

BFC	Italy	FTSE AIM Italia	Media
Rating: BUY (unch.)	Target Price: €3,15 (prev. €3,58)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	20,59%	8,85%	8,85%	-10,22%
to FTSE AIM Italia	20,40%	19,09%	17,44%	6,21%
to FTSE STAR Italia	15,94%	8,21%	8,22%	-1,32%
to FTSE All-Share	14,62%	6,04%	6,18%	-9,20%
to EUROSTOXX	15,34%	6,97%	2,53%	-12,83%
to MSCI World Index	16,94%	8,00%	4,30%	-9,67%

Stock Data

Price	€ 1,23
Target price	€ 3,15
Upside/(Downside) potential	156%
Bloomberg Code	BLUE IM
Market Cap (€m)	3,91
EV (€m)	4,25
Free Float	23,62%
Share Outstanding	3.175.000
52-week high	€ 1,40
52-week low	€ 0,87
Average daily volumes (3m)	4.489

Key Financials (€m)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
Sales	5,47	8,12	10,10	14,66
EBITDA	0,72	0,90	2,00	3,76
EBIT	0,15	0,46	1,55	3,29
Net Profit	0,01	0,22	1,00	2,17
EPS (€)	0,00	0,07	0,31	0,68
EBITDA margin	13,1%	11,0%	19,8%	25,6%
EBIT margin	2,8%	5,6%	15,4%	22,4%

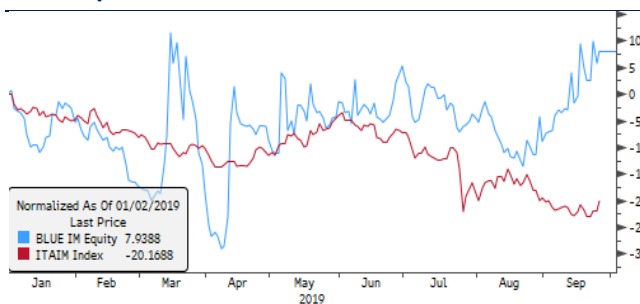
Main Ratios	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA (x)	5,9	4,7	2,1	1,1
EV/EBIT (x)	28,1	9,3	2,7	1,3
P/E (x)	n.m.	18,1	3,9	1,8

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



1H19 Results

I risultati del 1H19 sono positivi. Il fatturato è in linea con le nostre stime ma la redditività risulta inferiore e non in grado di supportare le nostre stime per il FY19E per effetto dei maggiori costi – conseguenti agli investimenti – non ancora seguiti dai relativi ricavi. I ricavi totali sono cresciuti del 27% YoY a €4,01 mln e l'Ebitda evidenzia una dinamica più che positiva rispetto al fatturato e cresce del 38% YoY a €0,63 mln. Di riflesso risulta in crescita rispetto al 1H18 anche l'Ebitda margin che raggiunge il 15,4% (dal 14,2% del 1H18).

Estimates Update

Gli investimenti e i costi conseguenti agli stessi maggiori delle nostre stime, non ci consentono di mantenere le stime per il periodo 2019-22F. Abbiamo di conseguente ridotto le stesse: CAGR 18-22E invariato del 31% a €16,13 mln delle sales e del 57% (dal 59% a €4,37 mln (da €4,63 mln) dell'Ebitda rispettivamente nel 2022. In linea con quanto avvenuto nel 2018 e i primi sei mesi del 2019, abbiamo stimato una gestione leggermente più efficiente dei costi operativi considerando le economie di scala che maggiori volumi di vendita possono generare.

