

<b>FOPE</b> update	<b>Italy</b>	<b>FTSE AIM Italia</b>	<b>Luxury Jewelry</b>
<b>Rating: BUY</b>	<b>Target Price: Euro 8,28 (Prev. TP Euro 6,10)</b>		<b>Risk: Medium</b>

Stock Performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	3,8%	8,5%	-4,4%	123,7%
vs FTSE AIM Italia	4,7%	9,1%	-2,4%	111,6%
vs FTSE All-Share	5,3%	8,3%	-3,1%	111,5%

#### Stock Data (del 28/03/2018)

Price	€ 6,80
Bloomberg Code	FPE IM
Market Cap (€m)	32,28
EV (€m)	33,45
Free Float	10,64%
Share Outstanding	4.747.700
52-week high	€ 7,87
52-week low	€ 3,03
Company Agenda	n.a.

Key Financials (€m)	2017A	2018E	2019E	2020E
Sales	28,4	30,5	32,4	34,8
EBITDA	3,9	4,4	5,0	5,8
EBIT	3,1	3,5	4,1	4,8
Net Profit	2,3	2,5	3,0	3,5
EPS	0,49	0,54	0,63	0,73
EBITDA margin	13,8%	14,3%	15,5%	16,6%
EBIT margin	10,8%	11,3%	12,5%	13,6%

Main Ratios	2017A	2018E	2019E	2020E
EV/EBITDA	8,5 x	7,7 x	6,7 x	5,8 x
EV/EBIT	10,9 x	9,7 x	8,2 x	7,0 x
P/E	13,8 x	12,7 x	10,8 x	9,3 x
NFP/EBITDA	0,3 x	-0,1 x	-0,6 x	-1,0 x

**Antonio Tognoli**

39 02 87208 703

antonio.tognoli@integraesim.it

**Mattia Petracca**

39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

#### FY17 Results

I risultati del FY17 sono molto positivi e superiori alle nostre stime. Il valore della produzione è cresciuto del 21,4% YoY (+7% rispetto alle nostre stime), raggiungendo €26,2 mln. In forte crescita la redditività: l'Ebitda è cresciuto del 71,2% YoY a €3,9 mln con l'Ebitda margin che ha raggiunto il 13,8% (9,9% nel 2016 e 10,3% le nostre stime), mentre l'Ebit è salito del 95,5% YoY a €3,1 mln con l'Ebit margin che ha raggiunto il 10,8% (6,8% nel 2016 e 6,6% le nostre stime). Praticamente raddoppiato l'utile netto: €2,3 mln (€1,1 mln nel 2016).

#### Le stime 2018-22F

Alla luce degli ottimi risultati conseguiti, che pongono la società un anno in avanti rispetto alla realizzazione delle nostre stime, abbiamo effettuato un upgrade delle stesse. Abbiamo in particolare alzato il FY18 rispetto alle stime precedenti: valore della produzione +2,3%, Ebitda +33%, Ebit +66% grazie alla maggiore crescita sui mercati esteri, unita alla continua ricerca di efficienza operativa. Per gli esercizi successivi, abbiamo lasciato invariate le stime del valore della produzione variando però il mix della stessa a favore di una ulteriore crescita sui mercati esteri.

#### La valutazione

Abbiamo deciso di considerare solo il multiplo EV/EBITDA perché non è influenzato dalle politiche di investimento aziendale. Tenendo conto del fatto che Fope è in una fase in cui sono previsti investimenti significativi, abbiamo ritenuto opportuno basare la nostra analisi solo su questo multiplo. Inoltre, gli altri multipli non hanno valori azionari significativi e quindi non sono stati inclusi in questa analisi. All'equity value risultante dalla valutazione dei multipli, abbiamo applicato uno sconto di liquidità del 25%. Ciò si traduce in un patrimonio lordo pre-sconto di €61,7 mln e un valore dell'equity post-sconto di €37,0 mln. Lo sconto per la liquidità è calcolato tenuto conto del minore flottante in valore assoluto rispetto ai peers. Per quanto riguarda il DCF, ne risulta un equity value di €41,6 mln. L'equity value medio tra le due valutazioni, pari a €39,3 mln, vale a dire €8,28 per azione costituisce il nostro target price (da €6,1 della nota del 21 settembre 2017). Invariato il nostro Buy rating e il nostro risk medium.

