

Production date: 2 Aprile 2020 - 17:30 CET

Release date: 3 Aprile 2020 - 07:00 CET

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

Stock Performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-6,15%	-10,95%	6,09%	10,91%
vs FTSE AIM Italia	2,41%	4,87%	19,99%	34,39%
vs FTSE All-Share	16,03%	18,62%	27,25%	33,25%

Stock Data	
Price	€ 6,10
Bloomberg Code	FNLIM
Market Cap (€m)	43,2
EV (€m)	41,6
Free Float	23,06%
Share Outstanding	7.084.160
52-week high	€ 7,30
52-week low	€ 5,20
Company Agenda	n.a.

Key Financials (€m)	2019A	2020E	2021E	2022E
Value of Production	34,6	50,8	59,0	64,5
EBITDA	4,7	6,7	8,6	10,2
EBIT	3,2	5,1	7,1	8,6
Net Income	2,0	3,3	4,9	5,9
EPS	0,28	0,46	0,69	0,83
EBITDA margin	13,7%	13,2%	14,6%	15,8%
EBIT margin	9,4%	10,1%	12,1%	13,3%
ROI	23,0%	27,2%	31,7%	34,3%

Main Ratios	2019A	2020E	2021E	2022E
EV/EBITDA	8,8 x	6,2 x	4,8 x	4,1 x
EV/EBIT	12,9 x	8,1 x	5,9 x	4,8 x
P/E	21,9 x	13,2 x	8,9 x	7,3 x
NFP/EBITDA	-0,3 x	0,0 x	-0,2 x	-0,6 x

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

FY19 Results

I risultati del FY19 sono positivi ma, a livello di redditività, leggermente inferiori alle nostre stime. Il valore della produzione è cresciuto del 17% YoY a €34,6 mln (in linea con le nostre stime. L'Ebitda è cresciuto del 13% YoY a €4,7 mln (€5 mln la nostra stima), mentre l'Ebit è cresciuto del 6,2% YoY a €3,24 mln (€3,9 mln la nostra stima). La minore dinamica dell'Ebitda rispetto a quella del fatturato è dovuta alla crescita del costo delle merci e degli altri costi operativi, in particolare dei costi del lavoro, per effetto degli investimenti in capitale umano. L'Ebitda margin al 13,7% risulta il più elevato del mercato di riferimento (fonte Osservatorio 2019 GIPEA – Gruppo Italiano Produttori Etichette Autoadesive di Assografiaci relativo ai dati 2018).

Fine Tuning delle stime 2020-23E

I risultati del 2019 la cui redditività è risultata leggermente inferiore alle nostre stime, ci consentono di effettuare un fine tuning delle stime 2020-22. Abbiamo inoltre effettuato le stime 2023E. Il fine tuning ci ha portato a confermare le stime del value of production per tutti e tre gli esercizi, ma a ridurre le stime dell'Ebitda e dell'Ebit per effetto della minore marginalità di STAF rispetto a quella di Finlogic.

A seguito del fine tuning, il CAGR 2019-23E del fatturato risulta del 20,7%, dell'Ebitda 26,6% e dell'Ebit del 34,1%.

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 €65 mln al quale abbiamo applicato uno sconto del 25% per tenere conto della minore liquidità rispetto ai comparables, raggiungendo un valore di €48,8 mln. L'equity value risultante dal DCF è di €60,2 mln. **Valutazione: TP €8,5 per azione, Buy rating e medium risk invariati.**

