazione dell'economia italiana.



## 5 Economics & Financials

**Table 3 – Economics & Financials**

<b>INCOME STATEMENT (€/mIn)</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>
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
<b>Value of Production</b>	<b>19,30</b>	<b>21,17</b>	<b>22,60</b>	<b>24,90</b>	<b>27,45</b>	<b>30,25</b>
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
<b>EBITDA</b>	<b>2,31</b>	<b>2,17</b>	<b>2,35</b>	<b>2,85</b>	<b>3,40</b>	<b>4,10</b>
<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
<b>EBIT</b>	<b>1,41</b>	<b>1,17</b>	<b>1,15</b>	<b>1,60</b>	<b>2,20</b>	<b>2,95</b>
<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)
<b>EBT</b>	<b>1,19</b>	<b>0,93</b>	<b>1,00</b>	<b>1,40</b>	<b>2,05</b>	<b>2,80</b>
Taxes	0,44	0,36	0,35	0,35	0,55	0,75
<b>Net Income</b>	<b>0,75</b>	<b>0,57</b>	<b>0,65</b>	<b>1,05</b>	<b>1,50</b>	<b>2,05</b>

<b>BALANCE SHEET (€/mIn)</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>
<b>Fixed Assets</b>	<b>19,63</b>	<b>20,40</b>	<b>21,00</b>	<b>20,70</b>	<b>20,40</b>	<b>20,20</b>
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
<b>Operating Working Capital</b>	<b>5,48</b>	<b>5,46</b>	<b>5,60</b>	<b>6,10</b>	<b>6,80</b>	<b>7,50</b>
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
<b>Net Working Capital</b>	<b>0,42</b>	<b>0,61</b>	<b>0,65</b>	<b>0,85</b>	<b>1,20</b>	<b>1,70</b>
Severance Indemnities & Other Provisions	2,72	3,04	3,50	4,05	4,60	5,25
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>17,34</b>	<b>17,98</b>	<b>18,15</b>	<b>17,50</b>	<b>17,00</b>	<b>16,65</b>
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
<b>Equity</b>	<b>4,40</b>	<b>4,43</b>	<b>7,40</b>	<b>8,45</b>	<b>9,95</b>	<b>12,00</b>
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
<b>Net Financial Position</b>	<b>12,93</b>	<b>13,56</b>	<b>10,75</b>	<b>9,05</b>	<b>7,05</b>	<b>4,65</b>
<b>SOURCES</b>	<b>17,34</b>	<b>17,98</b>	<b>18,15</b>	<b>17,50</b>	<b>17,00</b>	<b>16,65</b>

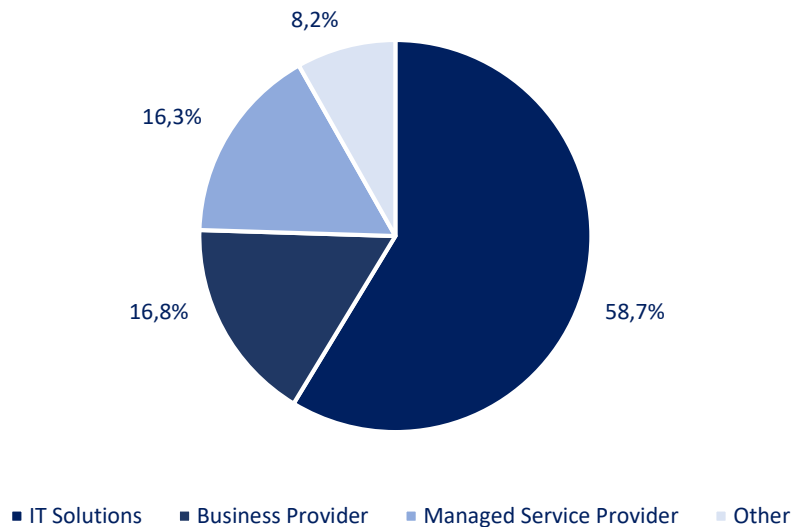
<b>CASH FLOW (€/mIn)</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>
EBIT	1,41	1,17	1,15	1,60	2,20	2,95
Taxes	0,44	0,36	0,35	0,35	0,55	0,75
<b>NOPAT</b>	<b>0,97</b>	<b>0,81</b>	<b>0,80</b>	<b>1,25</b>	<b>1,65</b>	<b>2,20</b>
D&A	0,90	1,00	1,20	1,25	1,20	1,15
Change in receivable	(2,06)	0,40	(0,51)	(0,70)	(0,80)	(0,80)
Change in payable	0,12	-0,38	0,37	0,20	0,10	0,10
Change in others	0,95	-0,20	0,10	0,30	0,35	0,20
<i>Change in NWC</i>	<i>-0,99</i>	<i>-0,19</i>	<i>-0,04</i>	<i>-0,20</i>	<i>-0,35</i>	<i>-0,50</i>
Change in provisions	0,41	0,32	0,46	0,55	0,55	0,65
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>1,29</b>	<b>1,94</b>	<b>2,43</b>	<b>2,85</b>	<b>3,05</b>	<b>3,50</b>
Capex	(3,4)	(1,8)	(1,8)	(0,9)	(0,9)	(1,0)
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>(2,12)</b>	<b>0,17</b>	<b>0,63</b>	<b>1,90</b>	<b>2,15</b>	<b>2,55</b>
Financial Management	(0,13)	(0,21)	(0,15)	(0,15)	(0,10)	(0,10)
Change in Debt to Bank	0,07	0,62	(2,80)	(1,70)	(2,00)	(2,41)
Change in Equity	(0,55)	(0,55)	2,32	0,00	0,00	0,00
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>	<b>(2,73)</b>	<b>0,03</b>	<b>0,00</b>	<b>0,05</b>	<b>0,05</b>	<b>0,05</b>

Source: stime Integrae SIM

## 5.1 FY19A Results

Nel 2019, è stato registrato un incremento dei ricavi YoY del 10,0%: il valore della produzione è passato dai € 19,3 mln del 2018 a € 21,17 mln.