## 1. Economics & Financials

Fig. 1 – FOPE 2017 results and 2018-22 Integrae SIM estimates

P&L	FY16 A	FY17 A	FY18 E	FY19 E	FY20 E	FY21 E	FY22 E
Revenues	23.079	28.026	30.128	32.009	34.396	35.828	36.784
Other revenues	180	405	392	416	447	466	478
<b>Production value</b>	<b>23.260</b>	<b>28.431</b>	<b>30.520</b>	<b>32.425</b>	<b>34.843</b>	<b>36.294</b>	<b>37.263</b>
COGS	-9.883	-11.655	-12.360	-12.970	-13.589	-14.118	-14.346
Change in raw materials	355	657	702	746	801	835	857
Services	-8.893	-10.495	-11.298	-11.843	-12.761	-13.113	-13.463
Costs of third-party assets	-2.247	-2.643	-2.832	-2.945	-3.096	-3.225	-3.274
Personnel	-2.247	-2.643	-2.832	-2.945	-3.096	-3.225	-3.274
Provisions	-88	-58	-60	-64	-69	-72	-74
Other costs	-206	-304	-305	-324	-348	-363	-373
<b>EBITDA</b>	<b>2.298</b>	<b>3.933</b>	<b>4.366</b>	<b>5.024</b>	<b>5.782</b>	<b>6.238</b>	<b>6.590</b>
<i>EBITDA margin</i>	9,9%	13,8%	14,3%	15,5%	16,6%	17,2%	17,7%
Depreciation and amortisation	-725	-852	-904	-960	-1.032	-1.075	-1.104
<b>EBIT</b>	<b>1.573</b>	<b>3.082</b>	<b>3.462</b>	<b>4.064</b>	<b>4.750</b>	<b>5.163</b>	<b>5.487</b>
<i>EBIT margin</i>	6,8%	10,8%	11,3%	12,5%	13,6%	14,2%	14,7%
Financial charges	-64	92	50	50	50	50	50
Valuation adjustments to financial assets	0	0	0	0	0	0	0
<b>GROSS PROFIT</b>	<b>1.509</b>	<b>3.174</b>	<b>3.512</b>	<b>4.114</b>	<b>4.800</b>	<b>5.213</b>	<b>5.537</b>
Extraordinary items	-2	0	0	0	0	0	0
<b>PRE-TAX PROFIT</b>	<b>1.506</b>	<b>3.174</b>	<b>3.512</b>	<b>4.114</b>	<b>4.800</b>	<b>5.213</b>	<b>5.537</b>
Taxes	-432	-839	-966	-1.131	-1.320	-1.434	-1.523
<b>NET PROFIT</b>	<b>1.074</b>	<b>2.334</b>	<b>2.546</b>	<b>2.983</b>	<b>3.480</b>	<b>3.780</b>	<b>4.014</b>
<i>Profit margin</i>	4,6%	8,2%	8,3%	9,2%	10,0%	10,4%	10,8%

  

