

Data produzione: 10 aprile 2019 - h 18.30

Data pubblicazione: 11 aprile 2019 - h 7.00

FINLOGIC	<i>Italy</i>	<i>FTSE AIM Italia</i>	<i>Engineering</i>
Rating: BUY	Target Price: Euro 7,07 (prev 6,9)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1W	1M	3M	1Y
absolute	-3,09%	-11,74%	-11,78%	15,12%
to FTSE AIM Italia	-4,07%	-8,13%	-4,36%	16,27%
to FTSE STAR Italia	-3,64%	-10,69%	-8,75%	13,52%
to FTSE All-Share	-3,04%	-10,59%	-11,31%	16,22%
to EUROSTOXX	-3,17%	-9,80%	-10,99%	8,85%
to MSCI World Index	-4,00%	-9,97%	-9,47%	5,71%

Stock Data

Price	€ 5,55
Target price	€ 7,07
Upside/(Downside) potential	€ 0,27
Bloomberg Code	FNL IM EQUITY
Market Cap (€mln)	38,6
EV (€mln)	35,9
Free Float	23,65%
Share Outstanding	6.959.720
52-week high	€ 6,06
52-week low	€ 4,96
Average daily volumes (3m)	2.235

Key Financials (€/mln)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
Sales	28,4	33,0	39,7	44,8
EBITDA	4,2	5,4	6,7	8,0
EBIT	3,1	4,3	5,5	6,8
Net Profit	2,1	2,9	3,7	4,7
EPS (€)	0,30	0,41	0,53	0,68
EBITDA margin	14,8%	16,4%	16,9%	17,8%
EBIT margin	10,7%	13,1%	13,9%	15,2%

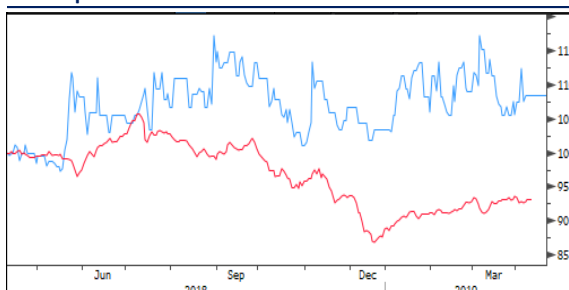
Main Ratios	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA (x)	8,5	6,6	5,4	4,5
EV/EBIT (x)	11,8	8,3	6,5	5,3
P/E (x)	18,5	13,6	10,4	8,2

Alessio Rocchi

+39 02 87208 786

alessio.rocchi@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



Risultati FY18A e previsioni 2019-2022F

I risultati del FY18 riflettono una crescita a due cifre rispetto al FY2017 e sono sostanzialmente in linea con le nostre stime. Leggermente sotto le nostre stime per quanto riguarda l'Ebit e l'utile netto. Il Valore della Produzione è cresciuto da €22,4 mln a € 29,55 mln nel FY18A (+32% YoY). L'incremento del fatturato è principalmente attribuibile alla divisione "Prodotti tecnologici", la cui crescita è del 58% YoY a €11,78 mln da € 7,45 mln. L'Ebitda è cresciuto del 30% YoY a €4,2 mln (€3,3 nel 2017) e anche l'Ebitda margin si attesta al 14,2%. L'utile netto di Gruppo cresce del 20% YoY a € 2,01 mln (€ 1,67 mln nel FY 2017). Restano invariate le stime per il periodo 2019-2022F

Valuation Update

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 €67,6 mln al quale abbiamo applicato uno sconto del 25%, raggiungendo un valore di €50,7 mln. L'equity value risultante dal DCF è di €47,6mln. La media delle due valutazioni €49,2 mln costituisce il nostro target price pari a €7,07 per azione (da €6,9 della nostra nota precedente). Invariati il nostro Buy rating e il nostro medium risk.

