

Data produzione: 02 Marzo 2021 - h. 18,30

Data pubblicazione: 03 Marzo 2021 - h. 7,00

Reti	Italy	FTSE AIM Italia	IT
Rating: BUY	Target Price: € 2,55 (Prev €1,95)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	9,60%	8,50%	N/A	N/A
to FTSE AIM Italia	4,03%	-10,13%	N/A	N/A
to FTSE STAR Italia	5,96%	-2,77%	N/A	N/A
to FTSE All-Share	5,18%	3,36%	N/A	N/A
to EUROSTOXX	6,33%	3,21%	N/A	N/A
to MSCI World Index	7,70%	2,00%	N/A	N/A

Stock Data

Price	€ 0,87
Target price	€ 2,55
Upside/(Downside) potential	194,0%
Bloomberg Code	RETI IM Equity
Market Cap (€m)	€ 10,85
EV (€m) (NFP - Operating)	€ 12,25
Free Float	19,99%
Share Outstanding	12.499.000
52-week high	0,99 €
52-week low	0,61 €
Average daily volumes (3m)	22.000

Key Financials (€m)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Revenues	21,8	24,7	27,2	30,0
VoP	22,0	24,9	27,5	30,3
EBITDA	2,5	2,9	3,4	4,1
EBIT	1,4	1,6	2,2	3,0
Net Profit	0,9	1,1	1,5	2,1
EBITDA margin	11,4%	11,4%	12,4%	13,6%
EBIT margin	6,2%	6,4%	8,0%	9,8%
Net Profit margin	4,1%	4,2%	5,5%	6,8%

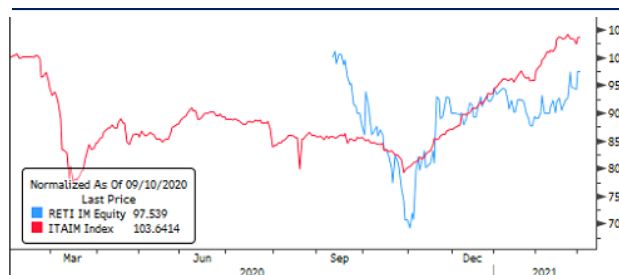
Main Ratios	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
EV/EBITDA (x)	4,9	4,3	3,6	3,0
EV/EBIT (x)	8,9	7,7	5,6	4,2
P/E (x)	12,0	10,3	7,2	5,3

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



FY20A Results

Il VoP si attesta a € 22,00 mln, rispetto a un valore pari a € 21,17 mln registrato a fine 2019 e a € 22,60 mln stimati nel nostro precedente report. La crescita è stata possibile soprattutto grazie al consolidamento delle attività presso i clienti storici e all'ampliamento del portafoglio clienti a livello nazionale e internazionale. L'EBITDA, pari a € 2,52 mln, registra un significativo aumento pari al 15,8% rispetto ai € 2,17 mln del 2019 e risulta in crescita anche rispetto alle nostre precedenti stime pari a € 2,35 mln. La NFP migliora da € 13,56 mln a € 11,87 mln, anche grazie alla raccolta da IPO. La NFP della Società è divisibile in NFP operating (pari a € 1,40 mln) e NFP non operating (pari a € 10,47 mln).

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il 2020A, confermiamo quasi integralmente le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. Confermiamo valore della produzione 2021E pari a € 24,9 mln ed un EBITDA pari a € 2,9 mln, corrispondente ad una marginalità dell'11,4%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 30,3 mln (CAGR 20A-23E: 11,19%) nel 2023E, con EBITDA pari a € 4,1 mln (corrispondente ad una marginalità del 13,6%), in crescita rispetto a € 2,5 mln del 2020A (EBITDA margin 11,4%). Modifichiamo le nostre precedenti stime di NFP, in ragione della distribuzione di dividendi proposta dal Consiglio di Amministrazione (payout ratio del 55,35%).

