

Production date: 29 Settembre 2020 - 20:10 CET

Release date: 30 Settembre 2020 - 07:00 CET

FINLOGIC	Update	Italy	FTSE AIM Italia	Packaging services
Rating: Buy (Unchanged)		Target Price: € 7,9 (From €8,5)		Risk: Medium (Unchanged)

Stock Performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	0,88%	-8,73%	-8,00%	0,00%
vs FTSE AIM Italia	1,39%	-4,37%	-10,10%	16,84%
vs FTSE All-Share	3,13%	-7,61%	-22,30%	12,83%

Stock Data	
Price	€ 5,75
Bloomberg Code	FNL IM
Market Cap (€m)	42,2
EV (€m)	40,7
Free Float	23,06%
Share Outstanding	7.343.634
52-week high	€ 7,30
52-week low	€ 5,05
Company Agenda	n.a.

Key Financials (€m)	2019A	2020E	2021E	2022E
Value of Production	34,6	43,0	54,6	62,7
EBITDA	4,7	5,2	7,7	9,9
EBIT	3,2	3,2	5,6	7,7
Net Income	2,0	1,9	3,6	5,0
EPS	0,27	0,26	0,49	0,68
EBITDA margin	13,7%	12,2%	14,1%	15,7%
EBIT margin	9,4%	7,5%	10,2%	12,2%
ROI	22,6%	15,5%	23,9%	30,0%

Main Ratios	2019A	2020E	2021E	2022E
EV/EBITDA	8,6 x	7,8 x	5,3 x	4,1 x
EV/EBIT	12,5 x	12,6 x	7,3 x	5,3 x
P/E	21,4 x	22,1 x	11,8 x	8,5 x

Antonio Tognoli

+39 02 87208 703

antonio.tognoli@integraesim.it

1H20 Results

I risultati del 1H20 sono positivi ma inferiori alle nostre stime. I ricavi sono cresciuti del 24% YoY, raggiungendo €20,8 mln, risultato che consolida gli effetti delle acquisizioni effettuate a fine 2019 e nel 2020. L'incremento è principalmente attribuibile alla divisione "Etichette", core business del gruppo. L'Ebitda risulta in crescita del 12% YoY a €2,7 mln. La minore dinamica rispetto a quella dei ricavi è dovuta all'aumento degli altri costi operativi, in particolare dei servizi e del lavoro, per effetto degli investimenti in capitale umano effettuati lo scorso anno. L'Ebitda margin si attesta quindi al 13% (dal 14,3% del 1H19) del valore della produzione influenzato dall'incidenza dei costi fissi che aumenta.

Fine Tuning delle stime 2020-23E

I risultati del 1H20 ci consentono di effettuare un fine tuning delle stime per il periodo 2020-23E che ci ha portato a ridurre la stima del VoP del FY20E del 15,4% a €43 mln, del 22,0% quella dell'Ebitda a €5,24 mln e del 37,2% a €3,24 mln quella dell'Ebit. Più contenuta la flessione delle stime per il 2021E, dove ci aspettiamo un VoP minore del 7,4% e del 10,9% dell'Ebitda rispetto alle nostre stime. A seguito del fine tuning, il CAGR 2019-23E del fatturato risulta del 21,7% (20,7% la stima precedente) e 26,7% dell'Ebitda (26,6% la stima precedente).

Valuation

Abbiamo effettuato la valutazione di Finlogic attraverso il DCF e i multipli. Il nostro campione comprende società che operano nello stesso settore di Finlogic, ma con una capitalizzazione maggiore e con una diversa struttura organizzativa. L'equity value calcolato attraverso la metodologia dei multipli restituisce un valore di €63,2 mln al quale abbiamo applicato uno sconto del 25% per tenere conto della minore liquidità rispetto ai comparables, raggiungendo un valore di €47,4 mln. L'equity value risultante dal DCF è di €68,2 mln. **Valutazione: TP €7,9 (da 8,5 per azione), Buy rating e medium risk invariati.**