1. Economics & Financials

Tavola 1 – Economics & Financials

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Revenues	21,40	28,43	32,95	39,65	44,76	48,79
Other Revenues	0,96	1,12	0,90	0,92	0,93	0,95
Value of Production	22,35	29,55	33,85	40,57	45,69	49,74
COGS	12,72	16,96	19,35	23,00	25,48	27,46
Services	2,57	3,55	3,90	4,67	5,26	5,72
Use of asset owned by others	0,37	0,43	0,53	0,63	0,71	0,77
Employees	3,40	4,33	4,60	5,51	6,20	6,75
Other Operating Expenses	0,05	0,06	0,07	0,07	0,08	0,08
EBITDA	3,24	4,21	5,41	6,69	7,96	8,95
EBITDA Adj	3,36	4,21	5,41	6,69	7,96	8,95
<i>EBITDA Margin</i>	<i>14,5%</i>	<i>14,2%</i>	<i>16,0%</i>	<i>16,5%</i>	<i>17,4%</i>	<i>18,0%</i>
D&A	0,78	1,16	1,10	1,20	1,16	1,26
EBIT	2,47	3,05	4,32	5,50	6,81	7,69
<i>EBIT Margin</i>	<i>11,5%</i>	<i>10,7%</i>	<i>13,1%</i>	<i>13,9%</i>	<i>15,2%</i>	<i>15,8%</i>
Financial Management	(0,05)	(0,04)	(0,05)	(0,05)	(0,05)	0,00
EBT	2,42	3,01	4,27	5,45	6,76	7,69
Taxes	0,70	0,92	1,42	1,74	2,03	2,30
Net Income	1,72	2,09	2,85	3,70	4,73	5,38
Minorities' Income	0,05	0,08	0,10	0,13	0,18	0,22
Group Income	1,67	2,01	2,75	3,58	4,55	5,16
BALANCE SHEET (€/mln)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Fixed Asset	2,27	4,33	5,00	5,70	6,80	7,50
Account Receivable	6,97	10,09	10,65	11,50	12,50	13,00
Inventories	2,22	3,59	4,20	4,80	5,80	6,50
Account Payable	2,20	4,32	4,92	5,58	5,59	5,60
Operating Working Capital	6,99	9,36	9,94	10,72	12,71	13,90
Other asset	0,45	0,99	1,00	1,50	2,00	2,70
Other liabilities	1,31	2,20	1,62	1,73	1,75	2,00
Net Working Capital	6,13	8,15	9,32	10,49	12,96	14,60
Severance Indemnities & Other Provisions	0,89	1,30	1,20	1,20	1,20	1,20
NET INVESTED CAPITAL	7,51	11,18	13,12	14,99	18,56	20,90
Equity	11,73	13,56	16,31	20,22	25,51	31,91
Minority Equity	0,10	0,36	0,55	0,60	0,64	0,69
Cash & Cash Equivalents	8,35	6,82	8,06	10,35	12,25	16,16
M/L Term Payable	4,03	4,08	3,85	3,45	3,40	3,20
Net Financial Position	-4,32	-2,74	-4,21	-6,90	-8,85	-12,96
SOURCES	7,51	11,18	12,65	13,92	17,30	19,64
	0	0,00	0,46	1,07	1,26	1,26
CASH FLOW (€/mln)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	
EBIT	3,05	4,32	5,50	6,81	7,69	
Taxes	0,92	1,42	1,74	2,03	2,30	
NOPAT	2,13	2,90	3,75	4,78	5,38	
D&A	1,16	1,10	1,20	1,16	1,26	
Change in receivable	-3,12	-0,56	-0,85	-1,00	-0,50	
Change in inventories	-1,36	-0,62	-0,60	-1,00	-0,70	
Change in payable	2,12	0,60	0,67	0,01	0,01	
Change in others	0,35	-0,59	-0,39	-0,48	-0,45	
Change in NWC	-2,02	-1,16	-1,18	-2,47	-1,64	
Change in provisions	0,41	-0,10	0,00	0,00	0,00	
OPERATING CASH FLOW	1,69	2,73	3,77	3,46	5,00	
Capex	-3,22	-1,77	-1,90	-2,26	-1,96	
FREE CASH FLOW	-1,54	0,96	1,88	1,21	3,05	
Financial Management	-0,04	-0,05	-0,05	-0,05	0,00	
Change in Debt to Bank	0,05	-0,23	-0,40	-0,05	-0,20	
Dividend	-1,00	-1,00	-1,04	-1,04	-1,04	
Change in Equity	1,00	1,09	1,54	1,84	2,11	
FREE CASH FLOW TO EQUITY	-1,53	0,77	1,92	1,90	3,91	