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Reti sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Il DCF method (che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali anche un rischio specifico pari al 2,5%) restituisce un equity value pari a €37,2 mln. L'equity value di Reti utilizzando i market multiples risulta essere pari €26,6 mln (inclusendo un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 31,9 mln. Il target price è di € 2,55, rating BUY e rischio MEDIUM.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

INCOME STATEMENT (€/mIn)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Revenues	21,01	21,83	24,70	27,20	30,00
Other Revenues	0,15	0,17	0,20	0,25	0,25
Value of Production	21,17	22,00	24,90	27,45	30,25
COGS	0,63	0,92	0,95	0,95	1,00
Services	3,57	3,45	4,00	4,30	4,70
Use of assets owned by others	0,24	0,28	0,35	0,40	0,45
Employees	14,56	14,85	16,75	18,40	20,00
EBITDA	2,17	2,52	2,85	3,40	4,10
<i>EBITDA Margin</i>	<i>10,3%</i>	<i>11,4%</i>	<i>11,4%</i>	<i>12,4%</i>	<i>13,6%</i>
D&A	1,00	1,15	1,25	1,20	1,15
EBIT	1,17	1,37	1,60	2,20	2,95
<i>EBIT Margin</i>	<i>5,5%</i>	<i>6,2%</i>	<i>6,4%</i>	<i>8,0%</i>	<i>9,8%</i>
Financial Management	(0,21)	(0,16)	(0,15)	(0,10)	(0,10)
Other Income and Expenses	(0,03)	0,04	(0,05)	(0,05)	(0,05)
EBT	0,93	1,25	1,40	2,05	2,80
Taxes	0,36	0,35	0,35	0,55	0,75
Net Income	0,57	0,90	1,05	1,50	2,05

BALANCE SHEET (€/mIn)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Fixed Assets	20,40	21,32	20,70	20,40	20,20
Account receivable	6,70	8,63	7,90	8,70	9,50
Inventories	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Account payable	1,23	1,58	1,80	1,90	2,00
Operating Working Capital	5,46	7,05	6,10	6,80	7,50
Other receivable	0,35	0,43	0,20	0,20	0,20
Other payable	5,20	6,37	5,45	5,80	6,00
Net Working Capital	0,61	1,11	0,85	1,20	1,70
Severance Indemnities & Other Provisions	3,04	3,27	4,05	4,60	5,25
NET INVESTED CAPITAL	17,98	19,15	17,50	17,00	16,65
Share Capital	2,00	2,50	2,50	2,50	2,50
Reserves	1,85	3,88	4,28	4,75	5,42
Net Income	0,57	0,90	1,05	1,50	2,05
Equity	4,43	7,28	7,83	8,75	9,97
Cash and Cash Equivalent	1,54	2,59	0,95	0,36	0,48
Operating Debt	4,75	3,99	4,50	5,50	6,00
NFP - Operating	3,21	1,40	3,55	5,14	5,52
NFP - Non Operating	10,35	10,47	6,13	3,12	1,16
Net Financial Position	13,56	11,87	9,68	8,26	6,68
SOURCES	17,98	19,15	17,50	17,00	16,65

CASH FLOW (€/mIn)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
EBIT	1,37	1,60	2,20	2,95
Taxes	0,35	0,35	0,55	0,75
NOPAT	1,02	1,25	1,65	2,20
D&A	1,15	1,25	1,20	1,15
Change in receivable	(1,93)	0,73	(0,80)	(0,80)
Change in inventories	0,00	0,00	0,00	0,00
Change in payable	0,35	0,22	0,10	0,10
Change in others	1,09	-0,69	0,35	0,20
<i>Change in NWC</i>	<i>-0,50</i>	<i>0,26</i>	<i>-0,35</i>	<i>-0,50</i>
Change in provisions	0,24	0,78	0,55	0,65
OPERATING CASH FLOW	1,91	3,53	3,05	3,50
Capex	(2,1)	(0,6)	(0,9)	(1,0)
FREE CASH FLOW	(0,15)	2,90	2,15	2,55
Financial Management and Other	(0,12)	(0,20)	(0,15)	(0,15)
Change in Debt	(0,63)	(3,83)	(2,01)	(1,46)
Change in Equity	1,95	(0,50)	(0,58)	(0,83)
FREE CASH FLOW TO EQUITY	1,05	(1,64)	(0,59)	0,12