1. Economics & Financials

Fig. 1 – Economics & Financials

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Revenues	32,99	41,00	52,48	60,35	71,82
Other Revenues	1,60	1,75	1,80	2,00	2,10
Value of Production	34,59	42,75	54,28	62,35	73,92
COGS	19,48	23,35	29,06	33,05	39,18
Services	4,19	6,07	6,93	7,81	9,25
Use of asset owned by others	0,53	0,75	0,95	1,07	1,25
Employees	5,51	7,56	9,12	9,95	11,32
Other Operating Expenses	0,14	0,14	0,17	0,19	0,22
EBITDA	4,74	4,88	8,05	10,29	12,70
EBITDA Adj	4,74	4,88	8,05	10,29	12,70
<i>EBITDA Margin</i>	13,7%	11,4%	14,8%	16,5%	17,2%
D&A	1,50	2,00	2,10	2,20	2,30
EBIT	3,24	2,88	5,95	8,09	10,40
<i>EBIT Margin</i>	9,4%	6,7%	11,0%	13,0%	14,1%
Financial Management	(0,07)	(0,10)	0,00	0,00	0,00
EBT	3,17	2,78	5,95	8,09	10,40
Taxes	1,00	0,87	1,87	2,54	3,27
Net Income	2,18	1,91	4,08	5,55	7,14
Minorities' Income	0,21	0,24	0,25	0,30	0,35
Group Income	1,97	1,67	3,83	5,25	6,79
BALANCE SHEET (€/mln)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Fixed Asset	7,07	7,73	7,30	7,00	6,72
Account Receivable	11,20	13,50	15,00	15,80	16,80
Inventories	3,32	5,97	7,50	8,50	9,40
Account Payable	4,52	5,58	5,58	5,60	6,35
Operating Working Capital	10,00	13,89	16,92	18,70	19,85
Other asset	1,54	1,50	2,10	3,07	4,00
Other liabilities	3,03	1,73	1,75	2,00	2,70
Net Working Capital	8,51	13,66	17,27	19,77	21,15
Severance Indemnities & Other Provisions	1,51	1,20	1,20	1,20	1,25
NET INVESTED CAPITAL	14,07	20,19	23,37	25,57	26,62
Equity	15,07	16,62	20,18	26,25	34,41
Minority Equity	0,57	0,60	0,64	0,69	0,75
Cash & Cash Equivalents	6,82	3,03	1,95	5,07	11,54
M/L Term Payable	5,25	6,00	4,50	3,70	3,00
Net Financial Position	(1,57)	2,97	2,55	(1,37)	(8,54)
SOURCES	14,07	20,19	23,37	25,57	26,62
CASH FLOW (€/mln)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
EBIT	3,24	2,88	5,95	8,09	10,40
Taxes	1,00	0,87	1,87	2,54	3,27
NOPAT	2,24	2,01	4,08	5,55	7,14
D&A	1,50	2,00	2,10	2,20	2,30
Change in receivable	(1,10)	(2,30)	(1,50)	(0,80)	(1,00)
Change in inventories	0,26	(2,65)	(1,53)	(1,00)	(0,90)
Change in payable	0,20	1,06	0,00	0,02	0,75
Change in others	0,28	(1,26)	(0,58)	(0,72)	(0,23)
Change in NWC	(0,36)	(5,15)	(3,61)	(2,50)	(1,38)
Change in provisions	0,21	(0,31)	0,00	0,00	0,05
OPERATING CASH FLOW	3,58	-1,45	2,57	5,25	8,11
Capex	(4,23)	(2,66)	(1,67)	(1,90)	(2,02)
FREE CASH FLOW	(0,65)	(4,11)	0,90	3,35	6,09
Financial Management	(0,07)	(0,10)	0,00	0,00	0,00
Change in Debt to Bank	1,17	0,75	(1,50)	(0,80)	(0,70)
Dividend	(1,04)	(1,10)	(1,10)	(1,10)	(1,25)
Change in Equity	1,72	1,58	3,60	6,11	8,22
FREE CASH FLOW TO EQUITY	1,14	-2,98	1,90	7,56	12,37

Source: Finlogic e stime Integrae SIM

1.1 I risultati del 1H20

I risultati del 1H20 sono positivi ma inferiori alle nostre stime. I ricavi sono cresciuti del 24% YoY, raggiungendo €20,8 mln, risultato che consolida gli effetti delle acquisizioni effettuate a fine 2019 e nel 2020. L'incremento è principalmente attribuibile alla divisione "Etichette", core business del gruppo (65% del totale ricavi, pari a €13,6 mln), che registra una crescita del +41%, principalmente per effetto dell'acquisizione del 100% di STAF srl, attiva nel settore delle etichette autoadesive, nonché degli importanti investimenti in tecnologia e negli stabilimenti di produzione, effettuati nell'ultimo biennio, che hanno aumentato la capacità produttiva e ottimizzato l'efficienza.

