

Data di produzione: 8 Aprile 2019 ore 18:30 CET

Data di pubblicazione: 9 Aprile 2019 ore 7:00 CET

BFC	update	Italy	FTSE AIM Italia	Media
Rating: BUY		Target Price: Euro 3,58 (Prev. TP Euro 4,26)		Risk: Medium (unchanged)

Stock Performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-4,3%	-10,5%	-17,9%	2,3%
vs FTSE AIM Italia	-6,5%	-14,6%	-13,4%	9,1%
vs FTSE All-Share	-10,1%	-24,6%	-26,8%	7,8%

Stock Data	
Price	€ 0,895
Bloomberg Code	BLUE IM
Market Cap (€m)	2,84
EV (€m)	2,63
Free Float	23,62%
Share Outstanding	3.175.000
52-week high	€ 1,49
52-week low	€ 0,79
Company Agenda	n.a.

Key Financials (€m)	2018A	2019E	2020E	2021E
Sales	5,47	8,12	11,34	14,66
EBITDA	0,72	1,62	2,44	4,00
EBIT	0,72	1,62	2,44	4,00
Net Profit	0,01	0,83	1,29	2,41
EPS	0,00	0,26	0,41	0,76
EBITDA margin	13,1%	19,9%	21,5%	27,3%
EBIT margin	13,1%	19,9%	21,5%	27,3%
ROE	0,3%	33,2%	38,4%	47,0%
ROCE	7,5%	40,7%	48,6%	75,1%

Main Ratios	2018A	2019E	2020E	2021E
EV/EBITDA	3,7 x	1,6 x	1,1 x	0,7 x
EV/EBIT	3,7 x	1,6 x	1,1 x	0,7 x
P/E	n.m.	3,4 x	2,2 x	1,2 x
NFP/EBITDA	0,5 x	0,2 x	0,3 x	-0,1 x

Antonio Tognoli

+39 02 87208 703

antonio.tognoli@integraesim.it

Company overview

Blue Financial Communication (BFC) è una casa editrice specializzata nell'informazione finanziaria. La riorganizzazione produttiva che ha visto una maggiore focalizzazione su prodotti e servizi maggiormente redditizi, si arricchisce di un nuovo mezzo di trasmissione: la televisione, grazie all'avvio delle produzioni di BFC video. Oltre alla proposta editoriale attuale che vede prodotti quali Bluerating, Private, Asset e Forbes, BFC è in grado di offrire webinar, telegiornali e talk attraverso il digitale terrestre e SKY. Inoltre stata lanciata la nuova piattaforma MIFID 2 compliant BlueAdvisor, ed è in piena fase di sviluppo di Gooruf, piattaforma social che connette le persone al mondo dei servizi finanziari. Importante anche l'organizzazione di IT Forum, la più grande manifestazione in Italia dedicata al trading e agli investimenti e l'area Education con la piattaforma Blue Academy.

FYH18 and 2018-21F guidance

I risultati del FY18 sono positivi, ma inferiori rispetto alle nostre stime. Il fatturato e l'Ebitda sono cresciuti del 56,4% a €5,5 mln ed el 154% a €0,7 mln rispettivamente anche grazie alle nuove iniziative: lancio di Asset e di Forbes, lancio della piattaforma Fintech e Edtech Blueadvisor e Blueacademy. Nel settore digital video, la creazione dell'OTT di BFCvideo.com e la produzione di 13 format TV e la diffusione via SKY e digital terrestre dei programmi prodotti da BFC Video. Stimiamo CAGR 18-22E di circa 31% con Sales che passano da €5,47 mln del FY18 a circa €16,13 mln nel FY22E. Stimiamo CAGR 18-22E di circa 31% a €16,13 mln (da €5,47 mln del FY18) delle sales e del 59% a €4,63 mln (da €0,72 mln del FY18) dell'Ebitda rispettivamente.

Valuation Update

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

Con riferimento al metodo del DCF L'equity value di BFC risulta pari a €12,2 mln. Quanto invece al metodo dei multipli, il nostro campione è formato da società che operano negli stessi settori di BFC, ma con una capitalizzazione maggiore e con una diversa struttura organizzativa. Ai fini del calcolo dell'equity value, abbiamo effettuato una media ponderata dei multipli per il peso che il fatturato del settore online rappresenta – secondo le nostre stime – rispetto al fatturato totale per ciascuno degli anni considerati. L'equity value calcolato attraverso la metodologia dei multipli, risulta di €16,2 mln. Allo stesso, abbiamo applicato uno sconto del 25%, raggiungendo un valore di €10,6 mln. Il fair value di BFC determinato come media aritmetica semplice dei due valori, risulta di 11,4 mln, vale a dire €3,58 per azione (da €4,26 della nostra nota del 27 settembre 2017).