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity di BFC sulla base della metodologia DCF e dei multipli di mercato di un campione di società comparabili. A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2.5%. Il DCF conduce ad un equity value di €9,2 mln, mentre la metodologia dei multipli esprime un valore - al netto dello sconto del 25% per tenere conto della minore liquidità di BFC rispetto ai comparables del nostro campione - di €10,8 mln. La media dei due valori costituisce il nostro target price: €3,15 (da €3,58) per azione. Invariato il nostro BUY rating e il nostro medium risk.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mIn)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Sales	3,50	5,47	8,12	10,10	14,66	16,13
Other Revenues	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Value of Production	3,50	5,47	8,12	10,10	14,66	16,13
COGS	1,45	1,95	3,32	3,72	4,85	5,23
Commercial costs	0,23	0,48	0,78	0,87	1,20	1,30
Services	0,86	1,25	1,69	1,77	2,36	2,55
Employees	0,34	0,55	0,74	0,90	1,27	1,37
Provisions	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Other Operating Expenses	0,34	0,53	0,70	0,85	1,21	1,31
EBITDA	0,28	0,72	0,90	2,00	3,76	4,37
<i>EBITDA Margin</i>	<i>8,1%</i>	<i>13,1%</i>	<i>11,0%</i>	<i>19,8%</i>	<i>25,6%</i>	<i>27,1%</i>
D&A	0,34	0,57	0,44	0,44	0,47	0,50
EBIT	-0,06	0,15	0,46	1,55	3,29	3,87
<i>EBIT Margin</i>	<i>-1,8%</i>	<i>2,8%</i>	<i>5,6%</i>	<i>15,4%</i>	<i>22,4%</i>	<i>24,0%</i>
Financial Management	0,00	(0,05)	(0,05)	(0,02)	0,00	(0,00)
EBT	-0,06	0,10	0,41	1,54	3,29	3,87
Third parties	-0,04	0,04	0,05	0,05	0,06	0,08
Taxes	0,00	0,06	0,14	0,49	1,06	1,20
Net Income	-0,02	0,01	0,22	1,00	2,17	2,59
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mIn)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Fixed Asset	1,00	1,70	2,06	3,00	3,00	3,76
Account receivable	1,23	1,30	1,85	2,58	3,35	3,70
Inventories	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Account payable	0,67	1,05	1,39	1,89	2,25	2,40
Operating Working Capital	0,56	0,25	0,46	0,69	1,10	1,30
Other Receivable	0,17	0,28	0,15	0,20	0,30	0,33
Other Payable	0,14	0,19	0,23	0,25	0,25	0,28
Net Working Capital	0,58	0,35	0,38	0,64	1,15	1,35
Severance Indemnities & Provision	0,04	0,04	0,04	0,04	0,05	0,05
NET INVESTED CAPITAL	1,55	2,01	2,40	3,60	4,10	5,06
Share Capital	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
Reserves and Retained Profits	1,63	1,51	1,51	1,62	2,12	3,20
Net Profit	(0,02)	0,01	0,22	1,00	2,17	2,59
Equity	1,76	1,66	1,88	2,77	4,43	5,94
Cash and Cash Equivalent	0,99	0,76	0,38	0,40	0,50	1,10
Short-Term Financial debt	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ML Term Financial Debt	0,77	1,10	0,90	1,23	0,17	0,23
Net Financial Position	(0,22)	0,34	0,52	0,83	(0,33)	(0,87)
TOTAL SOURCES	1,55	2,01	2,40	3,60	4,10	5,06
CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mIn)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	
EBIT	0,15	0,46	1,55	3,29	3,87	
Taxes	0,10	0,19	0,54	1,12	1,28	
NOPAT	0,06	0,27	1,01	2,17	2,59	
D&A	0,57	0,44	0,44	0,47	0,50	
Change in receivable	(0,07)	(0,55)	(0,73)	(0,77)	(0,35)	
Change in inventories	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Change in payable	0,38	0,34	0,50	0,36	0,15	
Change in OWC	0,30	(0,21)	(0,23)	(0,41)	(0,20)	
Other Changes	(0,07)	0,17	(0,03)	(0,10)	0,00	
Change in Provision	0,01	(0,00)	0,00	0,01	0,00	
OPERATING CASH FLOW	0,86	0,67	1,20	2,13	2,89	
Investments	(1,27)	(0,80)	(1,38)	(0,47)	(1,26)	
FREE CASH FLOW	(0,40)	(0,13)	(0,19)	1,67	1,63	
Financial Management	(0,05)	(0,05)	(0,02)	0,00	(0,00)	
Change in Payable to Banks	0,33	(0,20)	0,33	(1,06)	0,05	
Change in Equity	(0,11)	(0,00)	(0,11)	(0,50)	(1,08)	
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	(0,24)	(0,38)	0,02	0,11	0,60	

Source: BFC and Integrae SIM estimates

1.1 1H19 Results

I risultati del 1H19 sono positivi. Il fatturato è in linea con le nostre stime ma la redditività risulta inferiore e non in grado di supportare la nostre stime per il FY19E per effetto dei maggiori costi – conseguenti agli investimenti – non ancora seguiti dai relativi ricavi.