A&L	FY16 A	FY17 A	FY18 E	FY19 E	FY20 E	FY21 E	FY22 E
<b>FIXED ASSETS</b>	<b>4.976</b>	<b>6.899</b>	<b>6.995</b>	<b>7.035</b>	<b>7.003</b>	<b>5.928</b>	<b>4.914</b>
Receivables	7.275	7.990	8.780	9.328	10.023	10.441	10.719
Inventories	4.138	4.743	5.184	5.508	5.918	6.165	6.330
Payables	(3.307)	(3.571)	(3.793)	(3.980)	(4.170)	(4.332)	(4.402)
<b>WORKING CAPITAL</b>	<b>8.106</b>	<b>9.163</b>	<b>10.171</b>	<b>10.856</b>	<b>11.772</b>	<b>12.274</b>	<b>12.647</b>
Other receivables	1.311	882	904	960	1.032	1.075	1.104
Financial assets	(529)	(1.151)	(1.205)	(1.280)	(1.376)	(1.433)	(1.471)
Other payables	(529)	(1.151)	(1.205)	(1.280)	(1.376)	(1.433)	(1.471)
<b>NET WORKING CAPITAL</b>	<b>8.888</b>	<b>8.894</b>	<b>9.870</b>	<b>10.536</b>	<b>11.428</b>	<b>11.915</b>	<b>12.279</b>
<b>INVESTED CAPITAL</b>	<b>13.864</b>	<b>15.792</b>	<b>16.865</b>	<b>17.570</b>	<b>18.431</b>	<b>17.843</b>	<b>17.193</b>
Severance	(806)	(871)	(991)	(1.031)	(1.083)	(1.129)	(1.146)
Other funds	(1.296)	(1.833)	(1.953)	(2.075)	(2.230)	(2.323)	(2.385)
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>11.762</b>	<b>13.088</b>	<b>13.920</b>	<b>14.464</b>	<b>15.117</b>	<b>14.392</b>	<b>13.663</b>
<b>SHAREHOLDERS' EQUITY</b>	<b>9.629</b>	<b>11.923</b>	<b>14.469</b>	<b>17.452</b>	<b>20.932</b>	<b>24.711</b>	<b>28.725</b>
Short debt	(163)	(1.621)	(3.601)	(6.230)	(9.298)	(13.949)	(18.789)
Medium long debt	2.296	2.786	3.052	3.242	3.484	3.629	3.726
<b>NFP</b>	<b>2.133</b>	<b>1.165</b>	<b>(549)</b>	<b>(2.987)</b>	<b>(5.814)</b>	<b>(10.320)</b>	<b>(15.063)</b>
<b>COVER</b>	<b>11.762</b>	<b>13.088</b>	<b>13.920</b>	<b>14.464</b>	<b>15.117</b>	<b>14.392</b>	<b>13.663</b>

  

Cash Flow (000/€)	FY16 A	FY17 E	FY18 E	FY19 E	FY20 E	FY21 E	FY22 E
<b>EBIT</b>	<b>1.573</b>	<b>3.082</b>	<b>3.462</b>	<b>4.064</b>	<b>4.750</b>	<b>5.163</b>	<b>5.487</b>
- Taxes	(432)	(839)	(966)	(1.131)	(1.320)	(1.434)	(1.523)
<b>NOPAT</b>	<b>1.141</b>	<b>2.242</b>	<b>2.496</b>	<b>2.933</b>	<b>3.430</b>	<b>3.730</b>	<b>3.964</b>
+ depreciations	725	852	904	960	1.032	1.075	1.104
± Δ NWC	(1.304)	(6)	(976)	(666)	(893)	(487)	(364)
± Δ Severance	36	65	120	39	53	45	17
± Δ Other funds	325	537	121	122	155	93	62
<b>OPERATIVE CASH FLOW</b>	<b>922</b>	<b>3.690</b>	<b>2.664</b>	<b>3.389</b>	<b>3.777</b>	<b>4.455</b>	<b>4.783</b>
± Δ Fixed assets	(1.193)	(2.774)	(1.000)	(1.000)	(1.000)	0	(90)
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>(272)</b>	<b>916</b>	<b>1.664</b>	<b>2.389</b>	<b>2.777</b>	<b>4.455</b>	<b>4.693</b>
± Net financial charges	(64)	92	50	50	50	50	50
± Net extraordinary items	(2)	0	0	0	0	0	0
<b>FCFF</b>	<b>(704)</b>	<b>41</b>	<b>(0)</b>	<b>0</b>	<b>(0)</b>	<b>(0)</b>	<b>(0)</b>
± Δ Short debt	(4.903)	(1.457)	(1.386)	(1.917)	(2.356)	(3.796)	(3.891)
± Δ Medium long debt	1.027	490	266	191	242	145	97
<b>FCFE</b>	<b>(4.581)</b>	<b>(926)</b>	<b>(1.121)</b>	<b>(1.726)</b>	<b>(2.115)</b>	<b>(3.651)</b>	<b>(3.794)</b>
± Δ Shareholders equity	2.317	(41)	0	0	0	0	0
- Dividend	0	0	(593)	(712)	(712)	(855)	(950)
<b>± Δ CASH</b>	<b>(2.263)</b>	<b>(967)</b>	<b>(1.714)</b>	<b>(2.439)</b>	<b>(2.827)</b>	<b>(4.505)</b>	<b>(4.743)</b>
<b>Cash at the beginning</b>	<b>4.396</b>	<b>2.133</b>	<b>1.165</b>	<b>(549)</b>	<b>(2.987)</b>	<b>(5.814)</b>	<b>(10.320)</b>
<b>Cash at the end</b>	<b>2.133</b>	<b>1.165</b>	<b>(549)</b>	<b>(2.987)</b>	<b>(5.814)</b>	<b>(10.320)</b>	<b>(15.063)</b>