Source: Reti and Integrae SIM estimates

1.1 FY20A Results

Table 2 – Actual VS Estimates FY20A

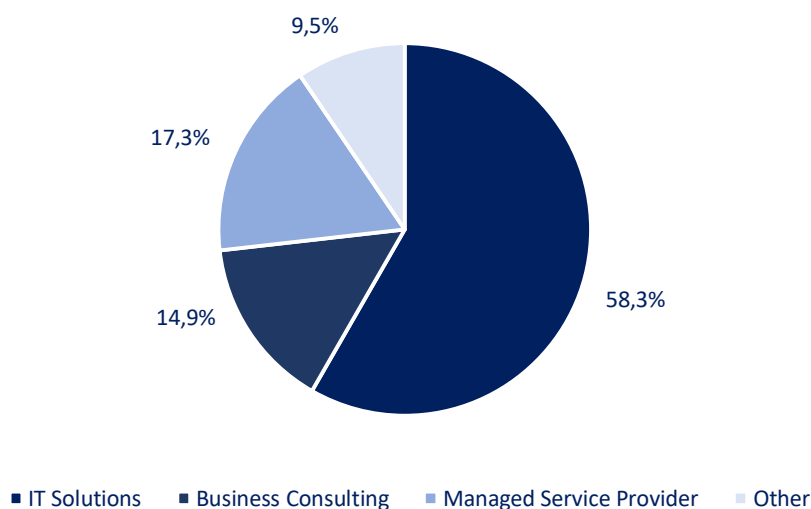
€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP- Operating
FY20A	22,00	2,52	11,4%	1,37	0,90	1,40
FY20E	22,60	2,35	10,4%	1,15	0,65	1,25
Change	-2,6%	7,1%	1,0%	19,2%	39,0%	N.A

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati annuali, dichiara che *“L’attuale contesto globale ha portato una fortissima accelerazione ai processi di adozione delle cosiddette “tecnologie abilitanti” basti pensare all’importanza dell’utilizzo delle soluzioni Cloud per usufruire dei vantaggi offerti dal paradigma di lavoro agile.”* Infatti, *“anche se complessivamente il mercato digitale ha sofferto gli effetti di una crisi esogena, che ha indotto a rinviare progetti considerati non strategici o mission critical, alcune componenti del mercato hanno registrato una crescita importante, tra cui in particolare: i servizi Cloud, la Cybersecurity, gli strumenti di collaboration e unified communication.”*. Bruno Paneghini, Presidente ed Amministratore Delegato, inoltre, sottolineando gli obiettivi di impatto sociale ed ambientale dichiara: *“abbiamo avviato nel corso del 2020 il processo volto all’ottenimento della certificazione B Corp, ottenuta a febbraio 2021, come completamento di un percorso di assessment e valutazione che identifica quelle aziende che rispettano i più rigorosi standard di trasparenza e sostenibilità.”*

Il valore della produzione si attesta a € 22,00 mln, rispetto a un valore pari a € 21,17 mln registrato a fine 2019 e a € 22,60 mln stimati nel nostro precedente *report*. La crescita rispetto al 2019 è stata possibile soprattutto grazie al consolidamento delle attività presso i clienti storici e all’ampliamento del portafoglio clienti a livello nazionale e internazionale.

Chart 1 – Revenues Breakdown by Segment



Source: Reti

La crescita dei ricavi è principalmente riconducibile ai buoni risultati ottenuti dalla linea IT Solutions che rappresenta il 58,3% dei ricavi totali e dalla linea Managed Service Provider che rappresenta il 17,3% dei ricavi totali. I restanti ricavi sono generati, per una quota pari al 14,9% della linea Business Consulting e per il restante 9,5% da ricavi accessori.

L'EBITDA, pari a € 2,52 mln, registra un significativo aumento pari al 15,8% rispetto ai € 2,17 mln dell'esercizio precedente e risulta in crescita anche rispetto alle nostre precedenti stime pari a € 2,35 mln. Anche l'EBITDA Margin, pari al 11,4%, aumenta rispetto al 10,3% del 2019 e supera le nostre precedenti stime, pari al 10,4%. La crescita dell'EBITDA è legata: all'aumento dei ricavi, all'efficientamento dei costi sostenuti in fase di gestione progettuale e a minori costi per servizi. Si osserva, invece, un leggero aumento dei costi del personale dovuto a nuove assunzioni effettuate.

L'EBIT è pari a € 1,37 mln (€ 1,17 mln nel 2019) dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 1,15 mln. Anche il valore dell'EBIT supera le nostre precedenti stime, pari a € 1,15 mln. Di conseguenza, anche l'EBIT Margin, pari al 6,2% mostra un incremento rispetto allo scorso anno (5,5%) e alle nostre stime (5,1%),

L'Utile Netto si attesta a € 0,90 mln (€ 0,57 mln nel 2019) in crescita rispetto a € 0,65 mln delle nostre precedenti stime.