I ricavi totali sono cresciuti del 27% YoY a €4,01 mln grazie ad una positiva performance di tutte le aree di business e in linea con gli obiettivi del piano quinquennale presentato al mercato. Il fatturato è stato realizzato da oltre 350 clienti e deriva dal 47% da pubblicità sui magazine, per il 26% dalla componente digital, per il 22% da eventi e formazione e per il restante 5% dal neonato settore video.

L'Ebitda evidenzia una dinamica più che positiva rispetto al fatturato e cresce del 38% YoY a €0,63 mln. Di riflesso risulta in crescita - rispetto al 1H18 - anche l'Ebitda margin che raggiunge il 15,4% (dal 14,2% del 1H18).

Il primo semestre 2019 ha visto il consolidamento e la crescita delle varie aree di attività del gruppo BFC (che ha lanciato il nuovo logo BFCmedia), in linea con gli obiettivi del piano quinquennale presentato al mercato. In particolare attualmente BFCmedia:

- possiede 3 sedi: Milano, Londra, Hong Kong;
- ha in organico 50 giornalisti;
- possiede 4 Magazine: Forbes, Bluerating, Private, Asset con oltre 100 pagine pubblicitarie al mese;
- possiede 8 siti web verticali con oltre un milione di visitatori unici e oltre 3 milioni di pagine mensili;
- vanta oltre 230.000 iscritti ai siti e 20 newsletter settimanali;
- vanta oltre 160.000 follower nei vari social network;
- possiede 16 format BFCvideo con oltre 600 produzioni originali per i canali SKY, TV SAT e BFCvideo;
- è in grado di realizzare 26 eventi ForbesLIVE e oltre 100 corsi di formazione online, convegni e fiere.

Da evidenziare che, a differenza di molti altri editori, BFC media non riceve alcun contributo pubblico.

Anche nel corso del semestre il lavoro del management ha portato risultati intangibili molto importanti che, siamo convinti, non mancheranno di produrre reddito nei prossimi anni. Di seguito le operazioni e il posizionamento delle differenti aree di attività:

- **MAGAZINE:** FORBES si posiziona come il brand di riferimento per la business community nel mondo e si conferma tale anche per il mercato italiano. Anche i mensili **BLUERATING** (per il mondo dei consulenti e dei distributori di servizi finanziari), **ASSET** (per il mondo dell'asset management) e **PRIVATE** (per il mondo del private banking), **si confermano leader di un settore molto ricco e in costante crescita;**
- **WEB e SOCIAL.** Il lancio di **Forbes.it** è stato un successo e il sito **ha superato un milione di utenti unici ogni mese** con oltre 130.000 follower in rapida crescita. I siti verticali quali Bluerating.com e Finanzaoperativa.com hanno un target ben definito e consolidato per progetti di comunicazione mirati.
- **GOORUF.** Il social network della consulenza e dell'informazione finanziaria ha emesso il suo token GoorufCoin nel mese di maggio 2019 e nel mese di giugno le attività asiatiche sono passate sotto il controllo della società di

Londra Gooruf LTD, al fine di agevolare la prossima crescita anche attraverso operazioni di partnership.