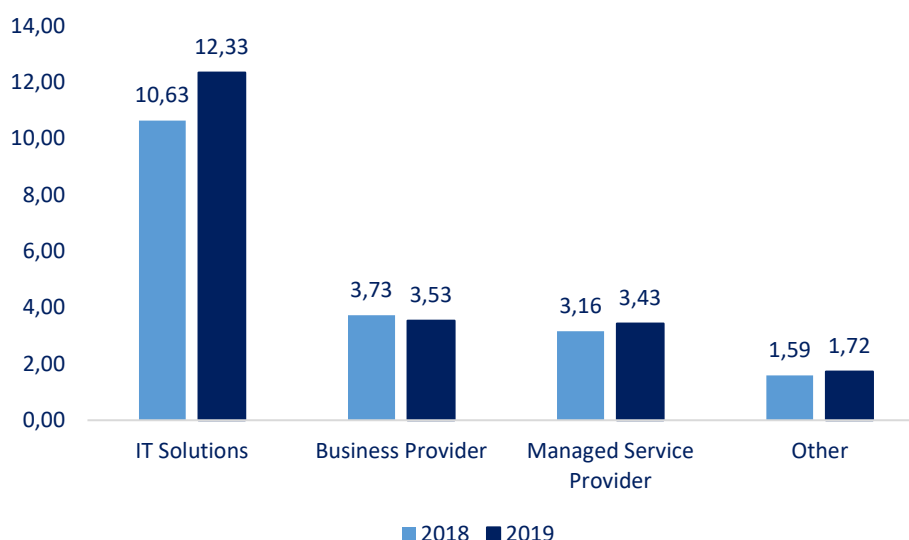
**Chart 16 –Revenues Breakdown by Business Line**



Source: Integrae SIM

In termini di ricavi generati, la principale linea di business è la linea IT Solutions, con una quota pari al 58,7% del totale. Le *business line* Business Provider e Managed Service Provider, invece, hanno generato una quota rispettivamente pari al 16,8% e al 16,3%. Il restante 8,2% dei ricavi è stato generato tramite la rivendita di hardware e software prodotti da terze parti e di servizi di manutenzione.

**Chart 17 –Revenues by Business Line 2018-2019**



Source: Integrae SIM

Per quanto riguarda i ricavi generati dalla linea IT Solutions, è possibile osservare una crescita dal 2018A al 2019A pari al 15,9%, da € 10,63 mln a € 12,33 mln. In crescita anche i ricavi generati tramite Managed Service Provider da € 3,16 mln a € 3,43 mln (pari all'8,4%). L'unica linea di

business in leggera decrescita risulta essere la linea Business Provider che passa da € 3,73 mln a € 3,53 mln (-5,3%).

Il valore dell'EBITDA risulta in leggera decrescita da €2,31 mln a € 2,17 mln. Questo segna un peggioramento della marginalità che, in termini di EBITDA Margin, passa da 12,1% a 10,3%, a causa della:

- maggior incidenza dei costi per servizi. L'aumento dei costi per servizi è principalmente imputabile alle spese sostenute per l'acquisto di servizi per rivendita;
- maggior incidenza dei costi del personale, a causa dell'incremento del numero di dipendenti. La maggior parte delle nuove risorse è stata assunta nei ruoli di sistemista e sviluppatore.

In decrescita anche l'Ebit da € 1,41 mln del 2018 a € 1,17 mln del 2019, con conseguente decremento della marginalità che passa da 7,3% a 5,5%. Infine, anche il Net Income registra un peggioramento, passando da € 0,75 mln a € 0,57 mln.

Il circolante risulta sostanzialmente in linea con quello dello scorso anno, diminuiscono, infatti, sia i crediti commerciali sia i debiti commerciali.

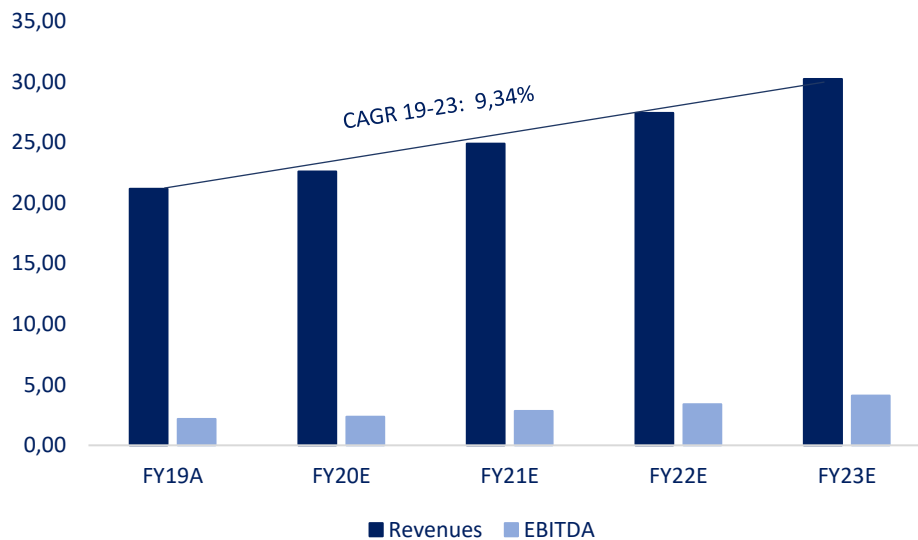
A livello di Capex, gli investimenti durante l'anno sono principalmente collegati allo sviluppo del Campus tecnologico.