1. Economics & Financials

Fig. 1 – Economics & Financials

INCOME STATEMENT (€/mIn)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Revenues	28,43	32,99	49,08	57,16	62,49	69,99
Other Revenues	1,12	1,60	1,75	1,80	2,00	2,10
Value of Production	29,55	34,59	50,83	58,96	64,49	72,09
COGS	16,96	19,48	29,10	33,08	35,82	39,64
Services	3,55	4,19	6,57	7,47	8,00	8,77
Use of asset owned by others	0,43	0,53	0,75	0,87	0,93	1,02
Employees	4,33	5,51	7,56	8,77	9,40	10,30
Other Operating Expenses	0,06	0,14	0,14	0,16	0,17	0,19
EBITDA	4,21	4,74	6,71	8,62	10,16	12,17
EBITDA Adj	4,21	4,74	6,71	8,62	10,16	12,17
<i>EBITDA Margin</i>	<i>14,2%</i>	<i>13,7%</i>	<i>13,2%</i>	<i>14,6%</i>	<i>15,8%</i>	<i>16,9%</i>
D&A	1,16	1,50	1,57	1,51	1,56	1,70
EBIT	3,05	3,24	5,15	7,11	8,61	10,47
<i>EBIT Margin</i>	<i>10,3%</i>	<i>9,4%</i>	<i>10,1%</i>	<i>12,1%</i>	<i>13,3%</i>	<i>14,5%</i>
Financial Management	(0,04)	(0,07)	0,00	0,00	0,00	0,00
EBT	3,01	3,17	5,15	7,11	8,61	10,47
Taxes	0,92	1,00	1,74	2,03	2,45	2,98
Net Income	2,09	2,18	3,41	5,08	6,15	7,49
Minorities' Income	0,08	0,21	0,13	0,23	0,24	0,35
Group Income	2,01	1,97	3,28	4,85	5,91	7,14
BALANCE SHEET (€/mIn)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Fixed Asset	4,33	7,07	6,48	6,38	6,50	6,72
Account Receivable	10,09	11,20	13,50	15,00	15,80	16,80
Inventories	3,59	3,32	5,97	7,50	8,50	9,40
Account Payable	4,32	4,52	5,58	5,58	5,60	6,35
Operating Working Capital	9,36	10,00	13,89	16,92	18,70	19,85
Other asset	0,99	1,54	1,50	2,10	3,07	4,00
Other liabilities	2,20	3,03	1,73	1,75	2,00	2,70
Net Working Capital	8,15	8,51	13,66	17,27	19,77	21,15
Severance Indemnties & Other Provisions	1,30	1,51	1,20	1,20	1,20	1,25
NET INVESTED CAPITAL	11,18	14,07	18,94	22,45	25,07	26,62
Equity	13,56	15,07	18,27	23,70	30,98	39,87
Minority Equity	0,36	0,57	0,60	0,64	0,69	0,75
Cash & Cash Equivalents	6,82	6,82	4,68	6,39	10,30	17,00
M/L Term Payable	4,08	5,25	4,75	4,50	3,70	3,00
Net Financial Position	(2,74)	(1,57)	0,07	(1,89)	(6,60)	(14,00)
SOURCES	11,18	14,07	18,94	22,45	25,07	26,62
CASH FLOW (€/mIn)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
EBIT	3,05	3,24	5,15	7,11	8,61	10,47
Taxes	0,92	1,00	1,74	2,03	2,45	2,98
NOPAT	2,13	2,24	3,41	5,08	6,15	7,49
D&A	1,16	1,50	1,57	1,51	1,56	1,70
Change in receivable	(3,12)	(1,10)	(2,30)	(1,50)	(0,80)	(1,00)
Change in inventories	(1,36)	0,26	(2,65)	(1,53)	(1,00)	(0,90)
Change in payable	2,12	0,20	1,06	0,00	0,02	0,75
Change in others	0,35	0,28	(1,26)	(0,58)	(0,72)	(0,23)
Change in NWC	(2,02)	(0,36)	(5,15)	(3,61)	(2,50)	(1,38)
Change in provisions	0,41	0,21	(0,31)	0,00	0,00	0,05
OPERATING CASH FLOW	1,69	3,58	-0,49	2,98	5,21	7,86
Capex	(3,22)	(4,23)	(0,98)	(1,41)	(1,68)	(1,92)
FREE CASH FLOW	(1,54)	(0,65)	(1,46)	1,57	3,53	5,94
Financial Management	(0,04)	(0,07)	0,00	0,00	0,00	0,00
Change in Debt to Bank	0,05	1,17	(0,50)	(0,25)	(0,80)	(0,70)
Dividend	(1,02)	(1,00)	(1,06)	(1,06)	(1,06)	(1,20)
Change in Equity	2,09	1,72	3,23	5,47	7,33	8,95
FREE CASH FLOW TO EQUITY	(0,46)	1,17	0,20	5,73	9,00	12,99

Source: Finlogic e stime Integrae SIM

1.1 I risultati del FY19

I risultati del FY19 sono positivi ma, a livello di redditività, leggermente inferiori alle nostre stime. Il valore della produzione è cresciuto del 17% YoY a €34,6 mln (in linea con le nostre stime). L'Ebitda è cresciuto del 13% YoY a €4,7 mln (€5 mln la nostra stima), mentre l'Ebit è cresciuto del 6,2% YoY a €3,24 mln (€3,9 mln la nostra stima).