La NFP mostra un significativo miglioramento da € 13,56 mln a € 11,87 mln, anche grazie alla raccolta da IPO. La NFP della Società è divisibile in NFP *operating* (pari a € 1,40 mln) e NFP *non operating* (pari a € 10,47 mln).

1.2 FY21E – FY23E Estimates

Table 3 – Estimates Updates FY21E-23E

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

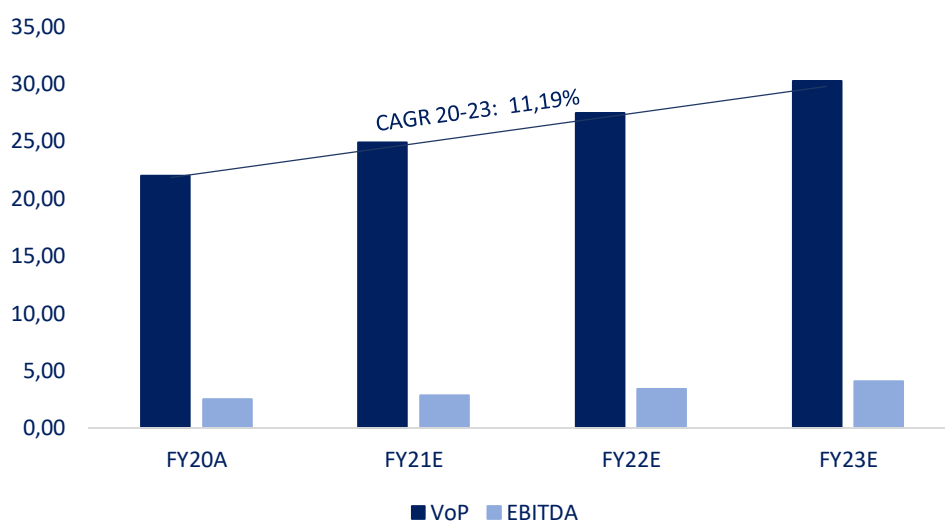
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il 2020A, confermiamo quasi integralmente le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, confermiamo valore della produzione 2021E pari a € 24,9 mln ed un EBITDA pari a € 2,9 mln, corrispondente ad una marginalità dell'11,4%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 30,3 mln (CAGR 20A-23E: 11,19%) nel 2023E, con EBITDA pari a € 4,1 mln (corrispondente ad una marginalità del 13,6%), in crescita rispetto a € 2,5 mln del 2020A (corrispondente ad un EBITDA margin dell'11,4%).

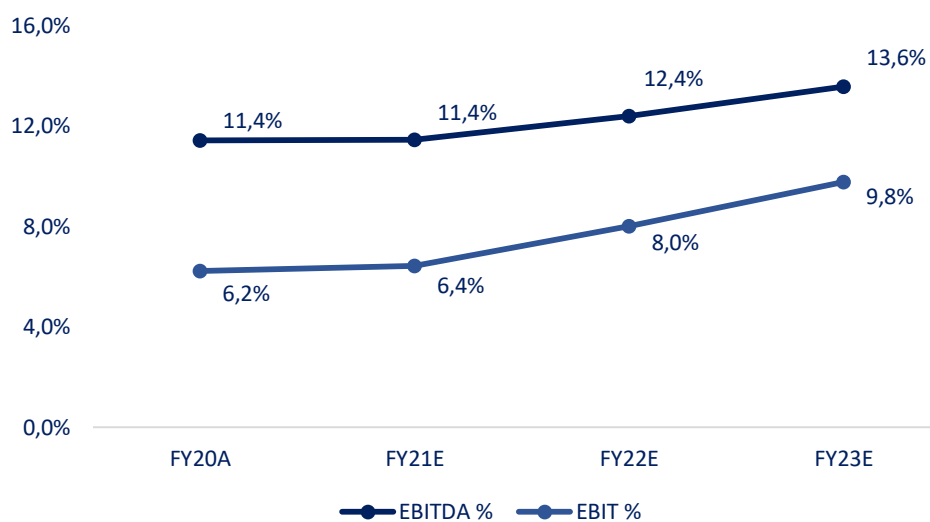
A livello patrimoniale, invece, modifichiamo le nostre precedenti stime di NFP, in ragione della distribuzione di dividendi, proposta dal Consiglio di Amministrazione, per un valore pari a € 0,5 mln circa corrispondente ad un *payout ratio* del 55,35% rispetto all'utile 2020A. Le nostre precedenti stime, infatti, non prevedevano la distribuzione di dividendi agli azionisti. Crediamo che le stesse politiche di dividendo potranno essere perseguite dalla Società anche nel corso dei successivi anni di piano.