Source: Finlogic e stime Integræ SIM

1.1 FY18A results

I risultati del FY18 riflettono una crescita a due cifre rispetto al FY2017 e sono sostanzialmente in linea con le nostre stime. Leggermente sotto le nostre stime per quanto riguarda l'Ebit e l'utile netto.

Tavola 2 – FY18 – Actual vs Forecast

FY2018	VdP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
Actual	29,6	4,2	14,2%	3,0	2,1	-2,7
Forecast	29,6	4,3	14,6%	3,3	2,1	-2,8
Change	0,0%	-2,6%	-0,1%	-7,5%	-2,5%	-2,1%

Source: Finlogic

Il FY18A è stato caratterizzato da una crescita importante sia in termini di fatturato che in termini di marginalità, in linea con le aspettative societarie e in misura superiore al mercato. Le Sales sono passate da €21,4 mln nel FY17A a € 28,4 mln nel FY18A (+33% YoY), il Valore della Produzione è cresciuto da €22,4 mln a € 29,55 mln nel FY18A (+32% YoY).

Tale risultato è stato ottenuto grazie all'ampliamento del volume di affari della Società ed al cambiamento del mix di fatturato tra le varie divisioni del business a seguito delle attività di acquisizione, come si evince dal grafico che segue.

Grafico 1 – Sales Breakdown FY18A



Source: Finlogic

A tali risultati hanno contribuito tutte e tre le aree caratterizzanti il business di Finlogic:

- **Prodotti tecnologici:** l'incremento del fatturato è principalmente attribuibile a tale divisione, la cui crescita è del 58% YoY a €11,78 mln da € 7,45 mln
- **Etichette:** rappresenta il *core business* della società in crescita del 18% YoY a €16,1 mln da €13.64 mln. La performance di questa divisione ha registrato una crescita superiore rispetto agli esercizi precedenti grazie principalmente agli investimenti effettuati dalla società per aumentare la capacità produttiva e per implementare nuove tecniche di produzione, nonché al "traino" dell'area di business "prodotti tecnologici".
- **Servizi di Assistenza:** i ricavi di questa divisione hanno contribuito per circa €0,55 mln in crescita dell'80% YoY rispetto a € 0,31 mln.

L'Italia continua a rappresentare il mercato di riferimento con circa il 95% delle vendite.

L'Ebitda è cresciuto del 30% YoY a €4,2 mln (€3,3 nel 2017) e anche l'Ebitda margin si attesta al 14,2%, leggermente inferiore alle nostre stime ma migliore rispetto al mercato di riferimento.

L'Ebit è cresciuto del 10% YoY a € 3,05 mln, in misura leggermente inferiore alle nostre stime, dopo accantonamenti e svalutazioni per €1,16 mln (€0,78 mln nel FY17) per effetto delle quote di ammortamento dell'avviamento.

L'utile netto di Gruppo cresce del 20% YoY a € 2,01 mln (€ 1,67 mln nel FY 2017).

La PFN diminuisce da - € 4,31 mln a - € 2,74 mln principalmente per l'effetto del capitale investito pari a € 3,67 mln e per il saldo dei flussi finanziari non operativi legati all'esercizio dei warrant compensato dalla distribuzione dei dividendi avvenuta nel 2018.

