

FOPE update	<i>Italy</i>	<i>FTSE AIM Italia</i>	<i>Luxury Jewelry</i>
Rating: BUY	Target Price: Euro 9,0 (da €8,28)		Risk: Medium

Stock Performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	3,2%	2,0%	1,3%	6,1%
vs FTSE AIM Italia	5,1%	1,7%	1,4%	8,2%
vs FTSE All-Share	6,6%	5,9%	5,2%	10,0%

Stock Data (del 28/03/2018)

Price	€ 7,00
Bloomberg Code	FPE IM
Market Cap (€m)	33,23
EV (€m)	34,40
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	31,1	33,6	36,3
EBITDA	3,9	4,5	5,6	6,0
EBIT	3,1	3,6	4,6	4,9
Net Profit	2,3	2,7	3,4	3,6
EPS	0,49	0,56	0,71	0,76
EBITDA margin	13,8%	14,6%	16,7%	16,6%
EBIT margin	10,8%	11,6%	13,7%	13,6%

Main Ratios	2017A	2018E	2019E	2020E
EV/EBITDA	8,7 x	7,6 x	6,1 x	5,7 x
EV/EBIT	11,2 x	9,5 x	7,5 x	7,0 x
P/E	14,2 x	12,5 x	9,8 x	9,2 x
NFP/EBITDA	0,3 x	0,3 x	-0,4 x	-0,8 x

Antonio Tognoli

39 02 87208 703

antonio.tognoli@integraesim.it

Mattia Petracca

39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

1H18 Results

I risultati del 1H18 sono molto positivi. In crescita le nostre stime del FY18. Il fatturato è cresciuto del 13,4% YoY a €15,3 mln, grazie sia alle vendite nazionali, che estere (in particolare Europa e America). L'Ebitda e l'Ebit sono cresciuti dell'80,7% a 94,9% YoY a €3,2 mln e €2,7 mln rispettivamente, grazie soprattutto al contenimento dei costi fissi di struttura. Molto significativa la crescita dell'utile netto (+137,5%) che raggiunge €1,9 mln.

In fisiologico peggioramento la posizione finanziaria netta: da €2,9 mln a €1,7 mln del FY17.

Le stime 2018-22F

I risultati del 1H18 ci consentono di effettuare un upgrade delle stime per il periodo 2018-22F. Per quanto riguarda il 2018F, abbiamo alzato del 2% la stima del fatturato, del 2,3% e del 2,8% a €4,5 mln e €3,6 mln le stime dell'Ebitda e dell'Ebit rispettivamente. Parallelamente l'Ebitda margin e l'Ebit margin risultano ora del 14,6% (14,4% la stima precedente) e dell'11,6% (11,5%) rispettivamente.

Nel 2022F riteniamo che il valore della produzione possa raggiungere €42,3 mln (CAGR 2017-22F dell'8,3% contro il 5,6% della stima precedente). Riteniamo che l'Ebitda possa raggiungere €7 mln (€6,6 mln la stima precedente) con un CAGR 2017-22F del 12,3% (8,5% la stima precedente).

La valutazione

Abbiamo deciso di considerare solo il multiplo EV/EBITDA perché non è influenzato dalle politiche di investimento aziendale, alla luce del fatto che Fope è in una fase in cui sono previsti investimenti significativi. 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 €74,6 mln e un valore dell'equity post-sconto di €44,8 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 €41,1 mln. L'equity value medio tra le due valutazioni, pari a €42,9 mln, vale a dire €9,0 per azione costituisce il nostro target price (da €8,28 della nota del 29 marzo u.s.). Invariato il nostro Buy rating e il nostro risk medium.