La NFP risulta in leggero peggioramento rispetto all'anno precedente, passando da € 12,93 mln a € 13,56 mln. La voce più rilevante è data dai Debiti verso banche a medio/lungo termine, costituiti da mutui ipotecari e finanziamenti destinati allo sviluppo del Campus tecnologico Reti, all'ampliamento della sede, iniziato nel 2013, finalizzato a realizzare una struttura organizzativa adeguata alla gestione dei nuovi progetti e alla formazione del personale. Di tale valore della NFP, una quota pari a € 3,21 mln è riconducibile alla gestione caratteristica, mentre la quota restante, pari a € 10,35 mln è riconducibile alla realizzazione del Campus.

La NFP inerente al Campus è composta solamente dai debiti contratti dalla Società per l'acquisto e la rimessa in funzione del complesso immobiliare. La NFP operativa, invece, è movimentata: dai flussi di cassa generati dalla gestione caratteristica, dal piano di rimborso del debito contratto e dagli investimenti effettuati dalla Società. Il piano di rimborso del debito relativo al complesso immobiliare è finanziato tramite la NFP operativa, poiché la gestione del Campus non è in grado di generare direttamente flussi di cassa.

5.2 FY20E – FY23E Estimates

Chart 18 – VoP, EBITDA19A-23E

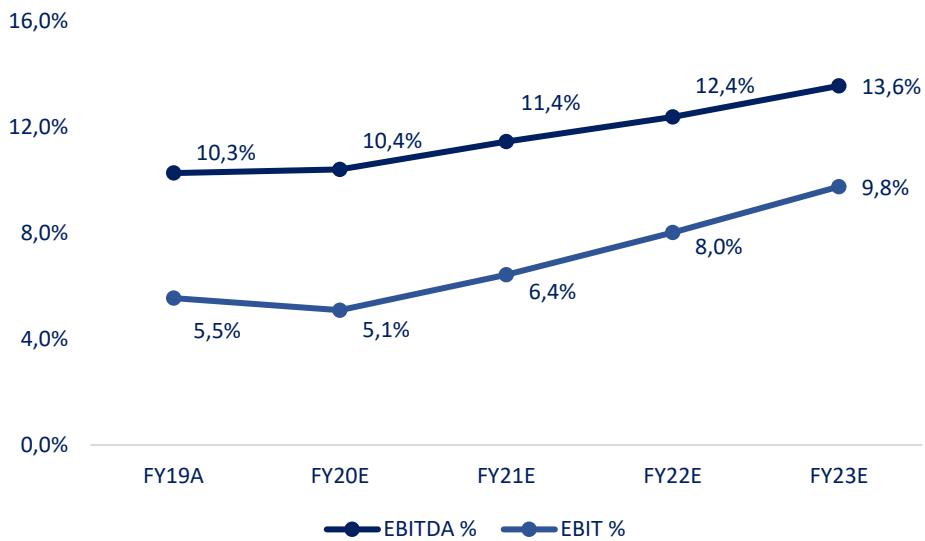


Source: elaborazione Integrae SIM

Per i prossimi anni, ci aspettiamo un incremento del valore della produzione che, secondo le nostre stime, passerà da € 21,17 mln del 2019 a € 30,25 mln del 2023E (CAGR19A-23E: 9,34%), grazie ai seguenti principali driver di crescita dei contratti Time and Material e Fixed Price:

- Time and Material:
  - Aumento del numero delle giornate in relazione alle nuove assunzioni del personale. In particolare, con le nuove assunzioni, la Società disporrà di maggiori risorse professionali da destinare alle crescenti richieste dei clienti. Le stime circa le nuove assunzioni sono conseguenza del rapporto con i clienti e dei *trend* di crescita del mercato. Inoltre, crediamo che il potenziamento del reparto Sales contribuirà ulteriormente all'incremento di queste attività;
  - Aumento delle tariffe applicate grazie al continuo aggiornamento professionale delle risorse e all'evoluzione tecnologica delle soluzioni offerte dalla Società.
  
- Fixed Price:
  - Aumento del numero di progetti in funzione della volontà del management di spostarsi sempre più verso una tipologia di commessa Fixed Price. Anche in questo ambito, crediamo che le vendite saranno supportate dallo sviluppo del reparto Sales;
  - Aumento del prezzo medio dei progetti, al fine di includere l'evoluzione tecnologica delle soluzioni offerte dalla Società e il continuo aggiornamento dei dipendenti.

**Chart 19 - EBITDA% and EBIT% 19A-23E**



Source: elaborazione Integrae SIM

Allo stesso modo, ci aspettiamo un incremento dell'EBITDA che, secondo le nostre stime, passerà da € 2,17 mln del 2019 a € 4,10 mln del 2023E, grazie ai seguenti driver di crescita:

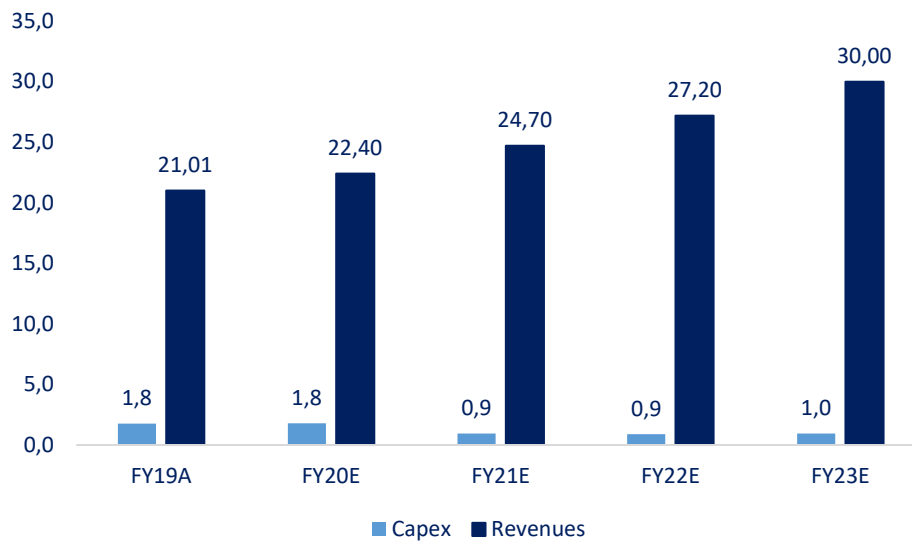
- Il progressivo incremento della quota di commesse Fixed Price;
- Maggiori economie di scala.