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mIn)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Sales	3,50	5,47	8,12	11,34	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	11,34	14,66	16,13
COGS	1,45	1,95	2,83	3,87	4,50	4,85
Commercial costs	0,23	0,48	0,69	0,95	1,17	1,26
Services	0,86	1,25	1,69	2,32	2,76	2,97
Employees	0,34	0,55	0,66	0,91	1,15	1,24
Provisions	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Other Operating Expenses	0,34	0,53	0,63	0,86	1,09	1,17
EBITDA	0,28	0,72	1,62	2,44	4,00	4,63
<i>EBITDA Margin</i>	<i>8,1%</i>	<i>13,1%</i>	<i>19,9%</i>	<i>21,5%</i>	<i>27,3%</i>	<i>28,7%</i>
D&A	0,34	0,57	0,46	0,44	0,47	0,50
EBIT	-0,06	0,15	1,16	1,99	3,53	4,13
<i>EBIT Margin</i>	<i>-1,8%</i>	<i>2,8%</i>	<i>14,2%</i>	<i>17,6%</i>	<i>24,1%</i>	<i>25,6%</i>
Financial Management	0,00	(0,05)	(0,05)	(0,02)	0,00	(0,00)
EBT	-0,06	0,10	1,11	1,98	3,53	4,13
Third parties	-0,04	0,04	0,05	0,05	0,06	0,08
Taxes	0,00	0,06	0,23	0,63	1,06	1,20
NET Income	-0,02	0,01	0,83	1,29	2,41	2,85
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mIn)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Fixed Asset	1,00	1,70	2,50	3,50	3,60	3,70
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	2,84	4,10	4,70	5,00
Share Capital	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
Reserves and Retained Profits	1,63	1,51	1,51	1,92	2,57	3,77
Net Profit	(0,02)	0,01	0,83	1,29	2,41	2,85
Equity	1,76	1,66	2,49	3,37	5,13	6,77
Cash and Cash Equivalent	0,99	0,76	0,55	0,50	0,60	2,00
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	0,35	0,73	(0,43)	(1,77)
TOTAL SOURCES	1,55	2,01	2,84	4,10	4,70	5,00
CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mIn)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	
EBIT	0,15	1,16	1,99	3,53	4,13	
Taxes	0,10	0,28	0,68	1,12	1,28	
NOPAT	0,06	0,88	1,31	2,41	2,85	
D&A	0,57	0,46	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	1,30	1,49	2,38	3,15	
Investments	(1,27)	(1,26)	(1,44)	(0,57)	(0,60)	
FREE CASH FLOW	(0,40)	0,04	0,05	1,81	2,55	
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)	(0,41)	(0,65)	(1,20)	
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	(0,24)	(0,21)	(0,05)	0,10	1,40	

Source: BFC and Integræe SIM estimates

1.1 FY18A results

Table 2 – FY18 – Actual vs Forecast

FY2018 (€/mln)	Sales	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
Actual	5,5	0,7	13,1%	0,2	0,0	0,1
Forecast	6,4	1,1	14,6%	0,9	0,6	1,0
Change	-14,5%	-34,8%	-10,3%	-83,2%	-99,1%	90,0%

Source: BFC

I risultati del FY18 sono positivi, ma inferiori rispetto alle nostre stime. Il fatturato e l'Ebitda sono cresciuti del 56,4% a €5,5 mln e del 154% a €0,7 mln rispettivamente anche grazie alle nuove iniziative: lancio di Asset e di Forbes, lancio della piattaforma Fintech e Edtech Blueadvisor e Blueacademy. Nel settore digital video, la creazione dell'OTT di BFCvideo.com e la produzione di 13 format TV e la diffusione via SKY e digital terrestre dei programmi prodotti da BFC Video.

Nella nostra note precedente stimavamo che la redditività di Gooruf, che non prevedeva ricavi derivanti dalla pubblicità ma unicamente dai provider premium, fosse pressoché immediata. In realtà, gli investimenti nell'area digitale e nel fintech necessitano di tempi maggiori rispetto quelli stimati. Motivo questo per il quale il progetto strategico è stato parzialmente modificato prevedendo, tra il mix di ricavi, anche la pubblicità. In altre parole, sono stati spesi interamente i costi di sviluppo delle diverse iniziative, ma non sono ancora visibili i relativi ricavi. Motivo questo per il quale i risultati del FY18 sono inferiori alle nostre stime.