Chart 2 – VoP and EBITDA FY20A-23E



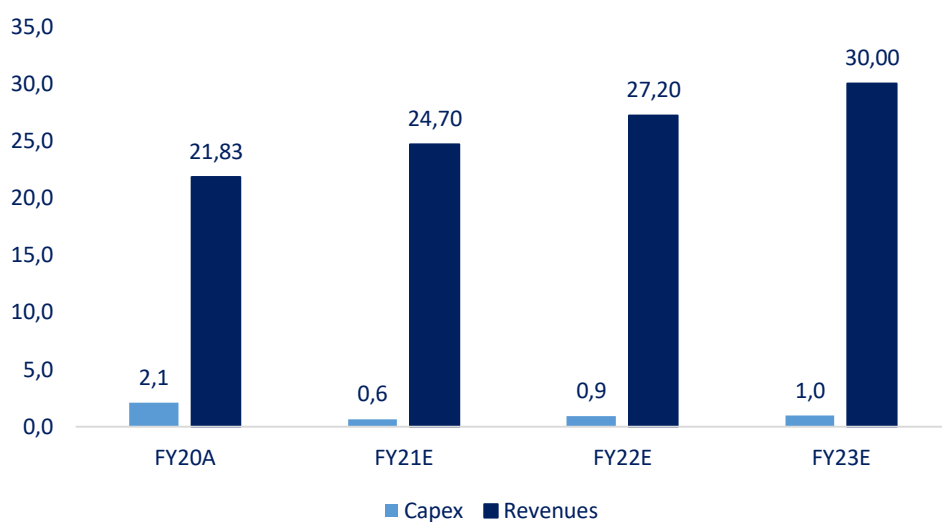
Source: Integrae SIM

Chart 3 – Margin FY20A-23E



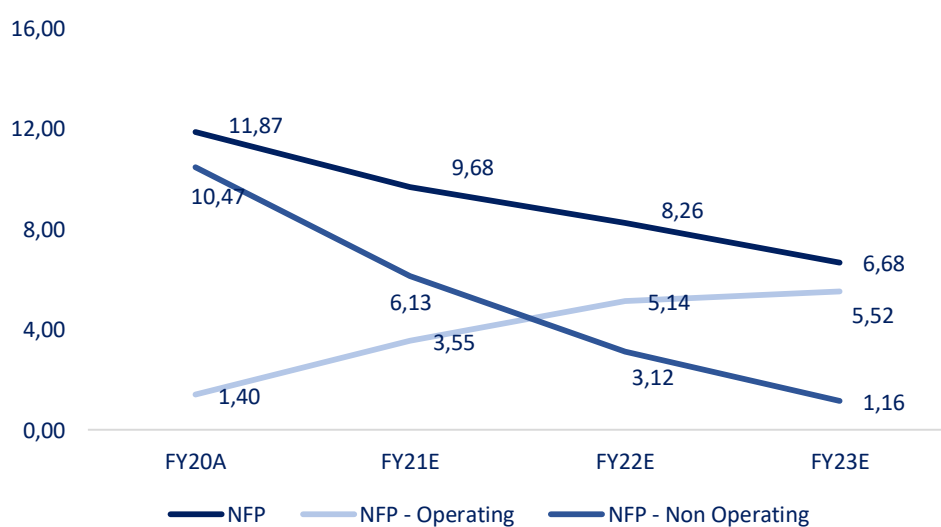
Source: Integrae SIM

Chart 4 – Capex FY20A-23E



Source: Integrae SIM

Chart 5 – NFP FY20A-23E



Source: Integrae SIM

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		6,49%
Risk Free Rate	-0,09% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,85% Beta Adjusted	0,91
D/E (average)	42,86% Beta Levered	1,19
Ke	8,65% Kd	2,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 6,49%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		37,2
FCFO actualized	6,6	17%
TV actualized DCF	32,0	83%
Enterprise Value	38,6	100%
NFP - Operating (FY20A)	1,4	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di €37,2 mln.