Fig. 2 – 2019 actual vs forecast

2019	Actual	Forecast	% ch
Value Of Production	34,59	34,55	0,11%
Ebitda	4,74	5,00	-5,30%
Ebitda margin	13,7%	14,5%	
Ebit	3,24	3,90	-16,92%
Ebit margin	9,4%	11,3%	

Source: Finlogic e stime Integræ SIM

I ricavi per linee di prodotto evidenziano che l'incremento è principalmente attribuibile ai ricavi della divisione "Etichette", che cresce del 20% YoY a 19,3 mln (core business del gruppo con il 58% del totale ricavi), grazie soprattutto ai rilevanti investimenti negli stabilimenti di produzione e in tecnologia, avviati lo scorso anno, che hanno incrementato la capacità produttiva e migliorato l'efficienza. La divisione "Prodotti Tecnologici", è cresciuta del 12% YoY a €13,2 mn (40% dei ricavi) e segue la crescita del comparto etichette. I ricavi della divisione "Servizi ed assistenza", pari al 2% del totale, sono risultati sostanzialmente stabili e €0,55 mln rispetto al FY18 (€0,55 mln). Il breakdown geografico del fatturato evidenzia come il mercato Italiano sia quello di riferimento con il 95% del totale. Gli altri mercati Europei sono la Francia, la Spagna la Svizzera e la Germania.

La minore dinamica dell'Ebitda rispetto a quella del fatturato è dovuta alla crescita del costo delle merci e degli altri costi operativi, in particolare dei costi del lavoro, per effetto degli investimenti in capitale umano. L'Ebitda margin, al 13,7%, risulta il più elevato del mercato di riferimento (fonte Osservatorio 2019 GIPEA – Gruppo Italiano Produttori Etichette Autoadesive di Assografici relativo ai dati 2018).

1.2 Gli eventi significativi del 2019 dei primi mesi del 2020

In linea con quanto dichiarato in fase di IPO, il management ha effettuato anche nel 2019 diverse acquisizioni volte a rafforzare il business. In particolare:

- **il 28 febbraio** è stato finalizzato l'accordo per l'acquisizione del 51% di Smart lab industrie 3D Srl. Smart lab industrie 3D Srl, start up ad alto contenuto innovativo con sede a Bari costituita a marzo del 2015, è una società attiva nel campo della stampa 3D ed in particolare propone la vendita e il noleggio di stampanti 3D, l'attività di service di stampa, la modellazione CAD e la prototipazione di brevetti.
- **Il 23 luglio** è stato finalizzato l'accordo per l'acquisizione del 100% di System Code, attraverso la controllata Tecmark. L'azienda, con sede a Osio Sotto (BG), è specializzata nella progettazione e implementazione di soluzioni per l'etichettatura e l'identificazione automatica, impiegando soluzioni all'avanguardia non solo sotto il profilo tecnico ma anche per ciò che concerne l'impatto ambientale. Si rivolge ad aziende attive in svariati settori produttivi tra cui la cosmetica, il food, l'elettronica e la chimica;
- **il 18 dicembre** è stato firmato l'accordo vincolante per l'acquisizione di Staf Srl. Finlogic ha firmato un accordo vincolante per l'acquisizione del 100% di Staf Srl al prezzo di €4,6 milioni (di cui si dirà in seguito);
- **il 28 febbraio 2020** è stato finalizzato l'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.

Allo scopo di ampliare la capacità produttiva per far fronte alla crescente domanda, oltre agli investimenti in macchinari già effettuati e programmati per l'anno in corso, lo scorso luglio Finlogic ha sottoscritto l'atto di compravendita del capannone industriale situato nella zona industriale di Acquaviva delle Fonti e confinante con lo stabilimento in uso nello stesso comune.