1. Economics & Financials

Fig. 1 – 2018-22E Integrae SIM estimates

P&L	FY17 A	FY18 E	FY19 E	FY20 E	FY21 E	FY22 E
Revenues	28.026	30.689	33.144	35.795	38.659	41.751
Other revenues	405	399	431	465	503	543
Production value	28.431	31.088	33.575	36.261	39.161	42.294
COGS	-11.655	-12.528	-13.262	-14.142	-15.273	-16.537
Change in raw materials	657	715	772	834	901	973
Services	-10.495	-11.600	-12.131	-13.244	-14.304	-15.448
Costs of third-party assets	-2.643	-2.762	-2.983	-3.257	-3.518	-3.758
Personnel	-2.643	-2.762	-2.983	-3.257	-3.518	-3.758
Provisions	-58	-61	-66	-72	-77	-84
Other costs	-304	-311	-302	-363	-392	-423
EBITDA	3.933	4.540	5.603	6.017	6.499	7.018
<i>EBITDA margin</i>	<i>13,8%</i>	<i>14,6%</i>	<i>16,7%</i>	<i>16,6%</i>	<i>16,6%</i>	<i>16,6%</i>
Depreciation and amortisation	-852	-921	-994	-1.074	-1.160	-1.253
EBIT	3.082	3.619	4.609	4.943	5.339	5.765
<i>EBIT margin</i>	<i>10,8%</i>	<i>11,6%</i>	<i>13,7%</i>	<i>13,6%</i>	<i>13,6%</i>	<i>13,6%</i>
Financial charges	92	50	50	50	50	50
Valuation adjustments to financial assets	0	0	0	0	0	0
GROSS PROFIT	3.174	3.669	4.659	4.993	5.389	5.815
Extraordinary items	0	0	0	0	0	0
PRE-TAX PROFIT	3.174	3.669	4.659	4.993	5.389	5.815
Taxes	-839	-1.009	-1.281	-1.373	-1.482	-1.599
NET PROFIT	2.334	2.660	3.377	3.620	3.907	4.216
<i>Profit margin</i>	<i>8,2%</i>	<i>8,6%</i>	<i>10,1%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,0%</i>

A&L	FY17 A	FY18 E	FY19 E	FY20 E	FY21 E	FY22 E
FIXED ASSETS	6.899	7.178	7.384	7.510	7.550	7.498
Receivables	7.990	9.539	10.302	11.127	12.017	12.978
Inventories	4.743	5.596	5.708	6.159	6.652	7.184
Payables	(3.571)	(3.844)	(4.069)	(4.339)	(4.686)	(5.074)
WORKING CAPITAL	9.163	11.291	11.941	12.946	13.982	15.088
Other receivables	882	1.228	994	1.074	1.160	1.253
Financial assets	(1.151)	(921)	(1.160)	(1.432)	(1.546)	(1.670)
Other payables	(1.151)	(921)	(1.160)	(1.432)	(1.546)	(1.670)
NET WORKING CAPITAL	8.894	11.598	11.775	12.589	13.596	14.670
INVESTED CAPITAL	15.792	18.776	19.159	20.098	21.146	22.168
Severance	(871)	(967)	(1.044)	(1.140)	(1.231)	(1.315)
Other funds	(1.833)	(1.990)	(2.149)	(2.321)	(2.506)	(2.707)
NET INVESTED CAPITAL	13.088	15.819	15.966	16.638	17.408	18.146
SHAREHOLDERS' EQUITY	11.923	14.583	17.960	21.580	25.487	29.703
Short debt	(1.621)	(1.872)	(5.352)	(8.569)	(11.995)	(15.787)
Medium long debt	2.786	3.109	3.357	3.626	3.916	4.229
NFP	1.165	1.236	(1.995)	(4.943)	(8.079)	(11.558)
COVER	13.088	15.819	15.966	16.638	17.408	18.146

