

Production date: 4 Settembre 2019 - 17:30 CET

Release date: 7 Settembre 2019 - 07:00 CET

<b>FINLOGIC</b>	<b>Update</b>	<b>Italy</b>	<b>FTSE AIM Italia</b>	<b>Packaging services</b>
<b>Rating: BUY</b>		<b>Target Price: € 7,2 (prev. € 7,1)</b>		<b>Risk: Medium (unchanged)</b>

Stock Performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	0,88%	-2,54%	4,55%	1,23%
vs FTSE AIM Italia	4,35%	11,53%	15,97%	18,20%
vs FTSE All-Share	2,29%	0,88%	6,59%	-0,96%

Stock Data	
Price	€ 5,75
Bloomberg Code	FNL IM
Market Cap (€m)	40,7
EV (€m)	37,0
Free Float	23,06%
Share Outstanding	7.084.160
52-week high	€ 6,75
52-week low	€ 5,00
Company Agenda	n.a.

Key Financials (€m )	2019E	2020E	2021E	2022E
Value of Production	34,6	41,4	45,7	49,7
EBITDA	5,0	6,3	8,0	8,9
EBIT	3,9	5,1	6,8	7,7
Net Income	2,4	3,2	4,6	5,2
EPS	0,34	0,45	0,64	0,73
EBITDA margin	14,5%	15,1%	17,4%	18,0%
EBIT margin	11,3%	12,2%	14,9%	15,5%
ROI	30,6%	36,0%	39,0%	38,9%

Main Ratios	2019E	2020E	2021E	2022E
EV/EBITDA	7,4 x	5,9 x	4,6 x	4,1 x
EV/EBIT	9,5 x	7,3 x	5,4 x	4,8 x
P/E	17,1 x	12,8 x	8,9 x	7,9 x
NFP/EBITDA	-0,7 x	-0,9 x	-1,0 x	-1,3 x

**Mattia Petracca**

+39 02 87208 765

[mattia.petracca@integraesim.it](mailto:mattia.petracca@integraesim.it)

## 1H19 Results

Il valore della produzione del 1H19 è superiore alle nostre stime, mentre l'Ebitda è leggermente inferiore. Il fatturato e l'Ebitda sono cresciuti del 21% YoY e del 16% YoY a €16,8 mln e €2,4 mln rispettivamente. La performance dei ricavi è stata trainata in particolare dalla divisione "Prodotti Tecnologici" (+25%) la cui incidenza rispetto al valore della produzione cresce quindi al 38% YoY. Una spinta alla crescita deriva dal miglioramento delle politiche commerciali, grazie agli investimenti relativi alla rete commerciale e alle attività gestionali tese ad incrementare la redditività e migliorare l'efficienza dei processi produttivi. Nonostante la minore dinamica dell'Ebitda rispetto al fatturato, l'Ebitda margin rimane sostanzialmente stabile e in linea con le attese del management (14,3% vs 14,4% del 1H18).

## FY19-22E Estimates

Per il 2019E abbiamo alzato del 2,1% la stima del fatturato a €33,7 mln (da €3 mln) e ridotto del 7,4% quella dell'Ebitda a €5,0 mln (da €5,4 mln) in considerazione degli investimenti e dei correlati costi più elevati rispetto alle nostre stime. Aggiustamenti analoghi per il 2020E, dove abbiamo alzato la stima del fatturato del 2,1% a €40,5 mln (da €39,7 mln) e ridotto del 6,4% quella dell'Ebitda a €6,3 mln (da €6,7 mln). Di conseguenza ci aspettiamo un Ebitda margin che raggiunge il 14,5% (dal 17,4% della stima precedente) per il 2019E e 15,1% (dal 17,4%) per il 2020E. Invariate le stime per il 2021-22E.

## 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 €70,7 mln al quale abbiamo applicato uno sconto del 25% per tenere conto della minore liquidità rispetto ai comparables, raggiungendo un valore di €53,0 mln. L'equity value risultante dal DCF è di €49,5 mln. La media delle due valutazioni (€51,2 mln), pari a €7,2 (da €7,1) per azione, costituisce il nostro target price. Invariati il nostro Buy rating e il nostro medium risk.