La miglior marginalità per l'anno 2020E è giustificata da una minor incidenza dei costi per servizi, tale decrescita è dovuta principalmente a:

- Riduzione delle spese per viaggi a causa dell'epidemia Covid-19;
- Riduzione delle spese di rappresentanza a causa dell'effetto dell'epidemia Covid-19;
- Standardizzazione del mix di acquisto per rivendita (HW/SW e Servizi)

Per l'anno 2021E, invece, ci aspettiamo un efficientamento dell'incidenza della voce Costi del personale su ricavi grazie alla riduzione delle commesse lavorate su contratti Time and Material e alla crescita delle commesse lavorate su contratti Fixed Price.

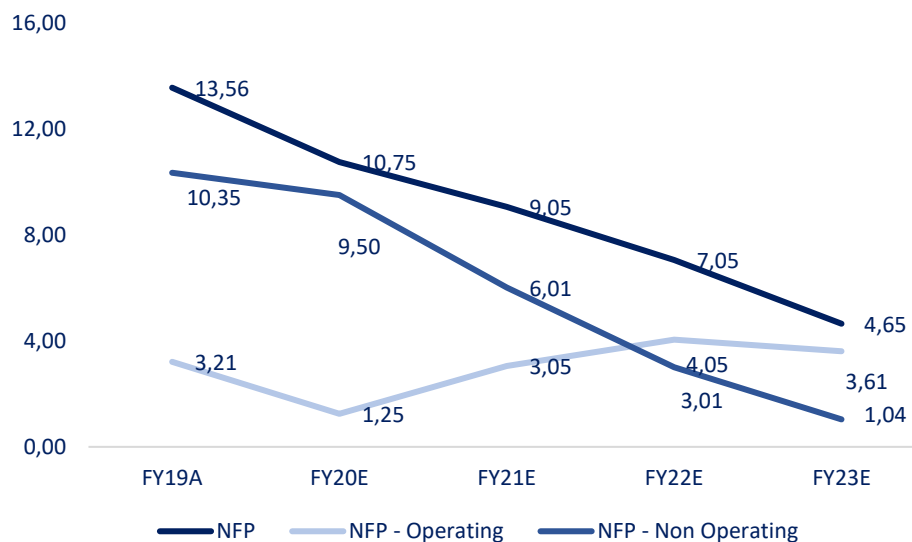
**Chart 20 – Revenues, Capex 19A-23E**



Source: elaborazione Integrae SIM

A livello di Capex, ci aspettiamo investimenti principalmente collegati agli ulteriori sviluppi del Campus tecnologico e a spese per Ricerca e Sviluppo. Per il 2020E, nella voce Capex, sono compresi i costi di quotazione.

**Chart 21 - NFP 19A-23E**



Source: elaborazione Integrae SIM

A livello di circolante, i giorni di incasso sono stati calcolati come media degli ultimi tre anni, alla quale è stato applicato un leggero efficientamento annuo, legato alla maggior forza contrattuale stimata per la Società, raggiungibile grazie alle maggiori dimensioni, Per quanto riguarda i giorni di pagamento, le stime sono basate sui valori degli ultimi tre anni, a cui abbiamo applicato una leggera diminuzione prudenziale. Inoltre, abbiamo stimato un importante decremento, nel corso del 2020E, della voce crediti tributari, poiché crediamo che i crediti esistenti verranno utilizzati in compensazione al pagamento delle imposte.

Crediamo che la Società non continuerà a perseguire le proprie politiche storiche di *Dividend Payout Ratio* dopo il 2020E (al fine di impiegare tutte le risorse generate a beneficio della Società) e che potrà continuare a migliorare la propria NFP complessiva, grazie ai flussi di cassa generati dalla gestione caratteristica. La NFP mostra un sensibile miglioramento nel 2020E, grazie alla raccolta derivante dall'operazione di IPO.

### 5.3 Linee Guida Strategiche

La strategia di Reti ha l'obiettivo di consolidare la propria posizione nel mercato IT tramite l'implementazione di alcune linee guida strategiche, quali:

- **Ampliamento e potenziamento del Campus tecnologico**, con l'obiettivo di mantenere un *time-to-market* competitivo, tramite: (i) sviluppo del Learning Provider proprietario (Reti Academy) che offre da un lato seminari, laboratori per l'apprendimento e percorsi formativi esperienziali in ambito tecnico e manageriale e dall'altro *workshop* volti al coinvolgimento di nuovi talenti e potenziali clienti; (ii) sviluppo dei processi legati alle fasi di prototipazione delle soluzioni tecnologiche *tailor made*; (iii) ottimizzazione dei processi inerenti gli *stress test*, il collaudo e la *delivery* delle soluzioni implementate (iv) ampliamento di nuovi laboratori e sviluppo ambienti ecosostenibili e flessibili che rispondano sempre più velocemente alle rapidissime mutazioni del modo di lavorare;
- **Sviluppo strategie ESG**, con l'obiettivo di: i) aumentare il proprio impatto positivo sociale e culturale (attività di formazione ed eventi divulgativi); ii) favorire lo sviluppo professionale e personale nel rispetto del *work life balance* creando un ambiente di lavoro idoneo ad alimentare lo sviluppo di competenze; iii) aumentare il proprio impatto positivo nei confronti dei clienti creando prodotti e servizi innovativi e sostenibili; iv) minimizzare l'utilizzo di risorse e le emissioni;
- **Investimenti nel personale**: finalizzati al *recruiting* di personale specializzato nei sei centri di competenza. La *retention* del personale è strettamente collegata allo sviluppo di specifiche iniziative a carico dell'azienda e a beneficio dei dipendenti: formazione di carattere tecnico e manageriale, partecipazione a percorsi volti al raggiungimento di certificazioni internazionali, servizi contenuti nel piano di *welfare* aziendale e sistema retributivo premiante;
- **Scouting di nuove partnership strategiche** con i principali *player* del settore IT, con l'obiettivo di individuare ed applicare nuove soluzioni tecnologiche al fine di garantire un'offerta sempre all'avanguardia;
- **Potenziamento della forza vendita interna**, con l'introduzione di nuove figure dedicate all'esclusiva attività di *sales*, che affiancheranno le attuali risorse tecniche già coinvolte nelle attività di vendita, attraverso l'adozione di nuove modalità di proposizione dell'offerta.

#### 5.4 Use of Proceeds

Reti ha portato a termine la quotazione sul mercato AIM Italia al fine di reperire risorse finalizzate all'accelerazione del proprio piano di crescita. In particolare, la Società ha pianificato di continuare la propria crescita per linee interne e per linee esterne.

- Per quanto riguarda le linee interne, l'idea è quella di investire: nell'ampliamento e potenziamento del campus, nell'anticipazione del percorso organico di crescita, nella ricerca di nuove importanti *partnership* e in attività di R&D.
- Per quanto riguarda le linee esterne, l'idea è quella di accelerare la propria crescita mediante acquisizione di aziende prevalentemente italiane di piccole e medie dimensioni, con il duplice obiettivo di potenziare ulteriormente il personale qualificato negli attuali centri di competenza e acquisire nuovi *know-how*, al fine di penetrare *industry* ad oggi non pienamente presidiate.

Gli investimenti, sia per linee interne sia per linee esterne, saranno principalmente indirizzati al potenziamento del *know-how* in termini di Business & Artificial Intelligence, settore ad alto potenziale di sviluppo. Questi investimenti permetteranno a Reti di penetrare ulteriormente e consolidare la propria *leadership* nei settori ad alto potenziale Finance e Industry.



## 6 Valuation

Abbiamo condotto la valutazione di Reti su tre componenti:

- Stima del valore della gestione caratteristica tramite i metodi DCF e *market multiple*, utilizzando la NFP afferente alla gestione caratteristica;
- Valutazione immobiliare del Campus, basata sulla perizia condotta dall'Arch. Elena Ciapparelli;
- Valutazione impatto ESG, basata sulla perizia del Professor Paolo Rossi.

### 6.1 DCF Method

**Table 4 – WACC**

<b>WACC</b>		<b>6,79%</b>
Risk Free Rate	0,28% $\alpha$ (specific risk)	2,50%
Market Premium	8,46% Beta Adjusted	0,75
D/E (average)	42,86% Beta Relevered	0,98
Ke	9,08% Kd	2,00%

Source: Integrae SIM

In particolare:

- Il Risk-Free Rate è rappresentato dal Rendistato di Agosto 2020 con scadenza compresa tra i 3 anni e 7 mesi e 4 anni e 6 mesi;
- Il Market Premium coincide con il premio per il rischio del mercato italiano calcolato dal Professor A. Damodaran;
- D/E è calcolato in base alle stime di Integrae SIM;
- Ke è stato calcolato tramite CAPM;
- Alfa, ovvero rischio specifico aggiuntivo, tipico degli investimenti azionari in imprese caratterizzati da ridotte dimensioni operative. Trattandosi di piccole dimensioni, lo small cap risk addizionale è stato assunto pari al 2.5%, valore medio tra quelli suggeriti dai principali studi in materia (Massari Zanetti, Valutazione Finanziaria, McGraw-Hill, 2004, pag. 145, A. Damodaran, Cost of Equity and Small Cap Premium in Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets, III edizione 2012, Guatri Bini, Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende, 2009 pag. 236);
- Il Beta è calcolato partendo dal Beta unlevered a 5 anni dei competitors;
- Kd coincide con l'attuale costo del debito della Società.

Utilizzando questi dati, risulta un WACC di 6,79%.

**Table 5 – DCF Valuation**

<b>DCF Equity Value</b>		<b>27,4</b>
FCFO actualized	6,1	20%
TV actualized DCF	24,5	80%
<b>Enterprise Value</b>	<b>30,6</b>	100%
NFP (FY19A)	3,2	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, ne risulta un **equity value di € 27,4 mln**. Per il calcolo dell'equity value, è stata utilizzata la quota di NFP riconducibile alla gestione caratteristica.

**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)	2,5%	56,3	47,5	41,0	36,0	32,0	28,8	26,1
	2,0%	48,2	41,6	36,5	32,5	29,3	26,6	24,3
	1,5%	42,3	37,1	33,0	29,7	27,0	24,7	22,7
	1,0%	37,7	33,6	30,2	27,4	25,1	23,1	21,3
	0,5%	34,1	30,7	27,8	25,5	23,4	21,7	20,1
	0,0%	31,2	28,3	25,9	23,8	22,0	20,5	19,1
	-0,5%	28,7	26,3	24,2	22,4	20,8	19,4	18,2

Source: Integrae SIM

## 6.2 Market Multiples

Il nostro panel è formato da Società appartenenti allo stesso settore di Reti, ma molte hanno capitalizzazione maggiore.