La divisione "Prodotti Tecnologici", ha registrato ricavi pari €6,7 mln (32% del totale) e la divisione "Servizi ed assistenza", con ricavi per €0,5 mln (3% del totale) risultano sostanzialmente in linea con il primo semestre 2019.

L'Ebitda risulta in crescita del 12% YoY a €2,7 mln. La minore dinamica rispetto a quella dei ricavi è dovuta all'aumento degli altri costi operativi, in particolare dei servizi e del lavoro, per effetto degli investimenti in capitale umano effettuati lo scorso anno. L'Ebitda margin si attesta quindi al 13% (dal 14,3% del 1H19) del valore della produzione influenzato dall'incidenza dei costi fissi che aumenta.

La PFN, pari a €4,7 mln, risulta in peggioramento rispetto a €-1,6 mln (cassa) del 31 dicembre 2019. La variazione è principalmente attribuibile all'aumento dei debiti bancari a lungo termine, necessario per finanziare gli investimenti strutturali e le acquisizioni, e dei debiti verso altri finanziatori, costituiti dai debiti verso società di leasing, contabilizzati con il metodo finanziario.

Durante il primo semestre, caratterizzato per gran parte dal lock-down, Finlogic ha proseguito con l'attività di produzione, mantenendo i tre stabilimenti produttivi sempre operativi e garantendo allo stesso tempo la modalità di lavoro da remoto. Inoltre è proseguita positivamente l'attività di integrazione delle nuove società acquisite, che ha portato alla generazione di importanti sinergie, dimostrando la corretta visione strategica del management, soprattutto in un momento di mercato complesso come quello che ha caratterizzato il primo semestre e che, con tutta probabilità caratterizzerà – seppur in modo diverso - anche il secondo semestre.

1.2 Le operazioni del 1H20

Nel corso del semestre, nonostante il lock-down, il management ha lavorato intensamente finalizzando accordi e acquisendo società. In particolare:

- il 28 gennaio è stato finalizzato un accordo per l'acquisto del 100% di STAF. In attuazione dell'accordo vincolante del 18 dicembre 2019, Finlogic ha perfezionato l'operazione, sottoscrivendo l'atto per l'acquisizione del 100% di STAF Srl, versando integralmente €4,6 mln. Grazie all'esperienza maturata in 25 anni, STAF, società attiva nel campo della produzione e stampa di etichette autoadesive dedicate al packaging industriale ed altre applicazioni, è un importante punto di riferimento per l'uso di materiali speciali e produzione di etichette per applicazioni particolarmente complesse (etichette desensibilizzate, stampe con inchiostri di viraggio ecc.).
- il 28 febbraio è stato finalizzato un accordo per l'acquisto del 51% di Socialware Srl. società di consulenza attiva nel settore del digital e web marketing e dell'e-commerce. Certificata come Google Partner, Socialware è specializzata nella gestione di campagne pubblicitarie sul web, SEO, Web

Analytics, Email marketing, Social media marketing e ogni altra attività ad esse legate. Il prezzo di acquisto, pari a €0,150 mln, è stato erogato per €0,12 mln alla data di sottoscrizione dell'accordo e la restante parte erogata, a titolo di earn-out, entro 30 giorni dall'approvazione del bilancio della Socialware chiuso al 31/12/2020 a condizione che sia rispettato un determinato target dell'Ebitda;

- il 25 giugno Finlogic ha finalizzato un accordo di collaborazione con EPSON per sistema di stampa etichette a colori ad altissima definizione. Finlogic ha realizzato in collaborazione con Epson l'innovativo applicatore CW-APT, presentando il primo sistema di etichettatura automatica, integrabile con qualsiasi linea di produzione, in grado di stampare e applicare in tempo reale etichette a colori ad altissima definizione.
- Il 7 luglio Finlogic ha finalizzato un accordo con TSC Auto ID Technology Emea GmbH, per la distribuzione in Italia e in Europa di stampanti barcode, portatili, POS e prodotti consumabili con marchio TSC. L'accordo prevede anche la contribuzione di TSC all'attività di marketing di Finlogic, che consolida così la propria posizione di leader nel settore delle stampanti barcode, espandendo la base clienti.