Nel corso del FY18 il management ha lavorato a lungo su Forbes media, il brand numero uno al mondo per la business community. Ricordiamo che il gruppo BFC ha acquisito la licenza esclusiva per Forbes in lingua italiana (Italia, Svizzera e Monte-Carlo) fino al 2022. A seguito della sottoscrizione dell'accordo il gruppo BFC, può disporre di tutto il materiale prodotto da Forbes, con la possibilità di tradurre e pubblicarne gli articoli. Inoltre, potrà essere utilizzata direttamente la piattaforma web di Forbes MEDIA riducendo al minimo i costi di start up per il digitale.

Il contratto di licenza prevede il solo pagamento di royalties sui ricavi e nessun costo fisso. Per questo prodotto è previsto un modello di business integrato (al pari di Bluerating): la produzione di una rivista, lo sviluppo del sito forbes.it e l'organizzazione di eventi (Forbes Live) con la possibilità di avere ospiti conosciuti a livello mondiale e di reclutare firme autorevoli.

Sulla scorta del success ottenuto da Forbes negli altri paesi, è possibile stimare che per il 2019 saranno raggiunti oltre 1 milione di visitatori unici al mese e una diffusione di 50.000 copie del magazine.

Nel corso del 2017 e con impatti evidenti anche nel FY18, il management ha effettuato anche un'altra scelta strategica di fondamentale importanza al fine di rendere sostenibile la redditività futura: reclutare e formare una rete di venditori e consulenti controllata direttamente dalla casa editrice e non affidare ad una concessionaria esterna la raccolta pubblicitaria. L'investimento strategico consentirà al gruppo BFC di vendere progetti complessi di comunicazione che prevedano l'interazione tra media cartacei, digitali ed eventi in modo combinato e in linea con le specifiche esigenze dei singoli clienti. L'uso di una concessionaria esterna, oltre a non essere in grado di gestire progetti di questo tipo, avrebbe comportato una dispersione di risorse che in questo modo rimangono all'interno del gruppo.

Il lavoro di ricerca e formazione ha reso possibile la creazione di una rete di 12 persone che coprono l'intero territorio nazionale e che servono oggi oltre 400 clienti

istituzionali. La creazione della rete costituisce un altro importante tassello verso la creazione della società media e digital leader nell'informazione finanziaria in Italia, più volte dichiarata dal management del gruppo.

A regime, BFC si presenterà 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

Table 3 – Estimates Updates

€/mln	FY2019E	FY2020E	FY2021E	FY2022E
Sales				
New	8,1	11,3	14,7	16,1
Old	7,7	8,9	9,2	11,3
Change	5,5%	27,4%	59,4%	42,7%
EBITDA				
New	1,6	2,4	4,0	4,6
Old	2,1	2,9	3,3	4,1
Change	-23,1%	-15,9%	21,2%	13,0%
EBITDA %				
New	19,9%	21,5%	27,3%	28,7%
Old	13,7%	16,6%	16,6%	16,6%
Change	44,9%	29,5%	64,4%	73,1%
EBIT				
New	1,2	2,0	3,5	4,1
Old	1,7	2,5	2,8	3,9
Change	-32,0%	-20,2%	26,0%	6,0%
Net Income				
New	0,8	1,3	2,4	2,8
Old	3,4	3,6	3,9	4,2
Change	-75,6%	-64,2%	-38,4%	-32,4%
NFP				
New	0,4	0,7	-0,4	-1,8
Old	-1,8	-3,5	-5,6	-6,0
Change	-119,7%	-120,9%	-92,4%	-70,4%

Source: Integrae SIM

Stimiamo CAGR 18-22E di circa 31% a €16,13 mln (da €5,47 mln del FY18) delle sales e del 59% a €4,63 mln (da €0,72 mln del FY18) dell'Ebitda rispettivamente.

In linea con quanto avvenuto nel 2018, 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 avvenuto nel 2018) ma piuttosto una graduale diminuzione dell'incidenza fino ad arrivare al FY22E al 7,7% (10,1% nel FY18).

2. Valuation

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

2.1 DCF Method

Table 4 – WACC

WACC		10,47%
Risk Free Rate	2,00% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	9,02% Beta Adjusted	0,93
D/E (average)	25,00% Beta Relevered	1,10
Ke	12,91% Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2.5%. Ne risulta quindi un WACC di 10.47%

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		12,2
FCFO actualized	3,3	27%
TV actualized DCF	9,2	73%
Enterprise Value	12,5	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 €12.2 mln.**