## 1. Economics & Financials

**Table 1 – Economics & Financials**

<b>INCOME STATEMENT (€/mln)</b>	<b>FY17A</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19E</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>
Revenues	21,40	28,43	33,65	40,48	44,76	48,79
Other Revenues	0,96	1,12	0,90	0,92	0,93	0,95
<b>Value of Production</b>	<b>22,35</b>	<b>29,55</b>	<b>34,55</b>	<b>41,40</b>	<b>45,69</b>	<b>49,74</b>
COGS	12,72	16,96	20,00	24,00	25,48	27,46
Services	2,57	3,55	4,00	4,67	5,26	5,72
Use of asset owned by others	0,37	0,43	0,58	0,70	0,71	0,77
Employees	3,40	4,33	4,90	5,70	6,20	6,75
Other Operating Expenses	0,05	0,06	0,07	0,07	0,08	0,08
<b>EBITDA</b>	<b>3,24</b>	<b>4,21</b>	<b>5,00</b>	<b>6,26</b>	<b>7,96</b>	<b>8,95</b>
<b>EBITDA Adj</b>	<b>3,36</b>	<b>4,21</b>	<b>5,00</b>	<b>6,26</b>	<b>7,96</b>	<b>8,95</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>14,5%</i>	<i>14,2%</i>	<i>14,5%</i>	<i>15,1%</i>	<i>17,4%</i>	<i>18,0%</i>
D&A	0,78	1,16	1,10	1,20	1,16	1,26
<b>EBIT</b>	<b>2,47</b>	<b>3,05</b>	<b>3,90</b>	<b>5,06</b>	<b>6,81</b>	<b>7,69</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>11,0%</i>	<i>10,3%</i>	<i>11,3%</i>	<i>12,2%</i>	<i>14,9%</i>	<i>15,5%</i>
Financial Management	(0,05)	(0,04)	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>EBT</b>	<b>2,42</b>	<b>3,01</b>	<b>3,90</b>	<b>5,06</b>	<b>6,81</b>	<b>7,69</b>
Taxes	0,70	0,92	1,42	1,74	2,03	2,29
<b>Net Income</b>	<b>1,72</b>	<b>2,09</b>	<b>2,48</b>	<b>3,32</b>	<b>4,78</b>	<b>5,40</b>
Minorities' Income	0,05	0,08	0,10	0,13	0,23	0,24
<b>Group Income</b>	<b>1,67</b>	<b>2,01</b>	<b>2,38</b>	<b>3,19</b>	<b>4,55</b>	<b>5,16</b>
<b>BALANCE SHEET (€/mln)</b>	<b>FY17A</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19E</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>
<b>Fixed Asset</b>	<b>2,27</b>	<b>4,33</b>	<b>4,64</b>	<b>4,77</b>	<b>5,68</b>	<b>6,38</b>
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
<b>Operating Working Capital</b>	<b>6,99</b>	<b>9,36</b>	<b>9,94</b>	<b>10,72</b>	<b>12,71</b>	<b>13,90</b>
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
<b>Net Working Capital</b>	<b>6,13</b>	<b>8,15</b>	<b>9,32</b>	<b>10,49</b>	<b>12,96</b>	<b>14,60</b>
Severance Indemnities & Other Provisic	0,89	1,30	1,20	1,20	1,20	1,20
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>7,51</b>	<b>11,18</b>	<b>12,76</b>	<b>14,06</b>	<b>17,44</b>	<b>19,78</b>
<b>Equity</b>	<b>11,73</b>	<b>13,56</b>	<b>15,95</b>	<b>19,29</b>	<b>24,39</b>	<b>30,79</b>
<b>Minority Equity</b>	<b>0,10</b>	<b>0,36</b>	<b>0,55</b>	<b>0,60</b>	<b>0,64</b>	<b>0,69</b>
Cash & Cash Equivalents	8,35	6,82	7,59	9,28	10,99	14,90
M/L Term Payable	4,03	4,08	3,85	3,45	3,40	3,20
<b>Net Financial Position</b>	<b>(4,32)</b>	<b>(2,74)</b>	<b>(3,74)</b>	<b>(5,83)</b>	<b>(7,59)</b>	<b>(11,70)</b>
<b>SOURCES</b>	<b>7,51</b>	<b>11,18</b>	<b>12,76</b>	<b>14,06</b>	<b>17,44</b>	<b>19,78</b>
<b>CASH FLOW (€/mln)</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19E</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	
<b>EBIT</b>	<b>3,05</b>	<b>3,90</b>	<b>5,06</b>	<b>6,81</b>	<b>7,69</b>	
Taxes	0,92	1,42	1,74	2,03	2,29	
<b>NOPAT</b>	<b>2,13</b>	<b>2,48</b>	<b>3,32</b>	<b>4,78</b>	<b>5,40</b>	
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)	
<b>Change in NWC</b>	<b>(2,02)</b>	<b>(1,16)</b>	<b>(1,18)</b>	<b>(2,47)</b>	<b>(1,64)</b>	
Change in provisions	0,41	(0,10)	0,00	0,00	0,00	
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>1,69</b>	<b>2,31</b>	<b>3,34</b>	<b>3,46</b>	<b>5,02</b>	
Capex	(3,22)	(1,41)	(1,33)	(2,07)	(1,96)	
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>(1,54)</b>	<b>0,90</b>	<b>2,01</b>	<b>1,40</b>	<b>3,06</b>	
Financial Management	(0,04)	0,00	0,00	0,00	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	1,10	1,30	1,65	2,11	
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>	<b>(1,53)</b>	<b>0,77</b>	<b>1,87</b>	<b>1,95</b>	<b>3,93</b>	