Cash Flow (000/€)	FY17 E	FY18 E	FY19 E	FY20 E	FY21 E	FY22 E
EBIT	3.082	3.619	4.609	4.943	5.339	5.765
- Taxes	(839)	(1.009)	(1.281)	(1.373)	(1.482)	(1.599)
NOPAT	2.242	2.610	3.327	3.570	3.857	4.166
+ depreciations	852	921	994	1.074	1.160	1.253
± Δ NWC	(6)	(2.704)	(177)	(814)	(1.007)	(1.075)
± Δ Severance	65	95	77	96	91	84
± Δ Other funds	537	157	159	172	186	201
OPERATIVE CASH FLOW	3.690	1.079	4.381	4.098	4.286	4.628
± Δ Fixed assets	(2.774)	(1.200)	(1.200)	(1.200)	(1.200)	(1.200)
FREE CASH FLOW	916	(121)	3.181	2.898	3.086	3.428
± Net financial charges	92	50	50	50	50	50
± Net extraordinary items	0	0	0	0	0	0
FCFF	41	(0)	0	0	(0)	0
± Δ Short debt	(1.457)	342	(2.767)	(2.505)	(2.572)	(2.842)
± Δ Medium long debt	490	322	249	269	290	313
FCFE	(926)	664	(2.519)	(2.236)	(2.282)	(2.529)
± Δ Shareholders equity	(41)	0	0	0	0	0
- Dividend	0	(593)	(712)	(712)	(855)	(950)
± Δ CASH	(967)	71	(3.231)	(2.948)	(3.136)	(3.478)
Cash at the beginning	2.133	1.165	1.236	(1.995)	(4.943)	(8.079)
Cash at the end	1.165	1.236	(1.995)	(4.943)	(8.079)	(11.558)

Source: FOPE and Integrae SIM estimates

1.1 I risultati del 1H18

I risultati del 1H18 sono molto positivi. In crescita le nostre stime del FY18.

Fig. 2 – I risultati del 1H18 vs 1H17

€mln data	1H18	1H17	% Ch
Production value	15,2	13,4	13,4%
Ebitda	3,2	1,8	80,7%
<i>Ebitda margin</i>	20,9%	13,1%	
Ebit	2,7	1,4	94,9%
<i>Ebit margin</i>	17,4%	10,1%	
Net Profit	1,9	0,8	137,5%

Fonte: Fope

Il fatturato è cresciuto del 13,4% YoY a €15,3 mln, grazie sia alle vendite nazionali, che estere (in particolare Europa e America). L'Ebitda e l'Ebit sono cresciuti dell'80,7% a 94,9% YoY a €3,2 mln e €2,7 mln rispettivamente, grazie soprattutto al contenimento dei costi fissi di struttura. Molto significativa la crescita dell'utile netto (+137,5%) che raggiunge €1,9 mln.

In fisiologico peggioramento la posizione finanziaria netta: da €2,9 mln a €1,7 mln del FY17.

1.2 Upgrade delle stime 2018-22F

I risultati del 1H18 ci consentono di effettuare un upgrade delle stime per il periodo 2018-22F. Per quanto riguarda il 2018F, abbiamo alzato del 2% la stima del fatturato che ora è pari a €31,1 mln, del 2,3% e del 2,8% a €4,5 mln e €3,6 mln le stime dell'Ebitda e dell'Ebit rispettivamente. Parallelamente l'Ebitda margin e l'Ebit margin risultano ora del 14,6% (14,4% la stima precedente) e dell'11,6% (11,5%) rispettivamente.

Nel 2022F riteniamo che il valore della produzione possa raggiungere €42,3 mln (CAGR 2017-22F dell'8,3% contro il 5,6% della stima precedente). Riteniamo che l'Ebitda possa raggiungere €7 mln (€6,6 mln la stima precedente) con un CAGR 2017-22F del 12,3% (8,5% la stima precedente).

Fig. 3 – 2018-22F le nuove stime

€mln data	2018F		2019F		2020F		2021F		2022F	
	Old	New								
Production value	30,5	31,1	32,4	33,6	34,8	36,3	36,3	39,2	37,3	42,3
Ebitda	4,4	4,5	5,0	5,6	5,8	6,0	6,2	6,5	6,6	7,0
<i>Ebitda margin</i>	14,4%	14,6%	15,4%	16,7%	16,7%	16,5%	17,1%	16,6%	17,7%	16,5%
Ebit	3,5	3,6	4,1	4,6	4,8	4,9	5,1	5,3	5,5	5,8
<i>Ebit margin</i>	11,5%	11,6%	12,7%	13,7%	13,8%	13,5%	14,0%	13,5%	14,7%	13,6%
Net profit	2,5	2,7	3,0	3,4	3,5	3,6	3,8	3,9	4,0	4,2

Fonte: Integræ SIM

2. Valuation

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

2.1 Il modello DCF

I risultati dell'applicazione del modello DCF ai fini del calcolo dell'equity value di una società sono, come noto, funzione delle stime. Oltre al valore dell'equity ciò che assume rilevanza, ai fini della comparabilità dei risultati, è la qualità degli stessi, a loro volta funzione di numerose variabili, tra le quali la visibilità del business.