### 6.2.1 Composizione del Panel

**Alten SA (France)** è una società internazionale di consulenza specializzata in innovazione tecnologica e ingegneristica nata in Francia nel 1988, conta 34.000 collaboratori ed è quotata dal 1998 alla Borsa di Parigi. Opera nei settori di tecnologia dell'informazione, elettronica, software *embedded*, reti di telecomunicazioni e ingegneria.

**Se.Sa SpA (Italy)** con sede ad Empoli (FI) ed attività sull'intero territorio nazionale, è a capo di un Gruppo che costituisce l'operatore di riferimento in Italia nel settore delle soluzioni IT a valore aggiunto per il segmento business e professionale. Il Gruppo ha la missione di portare le soluzioni tecnologiche avanzate dei maggiori *vendor* internazionali di IT nei distretti dell'economia italiana, guidando le imprese nel percorso di innovazione tecnologica con particolare riferimento ai segmenti SME ed *Enterprise*.

**Accenture Plc (USA)** fornisce servizi e soluzioni di consulenza gestionale e tecnologica. L'azienda offre una gamma di soluzioni specializzate ai clienti di tutti i settori industriali in tutto il mondo. Accenture gestisce una rete di aziende che forniscono consulenza, tecnologia e *outsourcing*.

**Bouvet ASA (Norway)** è una società scandinava che fornisce servizi di consulenza e sviluppo nel campo delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione integrata sia ad imprese del settore pubblico sia ad imprese del settore privato.

**Reply SpA (Italy)** è specializzata nella progettazione e nella realizzazione di soluzioni basate sui nuovi canali di comunicazione e media digitali. Costituita da un modello a rete di aziende altamente specializzate, affianca i principali gruppi industriali europei appartenenti ai settori Telco & Media, Industria e Servizi, Banche e Assicurazioni e PA nella definizione e nello sviluppo di modelli di business abilitati dai nuovi paradigmi dell'AI, Cloud Computing, Digital Media e Internet of Things. I servizi includono: Consulenza, System Integration e Digital Services.

**Websolute SpA (Italy)** è una *digital company* attiva principalmente nella creazione di piattaforme digitali, nel *digital marketing* e Brand UX, UI e Customer Journey. Nel 2018, la società ha ottenuto la certificazione come PMI innovativa. Websolute, configurabile come Gruppo, è una holding operativa e offre una diversificata gamma di prodotti e servizi: Piattaforme Digitali, Digital Marketing, Brand UX, UI e Customer Journey, Social & Influencer Marketing, e-Commerce Strategy & Management, Cloud & System Integration, Mobile Apps, Editoria New Media, Consulenza Digital Strategy e altro.

## 6.2.2 Comparables Financial Highlights

**Table 7 – Comparables (data in € mln)**

FY2019A	Alten SA		Se.Sa S.p.A.		Accenture PLC*		Bouvet ASA		Reply S.p.A.		Websolute S.p.A.		Peer Median		Reti	
	Country	France	Italy	Italy	USA	Norway	Italy	Italy	Italy	Italy	Italy	Italy	Italy	Italy	Italy	Italy
Mkt Cap	3.790,0	428,2	114.799,0	403,0	2.597,0	13,3	1.512,6	11,3	1.448,6	14,5						
EV	3.892,0	401,1	109.602,0	392,0	2.496,0	14,2										
<b>Profitability</b>																
VoP	2.624,0	1.539,9	38.142,0	216,0	1.183,0	12,8	1.361,5	21,2	127,9	2,2						
EBITDA	320,5	64,4	6.353,0	29,7	191,3	2,1	127,9	2,2	71,2	0,6						
Net Profit	180,6	29,3	4.218,2	18,3	113,0	0,7	71,2	0,6	15,0%	10,3%						
EBITDA Margin	12,2%	4,2%	16,7%	13,8%	16,2%	16,6%	15,0%	10,3%	15,0%	10,3%						
Net Profit Margin	6,9%	1,9%	11,1%	8,5%	9,6%	5,1%	7,7%	2,7%	7,7%	2,7%						
<b>Capital Structure</b>																
NFP**	102,0	-27,1	-5.197,0	-11,0	-101,0	0,9	-19,0	3,2	-19,0	3,2						
NFP/EBITDA	0,3x	N/A	N/A	N/A	-0,5x	0,4x	0,3x	1,5x	0,3x	1,5x						

Source: Bloomberg

\*Dati Accenture 31/08/2019

\*\*il valore della NFP di Reti fa riferimento alla sola Operating NFP

### 6.2.3 Multiples Method

**Table 8 – Market Multiples**

Company Name	EV/EBITDA (x)		
	FY20E	FY21E	FY22E
Alten SA	13,0	9,5	8,2
Se.Sa S.p.A.	9,8	8,7	7,8
Accenture PLC	17,5	17,1	16,0
Bouvet ASA	14,4	13,4	12,2
Reply S.p.A.	17,8	15,6	14,2
Websolute S.p.A.	6,1	5,4	4,5
<b>Peer median</b>	<b>13,7</b>	<b>11,4</b>	<b>10,2</b>

Source: elaborazione Integrae SIM e consensus di mercato

**Table 9 – Market Multiples Valuation**

€/mln	2020E	2021E	2022E
<b>Enterprise Value (EV)</b>			
EV/EBITDA	32,2	32,6	34,7
<b>Equity Value</b>			
EV/EBITDA	30,9	29,5	30,7
<b>Equity Value post 25% discount</b>			
EV/EBITDA	23,2	22,2	23,0
<b>Average</b>	<b>23,2</b>	<b>22,2</b>	<b>23,0</b>

Source: elaborazione Integrae SIM e consensus di mercato

L'equity value di Reti utilizzando i market multiple EV/EBITDA, risulta essere pari a circa €30,4 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità che presumibilmente caratterizzerà il titolo Reti rispetto ai comparables: ne risulta un equity value di € 22,8 mln. Per il calcolo dell'equity value, è stata utilizzata la quota di NFP riconducibile alla gestione caratteristica.