- **BFCspace.** Il 9 luglio 2019 BFCmedia ha acquisito il 50,01% della casa editrice GRUPPO B EDITORE che da anni edita i mensili LE STELLE e ORIONE, con l'obiettivo di sviluppare una nuova linea di business verticale legata al crescente interesse per l'industria della NEW SPACE ECONOMY e per offrire servizi di info entertainment alla comunità mondiale degli appassionati di astronomia. Tale progetto prevede anche **il lancio di un satellite con un telescopio da mettere a disposizione degli appassionati con un modello innovativo unico al mondo e che verrà presentato entro l'anno in corso.** Inoltre, in ottobre verrà pubblicato il nuovo magazine mensile COSMO e sarà online il nuovo sito www.BFCspace.com.
- **BFCvideo.** Dal 12 giugno è in onda il **nuovo canale BFC al numero 511 della piattaforma SKY, e al numero 61 di TV SAT.** Infatti dopo 10 mesi di produzioni video indipendenti, con 16 format e oltre 600 produzioni originali, BFCmedia ha deciso di agire autonomamente nel mondo delle produzioni video. Il 7 ottobre prossimo a Milano verrà presentato il nuovo palinsesto per il 2020 con 25 nuove produzioni originali. Nel frattempo sono stati definiti accordi con partner per nuovi progetti e collaborazioni con editori e piattaforme leader quali: EURONEWS, BLOOMBERG TELEVISION, ASKANNEWS e TATATU. Nel quadro delle partnership ad alto valore aggiunto, **BFC video** ha prodotto anche serie a puntate in **collaborazione con Facebook** con il progetto che è stato presentato alla Triennale di Milano il 20 settembre e che andrà in onda a livello mondiale dai prossimi mesi.
- **BFCvoice.** Nel mese di agosto scorso sono state **avviate le prime produzioni di BFC voice.** A tal proposito è stato realizzato uno studio di produzione audio nella sede di Milano e sono in programma varie iniziative per integrare l'offerta di servizi multimediali.
- **BLUEadvisor.** La **piattaforma** di servizi on demand per i consulenti finanziari **è stata arricchita con nuove funzioni** quali la gestione dell'emissione fatture e le prime applicazioni blockchain per la certificazione delle competenze dei consulenti e la conferma dell'iscrizione all'ALBO professionale. Prosegue inoltre lo sviluppo dei contenuti nella sezione ottimizzazione dei portafogli finanziari.
- **BLUEacademy e BLUEmaster.** Nel corso del primo semestre si sono **attivati accordi con importanti partner** per la sezione academy fra cui Teseo, Giunti Academy e SIAT. Inoltre si sono tenuti oltre 100 momenti formativi fra corsi in aula, webinar e road show. A ottobre cominceranno i primi EXECUTIVE MASTER in CORPORATE SOCIAL RESPONSABILITY MANAGEMENT e MARKETING E COMUNICAZIONE DEI SERVIZI FINANZIARI presso il Fintech District di Milano con prestigiosi partner fra cui Generali, Cisco, Bureau Veritas, Capital Group, Credit Suisse e Directa SIM.

L'intenso lavoro del management consentirà a BFCmedia a regime di presentarsi al mercato con una offerta rinnovata, grazie anche al consolidamento dell'accordo con Forbes, al definitivo lancio di BlueAdvisor, eliminando e/o incorporando tutti quei prodotti a bassa marginalità e con un palinsesto televisivo importante.

1.2 New estimates FY19E – FY22E

Gli investimenti e i costi conseguenti agli stessi, maggiori delle nostre stime, non ci consentono di mantenere le stime per il periodo 2019-22F. Abbiamo di conseguente ridotto le stesse come di seguito evidenziato:

Table 2 – Estimates Updates

€/mln	FY2019E	FY2020E	FY2021E	FY2022E
Sales				
New	8,1	10,1	14,7	16,1
Old	8,1	10,1	14,7	16,1
Change	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA				
New	0,9	2,0	3,8	4,4
Old	1,6	2,4	4,0	4,6
Change	-44,7%	-18,2%	-6,1%	-5,6%
EBITDA %				
New	11,0%	19,8%	25,6%	27,1%
Old	13,7%	16,6%	16,6%	16,6%
Change	-19,7%	19,1%	54,4%	63,4%
EBIT				
New	0,5	1,6	3,3	3,9
Old	1,2	2,0	3,5	4,1
Change	-60,7%	-22,0%	-6,9%	-6,3%
Net Income				
New	0,2	1,0	2,2	2,6
Old	0,8	1,3	2,4	2,9
Change	-74,0%	-22,7%	-10,1%	-9,2%
NFP				
New	0,5	0,8	-0,3	-0,9
Old	0,4	0,7	-0,4	-1,8
Change	49,8%	14,0%	-23,7%	-50,6%

Source: Integrae SIM

Stimiamo CAGR 18-22E invariato del 31% a €16,13 mln delle sales e del 57% (dal 59% a €4,37 mln (da €4,63 mln) dell'Ebitda rispettivamente nel 2022.

In linea con quanto avvenuto nel 2018 e i primi sei mesi del 2019, abbiamo stimato una gestione leggermente più efficiente dei costi operativi considerando le economie di scala che maggiori volumi di vendita possono generare. Inoltre, non ci aspettiamo un aumento rilevante dei costi del personale per i prossimi anni (al contrario di quanto già avvenuto nel 2018) ma piuttosto una graduale diminuzione dell'incidenza fino ad arrivare al FY22E all'8,5% (10,1% nel FY18).