Motivo questo per il quale il modello DCF riteniamo possa cogliere alcuni aspetti della vita dell'impresa che gli altri due modelli non sarebbero in grado di approssimare.

Abbiamo assunto i parametri della tabella precedente sulla base delle seguenti assumptions:

- il risk free rate è il rendimento medio lordo Rendistato (Banca d'Italia);
- il market premium è quello calcolato dal Prof. A. Damodaran per l'Italia, pari all'8,4%;
- Il Beta unlevered è stato determinato sulla base del Beta medio a 2 anni relativo allo stesso campione di titoli comparabili usato per la determinazione dell'equity value con la metodologia dei multipli, pari a 0,62x. Precisiamo che la scelta del periodo temporale e la frequenza delle osservazioni (settimanali) è stata scelta in funzione della massimizzazione della significatività della regressione lineare, espressa dal parametro R2. Il Beta unlevered risultante dalla regressione lineare (0,62x) è stato corretto sulla base della seguente formula: $Beta\ Adjusted = 0,62 * 0,67 + 1 * 0,33$ (Vedi E.J. Elton, M.J. Gruber, S.J. Brown, W.N. Goetzmann – Modern Portfolio Theory and Investment Analysis – John Wiley & Sons, 2009), e in seguito levereggiato, risultando così pari 0.85x;
- il tasso di crescita "g" utilizzato per il calcolo del Terminal Value è conservativamente posto uguale all'1%;
- Alfa, ovvero rischio specifico aggiuntivo, tipico degli investimenti azionari in imprese caratterizzati da ridotte dimensioni operative. Trattandosi di piccole dimensioni, lo small cap risk addizionale è stato assunto pari al 2.5%, valore medio tra quelli suggeriti dai principali studi in materia (Massari, Zanetti, Valutazione Finanziaria, McGraw-Hill, 2004, pag. 145, A. Damodaran, Cost of Equity and Small Cap Premium in Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets, III edizione 2012, Guatri, Bini, Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende, 2009 pag. 236);

Con le nostre stime ed assumptions di cui sopra, ne risulta un WACC del 9,1%.

Di seguito i dati di input:

Fig. 4 – I dati di input

Wacc calculation	
Risk Free Rate	2,00%
Market Premium	7,27%
Beta Unlevered	0,75
Tax Rate (Ires + IRAP)	27,90%
D/E (average)	18,99%
Beta Relevered	0,85
Alfa (specific risk)	2,50%
Ke	10,66%
Kd	1,50%
Wacc	9,13%

Fonte: Stime Integrae SIM

Fig. 5 – I dati di output

Cash Flow	2018F	2019F	2020F	2021F	2021F	TV
EBIT	3,62	4,61	4,94	5,34	5,77	
Operating Taxes	-1,01	-1,29	-1,38	-1,49	-1,61	
NOPLAT	2,61	3,32	3,56	3,85	4,16	
Depreciations	0,92	0,99	1,07	1,16	1,25	
Δ NWC	-2,70	-0,18	-0,81	-1,01	-1,07	
Δ Funds	0,25	0,24	0,27	0,28	0,28	
Investments	-1,20	-1,20	-1,00	-1,00	-1,00	
FCFO	-0,12	3,18	3,09	3,28	3,62	44,50
Discounted FCFO	(0,11)	2,67	2,38	2,31	3,62	31,37
FCFO actualized	10,9					
TV actualized DCF	31,4					
Enterprise Value	42,2					
NFP (2017)	(1,2)					
Equity Value	41,1					