1.3 L'operazione di acquisto della STAF S.r.l.

Nel gennaio 2020, Finlogic ha finalizzato l'accordo per l'acquisizione della società concorrente STAF S.r.l., attiva nella produzione e stampa di etichette autoadesive dedicate al packaging industriale e ad altre applicazioni quali il trasferimento termico, ink-jet e laser. Il prezzo di acquisto è di €4,6 mln, che verranno erogati in un'unica soluzione al closing che avverrà entro il 31 gennaio 2020, condizionato ad adempimenti ed al rilascio di garanzie comunemente adottate dalla prassi per operazioni similari. STAF è stata valutata ad un EV/Ebitda adjusted 2018 pari a 6x, considerata la PFN adjusted al 31 dicembre 2018.

STAF è una società di Rottofreno (PC) con 43 dipendenti e nel 2018 ha registrato ricavi delle vendite di €9,8 mln e un Ebitda di €0,5 mln (l'Ebitda adjusted 2018, considerati i risparmi su costi non più necessari dopo l'ingresso di Finlogic, è pari a €1 mln), e una PFN di €0,6 mln (la PFN adjusted per l'adeguamento dei criteri contabili relativi ai contratti di leasing, è pari a €1,4 mln).

Grazie all'esperienza maturata in 25 anni, STAF è oggi 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.). Inoltre, STAF è un importante trasformatore di materiale 3M. L'attenzione verso la clientela è uno dei punti di forza della Società. STAF infatti, fornisce ai propri clienti un valido supporto, attraverso una consulenza mirata e la produzione in tempi rapidi di commesse anche problematiche (per materiali utilizzati o per la loro trasformazione). STAF è certificata ISO 9001 e rispetta tutte le normative per quanto riguarda la sicurezza sul lavoro. Lo stabilimento di produzione si estende su una superficie di ca. 3.200 mq coperti, oltre a ca 2.700 mq scoperti ed entrerà a far parte del patrimonio immobiliare del Gruppo Finlogic.

Riteniamo l'operazione molto positiva e strategica per Finlogic perché consente di ampliare notevolmente la gamma dei prodotti e dei servizi offerti e di sfruttare le importanti sinergie e attività di cross selling ed up selling su tutti i clienti del gruppo.

L'operazione consente a Finlogic di diventare uno tra i principali player italiani nel settore del labelling e identificazione automatica dei prodotti

In linea con quanto dichiarato in sede di IPO, continua la crescita anche attraverso acquisizioni: dalla quotazione ne sono infatti state portate a termine sette.

1.4 La revisione delle stime 2020-22F

I risultati del 2019 la cui redditività è risultata leggermente inferiore alle nostre stime, ci consentono di effettuare un fine tuning delle stime 2020-22E. Abbiamo inoltre effettuato le stime 2023E.

Fig. 3 – New and Old estimates

€ mln	2020E			2021E			2022E		
	New	Old	% ch	New	Old	% ch	New	Old	% ch
Value Of Production	50,83	50,00	1,7%	58,96	58,11	1,5%	64,49	63,44	1,7%
Ebitda	6,71	6,98	-3,8%	8,62	9,27	-7,1%	10,16	10,30	-1,3%
<i>Ebitda margin</i>	<i>13,2%</i>	<i>14,0%</i>		<i>14,6%</i>	<i>16,0%</i>		<i>15,8%</i>	<i>16,2%</i>	
Ebit	5,15	5,42	-5,0%	7,11	7,76	-8,4%	8,61	8,75	-1,6%
<i>Ebit margin</i>	<i>10,1%</i>	<i>10,8%</i>		<i>12,1%</i>	<i>13,4%</i>		<i>13,3%</i>	<i>13,8%</i>	

Source: Finlogic e stime Integrae SIM

Il fine tuning ci ha portato a confermare le stime del value of production per tutti e tre gli esercizi, ma a ridurre le stime dell'Ebitda e dell'Ebit per effetto della minore marginalità di STAF rispetto a quella di Finlogic. Nel 2022E l'Ebitda e l'Ebit dovrebbero raggiungere €10,16 e €8,61 mln rispettivamente. Nel 2023E ci aspettiamo invece che l'Ebitda margin raggiunga il 16,9% (dal 13,7% del 2019A), grazie alla minore incidenza dei costi fissi rispetto al fatturato crescente, nonché al totale recupero di marginalità della STAF.

A seguito del fine tuning, il CAGR 2019-23E del fatturato risulta del 20,7%, dell'Ebitda 26,6% e dell'Ebit del 34,1%.