Il Patrimonio Netto, pari a €13,92 mln, aumenta di €2,10 mln rispetto al 2017 per effetto principalmente della sottoscrizione di nuove azioni a seguito del sopra citato esercizio dei warrant e per la parziale destinazione dell'utile 2017.

1.2 Estimates FY19E – FY21E

I risultati del 2018 ci consentono di mantenere invariate le nostre stime per il periodo 2019-22F che prevedono che le vendite e l'Ebitda derivante dalle recenti acquisizioni rimangano invariate. I ricavi passano da €28.43 mln del FY18A a circa €48,8 mln nel FY22E con un CAGR di circa il 21,2%.

Dopo la chiusura dell'esercizio 2018 la società ha finalizzato l'accordo per l'acquisizione del 51% della Smart Lab Industrie 3d Srl, startup operante nel mercato della stampa 3D. Tale operazione consente così a Finlogic di entrare anche nel mercato affine del c.d. *additive manufacturing*.

In linea con quanto comunicato dalla società, ci aspettiamo un incremento degli investimenti in attività materiali finalizzati all'incremento della capacità produttiva degli stabilimenti ed a una maggior efficienza delle tecniche di produzione. La società continuerà inoltre la sua politica di crescita per linee esterne al fine di accrescere il fatturato e diventare il player di riferimento in Italia nel settore della identificazione automatica.

2. Valuation

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

2.1 DCF Method

Tavola 3 – WACC

WACC		7,47%
Risk Free Rate	2,00% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	9,02% Beta Adjusted	0,73
D/E (average)	53,85% Beta Relevered	1,02
Ke	11,10% Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2.5%. Ne risulta quindi un WACC di 7,47%

Tavola 4 – DCF Valuation

DCF Equity Value		47,62
FCFO actualized	6,57	15%
TV actualized DCF	38,30	85%
Enterprise Value	44,88	100%
NFP (2018A)	(2,7)	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di €47,62 mln.**

Table 5 – Equity Value - Sensitivity analysis

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		10,8%	11,3%	11,8%	12,3%	12,8%	13,3%	13,8%
2,5%		35,63	33,64	31,87	30,28	28,85	27,55	26,37
2,0%		34,11	32,30	30,69	29,23	27,91	26,71	25,61
1,5%		32,75	31,11	29,62	28,28	27,06	25,94	24,91
1,0%		31,53	30,02	28,66	27,41	26,28	25,23	24,27
0,5%		30,43	29,04	27,78	26,62	25,56	24,58	23,68
0,0%		29,43	28,15	26,97	25,89	24,90	23,98	23,13
-0,5%		28,52	27,33	26,23	25,22	24,28	23,42	22,62

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.