Fonte: stime Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di €41,1 mln.**

Fig. 6 – Sensitivity analysis (dati in €/mln)

		WACC						
		7,6%	8,1%	8,6%	9,1%	9,6%	10,1%	10,6%
TV	2,5%	62,6	56,9	52,2	48,2	44,7	41,7	39,1
	2,0%	57,9	53,1	49,0	45,5	42,4	39,8	37,4
	1,5%	54,0	49,8	46,2	43,1	40,4	38,0	35,9
	1,0%	50,7	47,0	43,8	41,1	38,6	36,4	34,5
	0,5%	47,8	44,6	41,8	39,3	37,0	35,0	33,3
	0,0%	45,3	42,5	39,9	37,6	35,6	33,8	32,1
	-0,5%	43,2	40,6	38,3	36,2	34,3	32,6	31,1

Fonte: Stime Integrae SIM

2.2 I multipli

Il nostro campione è formato da società operanti nello stesso settore di FOPE, ma con una capitalizzazione maggiore. Queste le società con i multipli per il periodo 2018-21F (Fonte: Infinancials), le stesse utilizzate per il calcolo del Beta.

Fig. 7 – Comparables – Forecast multiples

Company	Mkt Cap € mln	EV € mln	EV/Ebitda			
			2018	2019	2020	2021
Pandora A/S	7.594	8.189	8,3	8,1	7,7	7,3
Tiffany & Co.	12.652	12.433	13,5	12,4	11,3	9,2
Compagnie Financiere Richemont SA	43.334	43.252	13,9	12,3	10,8	9,4
Kering SA	57.936	61.662	14,4	12,7	11,5	10,9
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE	143.686	161.594	13,4	12,4	11,5	10,5
Hermes International SCA	55.746	52.874	23,4	21,8	20,0	18,6
Average			14,5	13,3	12,2	11,0

Fonte: Infinancials

La crescita della capitalizzazione di tutti i comparables avvenuta negli ultimi mesi, unita all'upgrade delle stime di FOPE e all'inserimento delle stime 2021E, consente l'espressione di un equity value di €74,6 mln. A questo, abbiamo applicato uno sconto del 25%, raggiungendo un valore di €44,8 mln.

Il giudizio sulla ragionevolezza dello sconto è stato calcolato con riguardo alla minore liquidità rispetto ai comparables. A tale riguardo si è tenuto conto anche dello studio condotto da W.L. Silber (Discount on restricted stock: the impact of liquidity on stock prices in Financial Analysis Journal, vol. 47, 1997, pp 60-64, più recentemente confermato da J.D. Finnerty, the impact of transfer restriction on stock prices, Working paper, Analysis Group/Economics, Cambridge, Ottobre 2002, che ha individuato uno sconto medio variabile tra il 15% e il 25% per titoli con capitalizzazione tra US 0,3 e US 1 bn). Lo sconto di liquidità, diversamente dalla sconto di minoranza, non necessariamente è incorporato nelle quotazioni di mercato (T. Onesti, Sconti di minoranza e sconti di liquidità, Cedam, 2001). Si ritiene opportuno sottolineare che tale studio, che ha trovato grande applicazione negli Stati Uniti, è stato recentemente richiamato anche dalla scienza aziendalistica italiana quale strumento per la valutazione dello sconto per "lack of marketability" per i titoli quotati caratterizzati da contenuti volumi di scambi, tali da renderne meno efficiente la formazione del prezzo (c.d. titoli sottili) (Cfr. Landa, Zacchini, Onesti, La valutazione della Aziende, Giappichelli 2013, p.531 e ss.gg.).

Pertanto, il target price risulta pari a €9,0 per azione (da €8,28 della nostra nota del 29 marzo 2018). Buy rating e medium risk invariati.

2.3 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.

2.4 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 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
13/03/2017	-	Buy	3,65	Medium	Initiation of coverage
04/04/2017	-	Buy	4,13	Medium	FY16 Results
21/09/2017	-	Buy	6,10	Medium	1H17 Results
29/03/2018	-	Buy	8,28	Medium	FY17 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). 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.