### 6.3 Campus Valuation

La valutazione del complesso immobiliare in cui è situato il Campus tecnologico di Reti è stata condotta dall'Arch. Elena Ciapparelli, iscritta all'Ordine degli architetti P.P.C. della Provincia di Varese al N. 3052. La stima dei beni "è stata ricavata seguendo il procedimento di stima comparativo. Sono stati raccolti dati da diverse fonti, qui di seguito riportate, e successivamente è stato scelto dal tecnico il valore medio più appropriato alla zona e allo stato di conservazione attuale dei beni. Da un'indagine di mercato, risulta che, allo stato attuale, non esistono sul mercato immobili che possano oggettivamente paragonarsi alle proprietà di Reti S.p.A.", infatti, "da un lato non si trovano uffici in vendita simili né per zona, né per pari finiture o metrature. Dall'altro lato non si trovano in vendita spazi produttivi nella stessa zona (è una zona centrale, la destinazione produttiva è ammessa solo se preesistente) e soprattutto dotati di impianti di termoregolazione di ultima generazione, cappotto esterno, impianti fotovoltaico e domotico, e finiture paragonabili agli immobili di Reti.". Per questo motivo, il tecnico incaricato "si è avvalso principalmente di un'interpolazione tra i due listini più autorevoli a disposizione, la Banca Dati delle Quotazioni Immobiliari dell'Agenzia delle Entrate (OMI, 2° semestre 2019, l'ultimo ad oggi disponibile), e la Rilevazione dei Prezzi degli immobili in Provincia di Varese, edito dalla Camera di Commercio di Varese, valido per il 2019 (ultimo disponibile)". La valutazione economica degli edifici e delle aree scoperte è pari a € 13,565 mln, di cui € 8,994 mln riconducibili agli edifici conclusi e € 4,570 riconducibili agli edifici in fase di progettazione.

**Table 10 – Campus Equity Value**

Equity Value Campus (€/mln)	3,22
Enterprise Value Campus (€/mln)	13,57
NFP Campus 19A (€/mln)	10,35

Source: Integrae SIM

L'enterprise value del complesso immobiliare è stato stimato pari a € 13,57 mln, la NFP collegata al Campus è pari a € 10,35 mln. Di conseguenza **l'equity value del Campus risulta pari a €3,22 mln.**

### 6.4 ESG Valuation

L'attenzione degli investitori verso le tematiche ESG è in costante crescita: lo testimonia l'aumento delle masse gestite secondo criteri orientati all'attenzione verso la sostenibilità sociale e ambientale e verso la *fair governance*. Studi condotti soprattutto sul mercato americano dimostrano che le strategie di gestione attiva di portafogli che integrano modelli tradizionali di analisi *value based* e criteri ESG ottengono performance migliori.

I dati mostrano anche che le migliori strategie di investimento di portafoglio sono quelle che combinano i *rating* ESG con considerazioni legate all'analisi fondamentale, in particolare il rapporto prezzo su utile per azione, a ulteriore dimostrazione dei vantaggi ottenibili nell'*asset allocation* da un approccio integrato. Un'analisi approfondita sulle determinanti della performance per i titoli dell'indice rivela che le imprese con alto *rating* ESG sono state più efficienti sia nell'aumentare i volumi di fatturato, sia nel miglioramento della marginalità operativa (che in valore mediano è invece negativa per le altre imprese), sia nel *dividend yield*. L'evidenza è coerente con l'ipotesi che l'adozione delle migliori pratiche ESG sia la fonte di un vantaggio competitivo di lungo termine.

L'attenzione del mercato verso le tematiche ESG è testimoniata dal crescente numero di imprese che, accanto ai documenti economico-finanziari tradizionali, pubblicano informazioni aggiuntive correlate a tale ambito, nonché dal crescente numero di investitori istituzionali che

dichiaratamente si rifanno a questi criteri, non solo nell'ambito dell'*asset management* tradizionale, ma anche per gli investimenti alternativi come il *private equity* e al momento stesso della raccolta sul mercato primario (si pensi alla crescita del mercato dei *green bond*). Crescono anche gli analisti specializzati che hanno introdotto indici aggregati e misure di *rating* in ambito ESG. Secondo i dati di alcuni analisti (Bloomberg, Merrill Lynch, Global Sustainable Investment Alliance) nel 2016 lo *stock* di investimenti allocati secondo criteri ESG era pari a 23.000 miliardi di dollari, in forte aumento rispetto agli anni precedenti. In Europa la quota dei nuovi investimenti gestiti con criteri ESG ha ormai superato il 50%.

Non esiste una tassonomia ben definita dei criteri di investimento compatibili con il paradigma ESG. È possibile però individuare alcune strategie condivise (Bernow et al., 2017; Sandrin, 2018):

- **Screening.** Consiste nell'esclusione *tout court* di alcune aree di business dall'*asset allocation*, considerate non etiche (armi, tabacco, gioco d'azzardo) o non eco-compatibili. Si tratta di un approccio "passivo" facilmente implementabile, ma che non guarda alle differenze fra singole imprese.
- **ESG integration.** Nella fase di *stock picking* consiste nell'attribuire attivamente alle singole imprese un *rating* ESG, in funzione di alcuni parametri osservabili o stimabili. Tali fattori vengono poi considerati accanto a quelli tradizionali adottati dagli analisti di tipo economico e finanziario. Si tratta chiaramente di un approccio che richiede la raccolta e l'analisi di numerosi dati, e quindi un investimento significativo in termini di tempo e competenze.
- **Best-in-class.** Consiste nella selezione, all'interno di tutti i settori di business possibili, delle imprese che meglio performano rispetto ai criteri ESG.
- **Focalisation.** In questo caso si sceglie di focalizzare l'attenzione su un singolo tema di investimento, quale potrebbe essere l'eco-efficienza, il *sourcing*, la *governance*, lo sfruttamento dei lavoratori.
- **Engagement.** La sensibilità del mercato verso le tematiche ESG ha portato gli investitori istituzionali ad essere sempre più attivi non solo nella fase di analisi delle opportunità di investimento, ma anche ex post attraverso azioni di *moral suasion* se non di aperta critica nelle sedi opportune come le assemblee dei soci, al fine di convincere le imprese finanziate a migliorare.