Tavola 6 – Peers main ratios

FY2018		Zebra Filogic	3M Technology	Intertape Polymer Group Inc.	Lineec Corp.	UPW- Kymmene Oyj	Scapa Group Plc	Avery Demison Corp.	Bemis Company Inc.	ACCO Brands Corp.	Nitto Denko Corp.	Sealed Air Corp.	Dialogic SpA.	Synthos S.A.	OMRON Corporation	Multi- Color Corp.	Dragon Paper Holdings Ltd.	SIS- imagobag SA	Fuji Seal International Inc.	PeerMedian
Country	Italy	UK	Canada	USA	USA	USA	USA	France	USA	USA	Japan	USA	Italy	France	Japan	USA	HongKong	France	Japan	-
MktCap(€/min)	38	11.658	122.839	1.096	190.445	15.099	475	9.537	5.063	892	955.536	7.122	1.315	1.307	1.200.305	1.753	36.683	357	237.941	8.329
EV(€/min)	34	11.749	119.550	1.162	1.220	14.884	561	10.023	5.637	1.508	5.505	9.147	1.291	1.788	1.887	188	7.079	370	1.943	3.724
GrowthYoY																				
NetSales	13%	4%	4%	17%	21%	5%	4%	8%	1%	0%	12%	6%	4%	9%	8%	16%	35%	23%	9%	9%
EBitda	34%	6%	6%	34%	38%	22%	22%	8%	80%	1%	24%	9%	5%	13%	20%	-9%	42%	N/A	13%	13%
EBit	89%	-6%	-4%	21%	54%	33%	33%	10%	194%	1%	36%	15%	1%	36%	27%	-16%	55%	N/A	18%	21%
NetIncome	2376%	10%	-25%	-2%	54%	34%	34%	66%	140%	-19%	38%	-70%	4%	35%	37%	-20%	79%	72%	10%	34%
Profitability																				
ROE	39%	50%	20%	6%	16%	21%	21%	47%	19%	14%	10%	N/A	17%	23%	11%	11%	17%	-18%	9%	17%
ROI	17%	22%	10%	6%	15%	19%	19%	25%	10%	7%	10%	4%	12%	14%	12%	7%	10%	-12%	8%	10%
ROIC	21%	29%	12%	10%	18%	22%	22%	26%	13%	11%	14%	21%	14%	17%	16%	10%	12%	-15%	11%	14%
ROCE	39%	50%	20%	6%	16%	21%	21%	47%	19%	14%	10%	N/A	17%	23%	11%	11%	17%	-18%	9%	17%
RCA	10%	14%	6%	4%	11%	10%	9%	6%	4%	7%	7%	4%	7%	8%	7%	3%	8%	-10%	5%	7%
EBITDA %	19%	27%	12%	13%	22%	14%	14%	13%	13%	13%	20%	17%	17%	11%	13%	4%	24%	-10%	13%	13%
EBIT %	14%	22%	8%	8%	18%	10%	10%	10%	9%	10%	12%	14%	13%	8%	9%	3%	14%	-21%	8%	10%
Net Income %	10%	16%	4%	5%	14%	8%	8%	7%	6%	5%	10%	4%	10%	6%	7%	2%	15%	-3%	4%	6%
Dividend Yield	2.69	N/A	3%	4%	3%	5%	2%	2%	2%	3%	3%	1%	2%	3%	1%	2%	7%	N/A	1%	3%
EPS	7.86	9.09	0.79	156.02	2.80	0.15	5.35	2.48	1.02	538.99	1.21	1.07	0.29	296.85	2.36	1.68	-0.42	108.91	2.42	
Capital Structure																				
Debt/Asset	0.37x	0.40x	0.50x	0.07x	0.06x	0.09x	0.38x	0.38x	0.32x	0.00x	0.00x	0.69x	0.25x	0.24x	0.00x	0.10x	0.42x	0.19x	0.10x	0.25x
Debt/Equity	1.19x	1.48x	1.91x	0.11x	0.08x	0.19x	2.06x	1.12x	1.12x	0.01x	0.01x	9.57x	0.55x	0.64x	0.00x	0.33x	0.90x	0.40x	0.16x	0.48x
Interest Coverage	6.70x	20.59x	3.64x	88.92x	42.70x	25.08x	12.28x	4.72x	4.51x	201.80x	3.29x	2.28x	26.18x	N/A	N/A	5.41x	9.98x	-13.23x	102.18x	9.98x
NP/EBITDA	1.97x	1.35x	3.94x	-1.18x	-0.05x	0.11x	1.93x	2.44x	3.16x	-1.72x	0.40x	4.07x	0.25x	1.17x	-0.38x	0.40x	1.90x	-0.91x	0.26x	0.78x
Equity/Asset	0.31x	0.27x	0.26x	0.44x	0.70x	0.49x	0.18x	0.34x	0.28x	0.74x	0.74x	-0.07x	0.45x	0.38x	0.68x	0.31x	0.47x	0.47x	0.60x	0.42x
Asset Utilization																				
Quick Ratio	0.43x	1.14x	0.84x	1.68x	1.23x	1.07x	0.71x	0.74x	0.83x	2.60x	0.50x	1.31x	0.85x	0.85x	1.56x	0.76x	0.62x	1.09x	1.15x	0.96x
Fixed Asset Turnover	15.44x	3.72x	3.05x	3.34x	2.48x	6.14x	6.11x	6.11x	7.16x	3.21x	4.65x	8.54x	4.68x	4.68x	6.41x	39.10x	1.10x	12.45x	2.79x	4.67x
Asset Turnover	0.98x	0.88x	1.22x	0.88x	0.77x	1.24x	1.39x	1.13x	0.70x	0.87x	0.92x	0.76x	1.30x	1.18x	1.18x	2.11x	0.75x	0.50x	1.06x	0.95x