Source: Finlogic e stime Integrae SIM

## 1.1 1H19 Results

Il valore della produzione del 1H19 è superiore alle nostre stime, mentre l'Ebitda è inferiore. Il fatturato e l'Ebitda sono cresciuti del 21% YoY e del 16% YoY a €16,8 mln e €2,4 mln rispettivamente. La performance dei ricavi è stata trainata in particolare dalla divisione "Prodotti Tecnologici" (+25%) la cui incidenza rispetto al valore della produzione cresce quindi al 38% YoY. Importante la performance (+16% YoY) del settore delle etichette, core business del gruppo, grazie anche alle acquisizioni e agli investimenti effettuati nei due stabilimenti produttivi (in ottica 4.0) che hanno permesso un incremento della capacità produttiva. In forte crescita, anche se i numeri sono ancora contenuti, la performance della divisione "Assistenza" i cui ricavi hanno registrato una un +90% YoY a €0,5 mln, grazie sia dalle nuove acquisizioni sia dal cross selling derivante dalle sinergie del gruppo.

Un importante spinta alla crescita è riconducibile al miglioramento delle politiche commerciali, grazie agli investimenti mirati al potenziamento ed efficientamento della rete commerciale e alle attività gestionali, attuate per incrementare la redditività e migliorare l'efficienza dei processi produttivi.

Nonostante la minore dinamica dell'Ebitda rispetto al fatturato, l'Ebitda margin rimane sostanzialmente stabile e in linea con le attese del management (14,3% vs 14,4% del 1H18), quale effetto soprattutto sia degli importanti investimenti effettuati, i cui correlati ricavi non sono ancora visibili, sia dell'incremento della manodopera indiretta connessa all'aumento atteso della produzione. Oltre alla redditività, cresce la liquidità netta che potrà essere impiegata per un ulteriore sviluppo attraverso operazioni di M&A e per investimenti finalizzati all'incremento della capacità produttiva.

Riteniamo che i risultati del primo semestre rappresentino un indicatore positivo della solidità e delle potenzialità del Gruppo Finlogic, confermando la capacità del management di gestire il processo di integrazione delle società acquisite per affrontare in maniera strutturata le sfide del mercato. I risultati del 1H19 ci consentono di effettuare un fine tuning delle stime 2019-20E. Invariate quelle per il 2021-22.

**Table 2 – FY18 – Actual vs Forecast**

€/mln	FY2019E	FY2020E
<b>Sales</b>		
New	33,7	40,5
Old	33,0	39,7
Change	2,1%	2,1%
<b>EBITDA</b>		
New	5,0	6,3
Old	5,4	6,7
Change	-7,4%	-6,4%
<b>EBITDA %</b>		
New	14,5%	15,1%
Old	17,4%	17,4%
Change	-16,7%	-13,1%
<b>EBIT</b>		
New	3,9	5,1
Old	4,3	5,5
Change	-10,7%	-8,6%
<b>Net Income</b>		
New	2,5	3,3
Old	2,8	3,6

Source: Finlogic

Per il 2019 abbiamo alzato del 2,1% la stima del fatturato a €33,7 mln (da €3 mln) e ridotto del 7,4% quella dell'Ebitda a €5,0 mln (da €5,4 mln) in considerazione degli investimenti e dei correlati costi più elevati rispetto alle nostre stime. Aggiustamenti analoghi per il 2020, dove abbiamo alzato la stima del fatturato del 2,1% a €40,5 mln (da €39,7 mln) e ridotto del 6,4% quella dell'Ebitda a €6,3 mln (da €6,7 mln). Di conseguenza ci aspettiamo un Ebitda margin che raggiunge il 14,5% (dal 17,4% della stima precedente) per il 2019E e 15,1% (dal 17,4%) per il 2020E.