In contrazione la PFN (cassa) che riteniamo si azzeri per effetto del pagamento a fine gennaio 2020F, ma che già a partire dal 2021F torni ad essere positiva (cassa per €1,9 mln).

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. 4 – WACC

WACC		8,10%
Risk Free Rate	0,50% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	7,37% Beta Adjusted	0,78
D/E (average)	8,70% Beta Relevered	0,83
Ke	8,74% Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2.5%. Ne risulta quindi un WACC dell'8,1%.

Fig. 5 – DCF Valuation

€ mln		71,65
FCFO actualized	3,15	4%
TV actualized DCF	66,93	96%
Enterprise Value	70,09	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 €71,65 mln.

Fig. 6 – Equity Value - Sensitivity analysis

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		6,6%	7,1%	7,6%	8,1%	8,6%	9,1%	9,6%
	2,5%	125,75	111,06	99,26	89,59	81,51	74,67	68,81
	2,0%	112,61	100,64	90,82	82,63	75,69	69,74	64,58
	1,5%	102,04	92,08	83,77	76,73	70,69	65,45	60,88
	1,0%	93,37	84,93	77,78	71,65	66,34	61,70	57,60
	0,5%	86,11	78,86	72,64	67,25	62,54	58,38	54,69
	0,0%	79,95	73,64	68,17	63,39	59,17	55,43	52,08
	-0,5%	74,67	69,11	64,26	59,98	56,18	52,78	49,73

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. 7 – Market Multiples

Company	EV/Ebitda				EV/Ebit				P/E			
	2019E	2020E	2021E	2022E	2019E	2020E	2021E	2022E	2019E	2020E	2021E	2022E
Zebra Technologies Corp.	11,7	12,4	10,5	10,5	12,7	14,5	12,7	11,7	14,5	15,0	12,3	12,2
3M Company	11,4	10,7	10,4	9,9	14,0	12,9	12,3	11,9	15,2	14,3	13,5	13,0
Intertape Polymer Group Inc.	5,3	5,4	5,0	4,7	8,2	8,4	7,6	6,8	6,7	7,0	6,0	5,0
UPM-Kymmene Oyj	6,6	7,8	7,1	7,0	8,7	10,7	9,7	9,7	11,1	14,1	12,7	12,7
Scapa Group Plc	5,2	4,8	4,3	4,3	8,1	6,8	6,2	6,3	8,5	6,7	6,3	5,7
Avery Dennison Corp.	10,1	9,8	9,3	8,7	12,3	12,1	11,3	10,5	15,4	15,0	13,5	12,2
Nitto Denko Corp.	4,2	4,2	3,9	3,3	7,2	7,1	6,5	5,0	15,5	15,0	13,8	9,5
Sealed Air Corp.	7,7	7,2	7,1	7,0	9,5	9,1	8,9	8,9	8,9	8,6	8,0	7,4
Datalogic S.p.A.	7,1	7,9	7,0	6,5	10,8	10,4	8,8	8,4	12,2	16,2	11,1	10,4
OMRON Corporation	13,7	12,2	10,8	10,3	20,8	17,9	15,3	15,1	15,8	26,4	21,7	21,5
Nine Dragons Paper Holdings Ltd.	6,7	6,2	5,7		9,3	8,5	7,4		7,2	6,4	5,7	
SES-imagotag SA	91,6	41,9	14,6		nm	71,4	18,8		nm	nm	87,1	
Fuji Seal International Inc.	5,8	5,4	5,3	5,2	10,0	8,9	8,6	8,3	14,8	12,5	12,1	11,7
Average	14,4	10,4	7,8	7,0	11,0	15,3	10,3	9,3	12,2	13,1	17,2	11,0

Source: Infinancials

L'equity value di Finlogic utilizzando i market multiples EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E risulta essere pari a €65,0 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 € 48,8 mln.

2.3 Equity Value

Fig. 8 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	60,2
Equity Value DCF (€/mln)	71,7
Equity Value multiples (€/mln)	48,8
Target Price (€)	8,5

Source: Integrae SIM

L'equity value medio è pari a €60,2 mln. Invariati quindi il nostro target price a €8,5 per azione, il BUY rating e il MEDIUM risk.

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
07/09/2019		Buy	7,2	Medium	1H19 Results
30/12/2019		Buy	8,5	Medium	STAF Srl Acquisition

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.