Source: Bloomberg

Tavola 7– Market Multiples

Company Name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)		
	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E
Zebra Technologies Corp.	11,8	11,1	10,8	12,7	12,0	11,7
3M Company	13,3	12,8	12,3	15,8	15,0	14,5
Intertape Polymer Group Inc.	7,8	7,2	6,8	11,3	9,8	N/A
Lintec Corp.	4,6	4,3	N/A	6,7	6,4	N/A
UPM-Kymmene Oyj	7,2	7,3	7,4	9,4	9,4	9,5
Scapa Group Plc	10,0	9,4	8,8	12,0	11,2	10,7
Avery Dennison Corp.	10,4	9,8	9,1	12,7	11,9	11,0
Bemis Company Inc.	9,6	9,2	9,0	13,2	12,7	12,4
ACCO Brands Corp.	5,9	5,5	N/A	8,6	7,7	N/A
Nitto Denko Corp.	4,9	4,8	4,2	7,6	7,4	6,0
Sealed Air Corp.	9,9	9,4	8,9	12,1	11,4	10,5
Datalogic S.p.A.	12,5	11,8	11,2	14,0	12,9	12,5
Synthos S.A.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
OMRON Corporation	8,7	7,5	7,0	12,3	10,4	9,6
Multi-Color Corp.	8,9	8,6	N/A	14,5	13,7	N/A
Nine Dragons Paper Holdings	5,6	5,0	N/A	7,3	6,8	N/A
SES-imagotag SA	16,4	10,9	N/A	33,5	21,7	N/A
Fuji Seal International Inc.	8,6	7,9	N/A	13,8	12,3	N/A
Peer median	8,9	8,6	8,9	12,3	11,4	10,8

Source: Infinancials

Tavola 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	2019E	2020E	2021E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	48,3	57,6	70,6
EV/EBIT	53,2	62,5	73,8
Equity Value			
EV/EBITDA	52,5	64,5	79,5
EV/EBIT	57,4	69,4	82,7
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	39,4	48,3	59,6
EV/EBIT	43,0	52,0	62,0
Average	41,2	50,2	60,8

Source: Integrae SIM

L'equity value di Finlogic utilizzando i market multiples EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E risulta essere pari a circa € 67,6mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità che il titolo Portobello ha rispetto alle società incluse nel panel oltre che a una capitalizzazione più bassa. Pertanto, ne risulta un **equity value di € 50.73 mln.**

2.3 Equity Value

Tavola 10 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	49,2
Equity Value DCF (€/mln)	47,6
Equity Value multiples (€/mln)	50,7
Target Price (€)	7,07

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a circa € 49,2 mln. Il target price è quindi di € 7,07 (prev. €6.9). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

Tavola 11 – Implied valuation multiples

Implied Valuation Multiples	2019E	2020E	2021E
EV/EBITDA	8,6x	6,5x	5,3x
EV/EBIT	10,8x	8,0x	6,2x

Source: Integrae SIM

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

Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi is Integrae SIM's currently Head of Equity Research. Mattia Petracca is currently a 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
02/10/2018	€5,58	Buy	6,9	Medium	Update
15/05/2018	€5,04	Buy	7,6	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. 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 Portobello S.p.A.;
- Integræ SIM S.p.A. It pays, or has paid in the past 12 months inside of the engagement of specialist, research services in favor of Portobello S.p.A.;
- Integræ SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Portobello S.p.A.

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