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		5,0%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%	8,0%
Growth Rate (g)	2,5%	78,7	65,6	56,2	49,2	43,8	39,4	35,9
	2,0%	66,5	57,0	49,9	44,3	39,9	36,3	33,3
	1,5%	57,7	50,5	44,9	40,4	36,7	33,7	31,1
	1,0%	51,1	45,5	40,9	37,2	34,1	31,5	29,2
	0,5%	46,0	41,4	37,7	34,5	31,9	29,6	27,6
	0,0%	42,0	38,2	35,0	32,3	30,0	28,0	26,2
	-0,5%	38,6	35,4	32,7	30,3	28,3	26,5	25,0

Source: Integrae SIM

2.2 Market multiples

Il nostro *panel* è formato da società operanti nello stesso settore di Reti, ma molte hanno capitalizzazione maggiore. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il *DCF method*. Il *panel* è composto da:

Table 7 – Market Multiples

Company Name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)			P/E (x)		
	FY21E	FY22E	FY23E	FY21E	FY22E	FY23E	FY21E	FY22E	FY23E
Alten SA	12,1	10,2	8,7	16,4	13,3	11,9	23,3	18,3	17,1
Se.Sa S.p.A.	12,3	10,7	N/A	16,8	14,4	N/A	26,2	22,8	N/A
Accenture PLC	17,3	16,2	15,2	21,9	20,3	18,8	30,8	28,0	25,7
Bouvet ASA	15,8	14,6	13,6	19,3	17,8	16,5	26,2	24,1	22,4
Reply S.p.A.	14,7	13,3	12,3	17,9	15,9	14,7	28,1	24,5	21,7
Websolite S.p.A.	5,8	4,8	N/A	16,5	10,3	N/A	22,2	13,7	N/A
Peer median	13,5	12,0	12,9	17,3	15,1	15,6	26,2	23,4	22,1

Source: Infiniticals

Table 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	2021E	2022E	2023E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	38,5	40,8	53,0
EV/EBIT	27,7	33,3	46,0
P/E	27,5	35,1	45,3
Equity Value			
EV/EBITDA	34,9	35,6	47,5
EV/EBIT	24,2	28,2	40,5
P/E	27,5	35,1	45,3
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	26,2	26,7	35,6
EV/EBIT	18,1	21,1	30,4
P/E	20,6	26,3	34,0
Average	21,7	24,7	33,3

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di Reti, utilizzando i *market multiple* EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E risulta essere pari a circa €35,4 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. Pertanto, ne risulta un *equity value* di **€26,6 mln**.

2.3 Equity Value

Table 9 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	31,9
Equity Value DCF (€/mln)	37,2
Equity Value multiples (€/mln)	26,6
Target Price (€)	2,55

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa €31,9 mln. Il **target price** è quindi di € 2,55 (prev. €1,95). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20A	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	13,2x	11,7x	9,8x
EV/EBIT	24,3x	20,8x	15,1x

Source: Integrae SIM

Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20A	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	4,9x	4,3x	3,6x
EV/EBIT	8,9x	7,7x	5,6x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958 and Consob Regulation n. 20307/2018

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 Journalists 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 29th 2011.

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

INTEGRAE SIM SpA is distributing this report in Italian and in English, starting from the date indicated on the document, to approximately 300 qualified institutional investors by post and/or via electronic media, and to non-qualified investors through the Borsa Italiana website and through the leading press agencies.

Unless otherwise indicated, the prices of the financial instruments shown in this report are the prices referring to the day prior to publication of the report. INTEGRAE SIM SpA will continue to cover this share on a continuing basis, according to a schedule which depends on the circumstances considered important (corporate events, changes in recommendations, etc.), or useful to its role as specialist.

The table below, shows INTEGRAE SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
14/09/2020	0,88	Buy	1,95	Medium	Initiation of Coverage
30/09/2020	0.80	Buy	1,95	Medium	Update

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

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRAE SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRAE SIM SpA shall not be directly and/or indirectly held liable for the correctness or completeness of said sources.

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present

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

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

Rating system (long term horizon: 12 months)

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

Equity Total Return (ETR) for different risk categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR >= 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 INTEGRAE SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) 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 SpA;
- 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 SpA;
- Integræ SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Reti SpA;
- In the IPO phase, Integræ SIM played the role of global coordinator.

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 SIM.