1.3 La revisione delle stime 2020-22F

Secondo il management: *“Per quanto riguarda l'evoluzione della gestione si segnala che, Il Gruppo, seppur in un contesto socioeconomico fortemente influenzato dalla diffusione della pandemia da Covid-19 sembra uscire egregiamente dalla situazione di emergenza, grazie alla tenacia e determinazione del management, del reparto commerciale e marketing e del reparto di produzione che hanno continuato a lavorare incessantemente per sostenere tutti quei clienti che hanno continuato la loro attività a pieno regime, durante il picco della pandemia Finlogic ritiene di dover continuare il processo di crescita avviato negli ultimi anni e si impegna a proseguire con la strategia di acquisizioni e di efficientamento organizzativo del Gruppo. Sarà inoltre importante consolidare la struttura nazionale, favorendo sinergie ed economie di scala tra le controllate con l'obiettivo di diventare leader sul mercato italiano, un mercato molto frammentato e facilmente scalabile. Al fine di fornire al mercato un'informazione costante e progressiva sull'andamento della gestione, la Società comunicherà senza indugio gli impatti economici e finanziari derivanti dall'evolversi dell'emergenza Covid-19 sulle proprie attività nel rispetto di quanto previsto dal Regolamento UE 569/2014 (MAR), ma anche attraverso la partecipazione a conference dedicate”.*

I risultati del 1H20 ci consentono di effettuare un fine tuning delle stime per il periodo 2020-23E come segue:

Fig. 2 – New and Old estimates

€ mln	2020E			2021E			2022E			2023E		
	New	Old	% ch	New	Old	% ch	New	Old	% ch	New	Old	% ch
Value Of Production	43,00	50,83	-15,4%	54,60	58,96	-7,4%	62,72	64,49	-2,7%	74,36	72,09	3,1%
Ebitda	5,24	6,71	-22,0%	7,68	8,62	-10,9%	9,87	10,16	-2,8%	12,21	12,17	0,3%
Ebitda margin	12,2%	13,2%		14,1%	14,6%		15,7%	15,8%		16,4%	16,9%	
Ebit	3,24	5,15	-37,2%	5,58	7,11	-21,6%	7,67	8,61	-10,9%	9,91	10,47	-5,3%
Ebit margin	7,5%	10,1%		10,2%	12,1%		12,2%	13,4%		13,3%	14,5%	

Source: Finlogic e stime Integræ SIM

Il fine tuning ci ha portato a ridurre la stima del Value Of Production del FY20E del 15,4% a €43,0 mln, del 22,0% quella dell'Ebitda a €5,24 mln e del 37,2% a €3,24 mln quella dell'Ebit.

Più contenuta la flessione delle stime per il 2021E, dove ci aspettiamo il 7,4% in meno della Value Of Production rispetto alle nostre stime. Così come più contenuta dovrebbe essere la flessione attesa dell'Ebitda (-10,9%) rispetto alle stime precedenti.

A seguito del fine tuning, il CAGR 2019-23E del fatturato risulta del 21,7% (20,7% la stima precedente) e 26,7% dell'Ebitda (26,6% la stima precedente).

2. Valuation

Abbiamo condotto la valutazione di Finlogic sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili.

2.1 DCF Method

Fig. 3 – WACC

WACC		8,21%
Risk Free Rate	0,45%	α (specific risk) 2,50%
Market Premium	8,46%	Beta Adjusted 0,70
D/E (average)	8,70%	Beta Relevered 0,74
Ke	8,86%	Kd 1,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2.5%. Ne risulta quindi un WACC dell'8,21%.

Fig. 4 – DCF Valuation

€ mln		68,16
FCFO actualized	-0,15	0%
TV actualized DCF	66,74	100%
Enterprise Value	66,59	100%
NFP (2019A)	(1,6)	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un equity value di €68,16 mln.