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 di Finlogic sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili.

### 2.1 DCF Method

Table 3 – WACC

WACC		7,11%
Risk Free Rate	1,45% $\alpha$ (specific risk)	2,50%
Market Premium	9,02% Beta Adjusted	0,73
D/E (average)	53,85% Beta Relevered	1,02
Ke	10,55% 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%.

Table 4 – DCF Valuation

DCF Equity Value		49,49
FCFO actualized	6,88	15%
TV actualized DCF	39,87	85%
<b>Enterprise Value</b>	<b>46,75</b>	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 €49,5 mln.**

Table 5 – Equity Value - Sensitivity analysis

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		5,6%	6,1%	6,6%	7,1%	7,6%	8,1%	8,6%
	2,5%	92,75	79,85	70,09	62,46	56,32	51,29	47,08
	2,0%	81,27	71,33	63,54	57,29	52,15	47,86	44,23
	1,5%	72,59	64,66	58,28	53,04	48,67	44,96	41,77
	1,0%	65,79	59,29	53,95	49,49	45,71	42,46	39,64
	0,5%	60,33	54,88	50,33	46,47	43,16	40,29	37,78
	0,0%	55,83	51,19	47,26	43,88	40,95	38,39	36,13
	-0,5%	52,07	48,06	44,62	41,63	39,02	36,71	34,66

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.

Table 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.	13,0	12,0	12,0		14,1	13,0	12,9		16,1	14,6	14,4	
3M Company	12,0	11,3	10,8	10,3	14,5	13,6	12,9	12,3	17,6	16,4	15,3	14,4
Intertape Polymer Group Inc.	7,3	6,8	6,5	6,1	11,3	10,2	9,5	8,8	16,7	12,1	9,9	8,9
UPM-Kymmene Oyj	7,9	7,9	7,8	7,7	10,5	10,7	10,8	11,5	13,4	13,5	13,4	13,9
Scapa Group Plc	9,3	8,4	7,4	6,9	12,4	10,9	10,0	9,0	13,8	12,6	10,0	9,3
Avery Dennison Corp.	11,1	10,6	9,9	9,4	13,6	12,9	12,0		17,3	15,8	14,3	13,0
Nitto Denko Corp.	4,4	4,3	4,3	3,8	7,1	6,8	6,8	5,9	15,1	14,1	14,1	12,0
Sealed Air Corp.	9,9	9,2	8,8	8,4	12,3	11,3	10,6		14,9	13,4	12,1	11,5
Datalogic S.p.A.	8,1	7,7	7,2		11,3	10,7	9,3		14,8	13,7	11,7	
OMRON Corporation	13,0	11,1	10,2	9,8	19,8	16,1	14,4	15,1	28,6	23,8	21,8	21,1
Nine Dragons Paper Holdings Ltd.	6,6	6,8	6,6		9,6	9,9	9,6		7,5	6,6	6,8	
SES-imagotag SA	32,9	15,5	8,2		nm	27,4	13,4		nm	38,9	19,2	
Fuji Seal International Inc.	6,7	6,3	6,0	6,1	11,0	9,6	8,8	9,0	18,0	13,9	12,8	12,8
<b>Average</b>	<b>10,9</b>	<b>9,1</b>	<b>8,1</b>	<b>7,6</b>	<b>12,3</b>	<b>12,5</b>	<b>10,9</b>	<b>10,2</b>	<b>16,1</b>	<b>16,1</b>	<b>13,5</b>	<b>13,0</b>

Source: Infineals

L'equity value di Finlogic utilizzando i market multiples EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E risulta essere pari a circa € 70,7 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 € 53,0 mln.**

## 2.3 Equity Value

Table 7 – Equity Value

<b>Average Equity Value (€/mln)</b>	<b>51,2</b>
Equity Value DCF (€/mln)	49,5
Equity Value multiples (€/mln)	53,0
<b>Target Price (€)</b>	<b>7,2</b>

Source: Integrae SIM

**L'equity value medio è pari a € 51,2 mln. Il target price è quindi di € 7,2 (prev. €7,1). Confermiamo il rating BUY e il rischio MEDIUM.**

## 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: 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 Integræe SIM's currently Head of Equity Research. Mattia Petracca is currently a 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
02/10/2018		Buy	6.9	Medium	Update
15/05/2018		Buy	7,6	Medium	Update
11/04/2019		Buy	7,1	Medium	FY18 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](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. 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.