Source: FOPE and Integrae SIM estimates

## 1.1 I risultati del FY17

I risultati del FY17 sono molto positivi e superiori alle nostre stime. Il valore della produzione è cresciuto del 21,4% YoY (+7% rispetto alle nostre stime), raggiungendo €28,0 mln. In forte crescita la redditività: l'Ebitda è cresciuto del 71,2% YoY a €3,9 mln con l'Ebitda margin che ha raggiunto il 13,8% (9,9% nel 2016 e 10,3% le nostre stime), mentre l'Ebit è salito del 95,9% YoY a €3,1 mln con l'Ebit margin che ha raggiunto il 10,8% (6,8% nel 2016 e 6,6% le nostre stime).

Più che raddoppiato l'utile netto: €2,3 mln (€1,1 mln nel 2016).

I maggiori risultati rispetto a quelli attesi sono da ricondurre anche alle performance registrate sui mercati esteri, in particolare europei (+24%) con in testa Germania e Regno Unito e americani (+22%), dove FOPE sta concentrando gli investimenti.

L'aumento dei volumi, che consente di meglio "spalmare" i costi fissi, unito al mantenimento di una buona efficienza operativa, ha consentito una forte crescita della redditività, soprattutto nella seconda parte dell'anno.

**Fig. 2 – I risultati del 2017 vs le stime e il 2016**

€mln data	FY17 A	FY17 E	% Ch	FY16 A	% Ch
Production value	28,0	26,2	7,0%	23,1	21,4%
Ebitda	3,9	2,7	45,5%	2,3	71,2%
<i>Ebitda margin</i>	<i>13,8%</i>	<i>10,3%</i>		<i>9,9%</i>	
Ebit	3,1	1,7	77,8%	1,6	95,9%
<i>Ebit margin</i>	<i>10,8%</i>	<i>6,6%</i>		<i>6,8%</i>	
Net Profit	2,3	1,1	104,8%	1,1	117,3%

Source: FOPE and Integræ SIM estimates

La PFN pari a €1,17 mln (€2,13 mln al 31 dicembre 2016) migliora di circa €1 mln grazie alla maggiore redditività nonché alla attenta gestione del capitale circolante e, in particolare, dei crediti commerciali il cui indicatore di rotazione ha registrato un miglioramento rispetto alla medesima posizione di fine 2016.

I risultati raggiunti consentono di proporre all'assemblea la distribuzione di un dividendo di €0,59 mln, vale a dire €0,125 per azione.

## 1.2 Le stime per 2018-22F

Secondo il management, i primi mesi dell'anno sono positivi e "...consentono di guardare a un 2018 di ulteriore creazione di valore...".

Prosegue intanto l'espansione della società sui mercati esteri: nel mese di marzo è stata infatti costituita FOPE Jewellery Limited, società di diritto inglese che opererà come agente di FOPE SpA per i mercati inglese e irlandese. Si tratta di un'operazione di investimento prevista nel piano strategico della società che mira a conseguire 3 principali obiettivi:

- presenza diretta del brand nel mercato;
- miglioramento dell'efficacia delle azioni e partnership con i concessionari del mercato;
- saving di costi operativi rispetto alla precedente gestione del mercato, operata attraverso una società esterna.

Il progetto, di radicale cambiamento nella gestione del mercato, consente di conseguire gli obiettivi pur mantenendo una continuità nell'attuale - peraltro ottima - gestione poiché le tre figure chiave di relazione con il mercato vengono direttamente coinvolte e ulteriormente motivate, avendo offerto loro la partecipazione in qualità di soci di minoranza nella nuova società. Il capitale di FOPE Jewellery Ltd è infatti per il 75% di proprietà di FOPE SpA e per il 25% dei manager inglesi.