Fig. 5 – Equity Value - Sensitivity analysis

€/mln		WACC						
		6,7%	7,2%	7,7%	8,2%	8,7%	9,2%	9,7%
Growth Rate (g)	2,5%	120,7	106,5	95,1	85,7	77,8	71,1	65,4
	2,0%	108,1	96,5	86,9	78,9	72,1	66,3	61,2
	1,5%	97,8	88,1	80,0	73,1	67,2	62,1	57,6
	1,0%	89,4	81,2	74,2	68,2	62,9	58,4	54,3
	0,5%	82,3	75,2	69,1	63,8	59,2	55,1	51,5
	0,0%	76,3	70,1	64,7	60,0	55,9	52,2	48,9
	-0,5%	71,1	65,6	60,9	56,7	52,9	49,6	46,6

Source: Integrae SIM

2.2 Market multiples

Il nostro panel è formato da società operanti nello stesso settore di Finlogic, ma con una capitalizzazione maggiore. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il DCF method.

Fig. 6 – Market Multiples

Company	EV/Ebitda				EV/Ebit				P/E			
	2019E	2020E	2021E	2022E	2019E	2020E	2021E	2022E	2019E	2020E	2021E	2022E
Zebra Technologies Corp.	18,4	15,0	13,7		20,1	16,3	15,5		23,1	18,6	16,5	
3M Company	13,2	12,7	11,8	10,9	17,2	15,7	14,3	13,6	19,5	17,7	16,1	14,6
Intertape Polymer Group Inc.	7,2	6,8	6,4		11,5	10,8			11,8	10,5	9,3	
UPM-Kymmene Oyj	10,2	8,8	8,2	7,5	15,3	12,3	11,8	10,5	19,7	16,1	15,4	14,6
Scapa Group Plc	11,4	7,0	6,6	6,1	26,2	9,6	9,1	9,3	33,1	10,4	9,2	8,9
Avery Dennison Corp.	12,2	11,5	10,6	10,3	15,4	14,3	13,1		19,7	18,1	16,0	15,1
Nitto Denko Corp.	6,6	6,2	5,7	5,2	11,3	10,3	9,2	8,5	22,0	19,8	18,4	16,3
Sealed Air Corp.	9,4	9,1	8,8	8,4	11,9	11,5	11,2		13,0	12,2	11,6	10,8
Datalogic S.p.A.	15,2	9,1	7,9		38,7	13,9	11,8		56,5	18,4	14,3	
OMRON Corporation	18,5	16,2	14,1	14,3	28,6	22,6	19,3	21,3	43,0	34,5	28,7	29,2
Nine Dragons Paper Holdings Ltd.	6,8	6,3	5,6		9,3	8,5	7,4		8,1	7,3	6,1	
SES-imagotag SA	78,4	21,9	8,3		nm	nm	18,7		nm	nm	29,5	
Fuji Seal International Inc.	5,6	5,3	5,2	5,0	9,5	8,7	8,0	7,9	14,3	12,6	11,8	11,5
Average	16,4	10,4	8,7	8,5	17,9	12,9	12,5	11,8	23,6	16,3	15,6	15,1

Source: Infinancials

L'equity value di Finlogic utilizzando i market multiples EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E risulta essere pari a €63,2 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità rispetto alle società incluse nel panel oltre che a una capitalizzazione più bassa. Pertanto, ne risulta un equity value di € 47,4 mln.

2.3 Equity Value

Fig. 7 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	57,8
Equity Value DCF (€/mln)	68,2
Equity Value multiples (€/mln)	47,4
Target Price (€)	7,9

Source: Integrae SIM

L'equity value medio è pari a €57,8 mln (da 60,2 mln). Il nostro target price è quindi €7,9 (da €8,5) per azione. BUY rating e MEDIUM risk invariati.

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

Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. INTEGRÆ SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRÆ and other intermediaries: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integræe SIM's current Head of Research, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalist guild. Mattia Petracca is current financial analyst.

Disclaimer

This publication was produced by INTEGRÆ SIM SpA. INTEGRÆ SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of March 29th 2011.

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

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

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

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

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
07/09/2019		Buy	7,2	Medium	1H19 Results
30/12/2019		Buy	8,5	Medium	STAF Srl Acquisition
08/01/2020		Buy	8,5	Medium	Socialware Acquisition
03/04/2020		Buy	8,5	Medium	FY19 Results
24/07/2020		Buy	8,5	Medium	1H20 Preliminary Results

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

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

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRÆ SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRÆ SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRÆ SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integræe SIM S.p.A. has formalized a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integræe SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRÆ SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integræe 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, Integræe 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) Integrae SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies).

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

Conflict of interest

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

- Integrae 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 Finlogic S.p.A.;
- Integrae 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 Finlogic S.p.A.;
- Integrae SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Finlogic S.p.A.

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