#### 6.4.1 Reti ESG Valuation

La valutazione della creazione di valore ESG da parte di Reti è stata condotta dal Professor Paolo Rossi e si basa su due diverse categorie di valutazione: attività di welfare e progetti per comunità e territorio e progetti e soluzioni di business di Reti:

- Attività di welfare e progetti per comunità e territorio: la promozione di progetti e attività sociali, in linea con la propria *mission* aziendale, consente di generare positive ripercussioni culturali ed economiche nella comunità di appartenenza, generando un impatto sociale positivo nel medio-lungo periodo che rappresenta l'obiettivo fondamentale di una impresa considerata "socialmente orientata" e parte integrante di una comunità. Lo strumento metodologico utilizzato è quello relativo alla cosiddetta "catena del valore dell'impatto", che permette di individuare i diversi passaggi in cui si esplica la cosiddetta teoria del cambiamento. Gli output prodotti, per ciascuna categoria di *stakeholder*, sono stati classificati in qualità di beni capitali e/o servizi risultanti da una partecipazione attiva o da una attività svolta dalla Società in una filiera di creazione del valore, nel breve periodo, i cui effetti siano stati direttamente controllabili e/o riconducibili alla Società stessa. Come *outcome* sono stati considerati i benefici osservabili nel medio periodo degli *output* delle attività;

- Progetti e soluzioni di business: Reti, al fine di aumentare il proprio impatto nei confronti dei clienti, si impegna a creare prodotti e servizi innovativi e sostenibili attraverso la promozione e la diffusione dei propri valori, l'adozione di un modello imprenditoriale aperto in termini di scambio di idee e competenze, la connessione tra persone e tecnologia, nonché attraverso progettualità che abbiano anche finalità positive sociali e ambientali. L'analisi condotta dal Professor Rossi ha preso in considerazione i benefici di alcuni progetti di Reti: progetti di *digital banking*, progetti di mobilità urbana e progetti di migrazione sul *cloud*.

**Table 11 – ESG Valuation: Discounted Values (data in € mln)**

	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	Total
Welfare activities and projects for community and territory	1,25	0,81	0,75	0,73	0,80	<b>4,33</b>
Business Projects and Solutions	-	3,07	0,55	0,44	0,38	<b>4,45</b>
Total Discounted Value	1,25	3,88	1,29	1,17	1,18	<b>8,78</b>

Source: Integrae SIM

Secondo le stime del Professor Rossi relative alla creazione di valore ESG da parte di Reti, il valore generato da attività di welfare e progetti per comunità e territorio dal 2019 al 2023 risulta pari a € 4,33 mln, mentre il valore generato da progetti e soluzioni di business nello stesso periodo risulta pari a € 4,45 mln. Il valore totale stimato risulta, dunque, pari a € 8,78 mln.



## 6.5 Conclusioni

**Table 12 – Equity Value**

<b>Average Equity Value (€/mln)</b>	<b>25,1</b>
Equity Value DCF (€/mln)	27,4
Equity Value multiples (€/mln)	22,8
<b>Target Price (€)</b>	<b>1,95</b>

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a circa € 25,1 mln. Il target price è quindi di € 1,95, rating BUY e rischio MEDIUM.

**Table 13 – Implied Multiples – Sensitivity Analysis**

Equity Value (€/mln)	EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
22,0	10,7x	8,8x	7,4x	21,9x	15,8x	11,5x
23,0	11,2x	9,2x	7,7x	22,8x	16,4x	11,9x
24,0	11,6x	9,5x	8,0x	23,7x	17,0x	12,4x
25,0	12,0x	9,9x	8,3x	24,5x	17,6x	12,8x
26,0	12,4x	10,2x	8,6x	25,4x	18,3x	13,3x
27,0	12,9x	10,6x	8,9x	26,3x	18,9x	13,7x
28,0	13,3x	11,0x	9,2x	27,1x	19,5x	14,2x

Source: Integrae SIM

Inoltre, evidenziamo come all'interno del complesso di beni organizzati dall'imprenditore esistono quindi due aggiuntive configurazioni di valore a beneficio degli azionisti:

- materiale, rappresentato dal valore netto del complesso immobiliare, funzionale all'intero business e pari a €3,22 mln;
- immateriale, rappresentato dalla creazione di valore ESG in grado impattare positivamente l'intero complesso di interessi che ruotano intorno a Reti e, per questa via, non solo assicurare la sua economica sopravvivenza, ma soprattutto la sua crescita nel medio e lungo periodo (pari a €8,78 mln).

Esiste dunque un valore addizionale complessivo di circa € 12,00 mln che Reti è in grado di esprimere e che le valutazioni tradizionali basate sui flussi di cassa e/o sui multipli di società comparabili non sono in grado di catturare. Valore addizionale che costituisce l'unicità di Reti all'interno del panorama delle società operanti nello stesso segmento di business.

**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. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE 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 Integrae 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 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 29<sup>th</sup>, 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 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](http://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. 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 e/o 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;
- 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;
- Integræ SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Reti.

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.