Alla luce degli ottimi risultati conseguiti, che pongono la società un anno in avanti rispetto alla realizzazione delle nostre stime, abbiamo effettuato un upgrade delle stesse:

**Fig. 3 – 2018-2022 nuove e vecchie stime**

€mln data	2018 E		2019 E		2020 E		2021 E		2022 E	
	Old	New	Old	New	Old	New	Old	New	Old	New
Production value	29,8	30,5	32,4	32,4	34,8	34,8	36,3	36,3	37,3	37,3
Ebitda	3,3	4,4	4,4	5,0	4,8	5,8	4,9	6,2	5,1	5,6
Ebitda margin	11,1%	14,3%	13,6%	15,4%	13,8%	16,6%	13,5%	17,1%	13,7%	15,0%
Ebit	2,1	3,5	2,7	4,1	3,2	4,8	3,5	5,1	3,8	5,5
Ebit margin	7,0%	11,3%	8,3%	12,7%	9,2%	13,6%	9,6%	14,0%	10,2%	14,7%
Net profit	1,4	2,5	1,8	3,0	2,1	3,5	2,3	3,8	2,5	4,0

Source: Integræ SIM estimates

Abbiamo in particolare alzato il FY18 rispetto alle stime precedenti: valore della produzione +2,3%, Ebitda +33%, Ebit +66% grazie alla maggiore crescita sui mercati esteri, unita alla continua ricerca di efficienza operativa.

Per gli esercizi successivi, abbiamo lasciato invariate le stime del valore della produzione variando però il mix della stessa a favore di una ulteriore crescita sui mercati esteri.

Nelle stime abbiamo inoltre tenuto conto degli ulteriori investimenti pari a non meno di €3 mln (così come espresso dal management) per l'ampliamento della sede di Vicenza. Ampliamento che prevede la realizzazione con sopraelevazione di un nuovo piano dell'edificio. I nuovi spazi che si andranno a realizzare, le cui licenze edilizie sono già rilasciate, consentiranno alla società di riallocare nel complesso un utilizzo efficiente dell'edificio, con aree di prestigio finalizzate a migliorare l'immagine

dell'azienda e accogliere i clienti e nel contempo dedicare nuove aree ai reparti produttivi. Il valore dell'investimento sarà coperto con finanziamenti a M/L accesi con primari istituti bancari.

## 2. Valuation

### 2.1 Analisi qualitativa

Principali vantaggi competitivi:

- **Posizione competitiva:** il marchio Fope è meno conosciuto dal pubblico rispetto ad altri marchi di lusso. Fope è sicuramente sinonimo di qualità, riconosciuto e apprezzato in tutto il mondo. Questo è il motivo per cui i rivenditori possono posizionare i prodotti Fope accanto ai marchi più famosi e prestigiosi, riconoscendo un valore elevato e consentendo loro di applicare un prezzo premium alla concorrenza diretta;
- **Innovazione tecnologica:** la progettazione e l'implementazione del prodotto avvengono attraverso processi altamente automatizzati che consentono di lavorare "just in time" con una media dell'ordine di 4 settimane (molto apprezzata da tutti i clienti);
- **Internazionalizzazione:** presenza in più di 50 paesi con presenza diretta, attraverso le controllate Fope USA Inc. e Fope Services, rispettivamente nei mercati americano e arabo.

Principali fattori difensivi:

- **Protezione dei brevetti:** nel 2007, Fope ha ottenuto un brevetto internazionale, per poter "elasticizzare" la rete d'oro;
- **Network:** partnership con Aurum e Damas e oltre 600 rivenditori multimarca qualificati selezionati per posizionamento medio alto e alta reputazione di marchi gestiti;
- **Clientela fedele:** negli ultimi 3 anni, i primi 30 clienti hanno generato € 9 mln all'anno, evidenziando così l'alto grado di lealtà.
- **Copertura finanziaria:** Fope copre sia le materie prime che le valute, riducendo così al minimo i rischi aziendali.

## 2.2 La valutazione dei multipli

Abbiamo deciso di considerare solo il multiplo EV / EBITDA perché non è influenzato dalle politiche di investimento aziendale. Tenendo conto del fatto che Fope è in una fase in cui sono previsti investimenti significativi, abbiamo ritenuto opportuno basare la nostra analisi solo su questo multiplo. Inoltre, gli altri multipli non hanno valori azionari significativi e quindi non sono stati inclusi in questa analisi.