2. Valuation

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

2.1 DCF Method

Table 3 – WACC

WACC		11,25%
Risk Free Rate	1,50% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	9,02% Beta Adjusted	0,93
D/E (average)	11,11% Beta Relevered	1,01
Ke	12,42% Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2.5%. Ne risulta quindi un WACC dell'11,25%

Table 4 – DCF Valuation

DCF Equity Value		9,2
FCFO actualized	2,4	25%
TV actualized DCF	7,2	75%
Enterprise Value	9,5	100%
NFP (FY18A)	0,3	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di €9,2 mln.**

Table 5 – Equity Value - Sensitivity analysis

€/mln	Growth rate (g)	WACC						
		9,7%	10,2%	10,7%	11,2%	11,7%	12,2%	12,7%
2,5%		13,0	12,0	11,2	10,4	9,7	9,1	8,6
2,0%		12,3	11,4	10,6	10,0	9,4	8,8	8,3
1,5%		11,7	10,9	10,2	9,6	9,0	8,5	8,0
1,0%		11,1	10,4	9,8	9,2	8,7	8,2	7,8
0,5%		10,6	10,0	9,4	8,9	8,4	7,9	7,5
0,0%		10,2	9,6	9,1	8,6	8,1	7,7	7,3
-0,5%		9,8	9,3	8,7	8,3	7,8	7,5	7,1

Source: Integrae SIM

2.2 Market multiples

Il nostro panel è formato da società operanti nello stesso settore di BFC, ma con una capitalizzazione maggiore. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il DCF method.

Table 6 – Market Multiples – Publishing and Online

Publishing	EV/Ebitda				EV/Ebit				P/E			
	2019F	2020F	2021F	2022F	2019F	2020F	2021F	2022F	2019F	2020F	2021F	2022F
Thomson Reuters Corp.	22,4	17,0	16,1		34,4	25,2	23,1		53,6	33,8	30,7	
Pearson PLC	8,7	8,2	8,0	7,6	11,0	10,0	9,9		13,9	13,2	12,7	11,1
FactSet Research Systems Inc.	21,7	20,4	19,1		23,1	21,4	19,7	19,5	28,0	26,4	24,3	22,8
S&P Global, Inc.	17,5	16,3	15,3	14,4	18,0	16,8	15,5	14,6	25,3	23,0	20,8	18,7
Cairo Communication S.p.A.	5,0	4,9	5,2		7,4	7,4	7,6		7,5	7,1	7,5	
GEDI Gruppo Editoriale S.p.A.	5,4	5,1			10,1	9,8			10,0	10,0		
Media	13,5	12,0	12,7	11,0	17,3	15,1	15,1	17,0	23,0	18,9	19,2	17,5

Online	EV/Ebitda				EV/Ebit				P/E			
	2019F	2020F	2021F	2022F	2019F	2020F	2021F	2022F	2019F	2020F	2021F	2022F
Moneysupermarket.com Group plc	13,8	12,9	11,8	10,5	16,0	14,7	13,7	14,6	20,3	18,6	17,1	15,8
Gruppo MutuiOnline S.p.A.	12,1	11,4	10,8		14,0	12,9	12,1		16,0	15,4	14,2	
Triboo SpA												
Media	12,9	12,1	11,3	10,5	15,0	13,8	12,9	14,6	18,1	17,0	15,6	15,8
Media Ponderata	13,3	12,0	12,1	10,7	16,7	14,6	14,1	15,7	21,8	18,2	17,6	16,6

Source: Infineals

L'equity value di BFC utilizzando i market multiples EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E risulta essere pari a circa € 14,42 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità di BFC rispetto alle società incluse nel panel oltre che a una capitalizzazione più bassa. Pertanto, ne risulta un **equity value di € 10,81 mln.**

2.3 Equity Value

Table 7 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	10,0
Equity Value DCF (€/mln)	9,2
Equity Value multiples (€/mln)	10,8
Target Price (€)	3,15

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a € 10,0 mln. Il target price è quindi di € 3,15 (prev. €3,58). Confermiamo rating BUY e 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. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi is Integræe SIM's currently Head of Equity Research. Mattia Petracca is currently a financial analyst.

Disclaimer

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

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

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

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

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

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
9/4/2019	0,895	Buy	3,58	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. 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. Integræe 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 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. 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, 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 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 BFC 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 BFC 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 BFC 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.