**Fig. 4 - Panel Luxury**

Company	Mkt Cap	EV	EV/Ebitda			
	€ mln	€ mln	2017	2018	2019	2020
Pandora A/S	8.791	9.386	8,3	8,2	7,6	7,0
Tiffany & Co.	9.858	9.627	11,9	11,8	11,2	10,5
Compagnie Financiere Richemont SA	41.046	38.736	14,6	13,1	11,9	10,9
Kering SA	48.380	51.280	14,8	13,1	12,1	11,1
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	123.080	140.988	13,9	12,7	11,8	11,0
Hermes International SCA	46.073	43.748	20,1	20,2	18,7	16,9
<b>Average</b>			<b>14,0</b>	<b>13,2</b>	<b>12,2</b>	<b>11,2</b>

Source: Infinancials

All'equity value risultante dalla valutazione dei multipli, abbiamo applicato uno sconto di liquidità del 25%.

Ciò si traduce in un patrimonio lordo pre-sconto di €67,7 mln e un valore dell'equity post-sconto di €37,0 mln.

## 2.3 La valutazione con il DCF

**Fig. 5 – Input data**

Input Data	
Equity Target	86,48%
Debt target	13,52%
D/E	15,63%
Theoretical tax rate	27,50%
Risk free	1,00%
Beta unlevered	0,80
Beta levered	0,89
Market risk premium	7,95%
Ke	10,58%
Kd	1,50%
Specific risk	2,50%
<b>WACC</b>	<b>9,30%</b>

Source: Integrae SIM

**Fig. 6 – DCF model**

Net Present Value (DCF)	
NPV Flussi (2018-2022)	11,8
NPV TV	31,0
Enterprise Value	42,8
NFP al 31/12/2017A	1,2
Equity Value	41,6

Source: Integrae SIM

L'equity value risultate dal DCF è di €41,6 mln. Di seguito la tabella di sensitivity tra il long term growth e il WACC.

**Fig. 7 – Sensitivity analysis**

	WACC						
	7,80%	8,30%	8,80%	9,30%	9,80%	10,30%	10,80%
<b>2,00%</b>	59,2	54,2	49,9	46,2	43,0	40,2	37,7
<b>1,75%</b>	57,1	52,5	48,4	45,0	41,9	39,3	36,9
<b>1,25%</b>	53,4	49,3	45,8	42,7	39,9	37,5	35,3
<b>G 1,00%</b>	51,8	47,9	44,6	41,6	39,0	36,7	34,6
<b>0,75%</b>	50,2	46,6	43,4	40,7	38,2	36,0	34,0
<b>0,50%</b>	48,8	45,4	42,4	39,7	37,4	35,2	33,3
<b>0,25%</b>	47,4	44,2	41,4	38,9	36,6	34,6	32,7

Source: Integrae SIM



Il valore azionario di Fope è quindi la media delle due valutazioni, €39,3 mln, vale a dire €8,28 per azione (€6,1 nella nostra nota del 21 settembre).

#### 2.4 Considerazioni finali

Alla luce delle transazioni effettuate nel settore della gioielleria negli ultimi 24 mesi, riteniamo che Fope possa essere l'obiettivo ideale per i grandi attori del settore del lusso. Ciò consentirebbe di ottenere una maggiore consapevolezza del pubblico, aumentando le vendite. Sottolineiamo che la società, grazie all'attuale capacità produttiva e anche grazie all'elevato utilizzo di automazione e tecnologia nei reparti di produzione, è in grado di aumentare i volumi di produzione senza particolari e straordinari progetti di investimento.

**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: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integrae SIM's current Deputy Chairman and Head of Research, Board Member of AIAF - Associazione Italiana Analisti Finanziari, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV, member of Organismo Italiano di Contabilità - OIC, international account working group and Journalists guild. Mattia Petracca is current financial analyst.

**Disclaimer**

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

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

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

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

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

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
13/03/17	-	Buy	3,65	Medium	Initiation of coverage
04/04/17	-	Buy	4,13	Medium	FY16 Results
21/09/17	-	Buy	6,10	Medium	1H17 Results

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](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. 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 INTEGRAE SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) 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 the Fope 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 Fope 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 Fope 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.