Table 6 – Equity Value - Sensitivity analysis

€/mln		WACC						
		10,2%	10,7%	11,2%	11,7%	12,2%	12,7%	13,2%
Growth rate (g)	2,5%	16,7	15,6	14,6	13,7	12,8	12,1	11,5
	2,0%	15,9	14,9	13,9	13,1	12,4	11,7	11,1
	1,5%	15,2	14,2	13,4	12,6	11,9	11,3	10,7
	1,0%	14,5	13,6	12,9	12,2	11,5	10,9	10,4
	0,5%	13,9	13,1	12,4	11,7	11,2	10,6	10,1
	0,0%	13,4	12,6	12,0	11,4	10,8	10,3	9,8
	-0,5%	12,9	12,2	11,6	11,0	10,5	10,0	9,6

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 7 – Peers main ratios - Publishing

FY2018	BFC	Morning Star Inc	Thomson Reuters Corp	Pearson PLC	FactSet Research Systems Inc.	S&P Global, Inc.	Class Editori SpA**	Gruppo Editoriale L'Espresso SpA	Cairo Communication SpA	Mediana
Country	Italy	USA	USA	UK	USA	USA	Italy	Italy	Italy	
Mkt Cap (€/mln)	2,86	5490,38	39427,39	6620,15	9510,77	52469,45	32,33	186,18	514,14	6.055
EV (€/mln)	2,98	4600,54	26908,44	7932,15	8752,49	49660,85	111,42	289,69	983,84	6.266
Growth YoY										
Net Sales		12%	4%	-9%	11%	3%	-5%	5%	17%	5%
Ebitda		20%	-15%	11%	6%	8%	-1%	-37%	10%	7%
Ebit		27%	-25%	36%	4%	8%	1%	N/A	24%	8%
Net Income		34%	183%	45%	3%	31%	-12%	74%	16%	32%
Profitability										
ROE		21%	36%	14%	49%	292%	-70%	-6%	15%	18%
ROI		17%	2%	12%	24%	36%	-13%	4%	10%	11%
ROIC		22%	5%	10%	32%	47%	-12%	-1%	12%	11%
ROCE		21%	36%	14%	49%	292%	-70%	-6%	15%	18%
ROA		13%	18%	7%	19%	21%	-7%	-3%	4%	10%
EBITDA %		31%	25%	18%	31%	48%	-16%	5%	13%	22%
EBIT %		21%	14%	12%	27%	45%	-20%	-2%	10%	13%
Net Income %		18%	72%	14%	20%	31%	-25%	-5%	5%	16%
Dividend Yield		1%	2%	2%	1%	1%	N/A	N/A	4%	2%
EPS		4,30	5,91	0,76	6,90	7,80	-0,16	-0,07	0,45	2,53
Capital Structure										
Debt/Asset		0,05 x	0,19 x	0,09 x	0,40 x	0,39 x	0,47 x	0,16 x	0,19 x	0,19 x
Debt/Equity		0,07 x	0,35 x	0,16 x	1,09 x	1,59 x	4,85 x	0,35 x	0,34 x	0,35 x
Interest Coverage		52,63 x	2,62 x	12,12 x	N/A	20,82 x	-8,10 x	-1,29 x	N/A	7,37 x
NFP/EBITDA		-0,96 x	0,36 x	0,20 x	0,86 x	0,58 x	-7,57 x	3,14 x	1,11 x	0,47 x
Equity/Asset		0,64 x	0,54 x	0,57 x	0,37 x	0,24 x	0,10 x	0,47 x	0,56 x	0,51 x
Asset Utilization										
Quick Ratio		1,57 x	1,63 x	0,68 x	1,78 x	1,29 x	0,81 x	0,67 x	0,49 x	1,05 x
Fixed Asset Turnover		7,01 x	7,89 x	15,94 x	13,43 x	22,97 x	17,67 x	7,60 x	13,88 x	13,66 x
Asset Turnover		0,71 x	0,25 x	0,52 x	0,95 x	0,66 x	0,33 x	0,56 x	0,84 x	0,61 x

Online

FY2018	BFC	Monkeysupermarket.com Group Plc	Bankrate Inc**	Gruppo Mutui Online SpA	Triboo Media SpA	Mediana
Country	Italy	UK	USA	Italy	Italy	
Mkt Cap (€/ml)	2,86	1952,01	N/A	741,60	51,59	742
EV (€/mln)	2,98	2254,02	N/A	809,10	58,32	809
Growth YoY						
Net Sales		8%	17%	21%	2%	12%
Ebitda		6%	-69%	16%	24%	11%
Ebit		14%	N/A	16%	72%	16%
Net Income		11%	63%	30%	53%	42%
Profitability						
ROE		47%	-3%	42%	5%	23%
ROI		43%	-7%	19%	5%	12%
ROIC		52%	0%	25%	6%	15%
ROCE		47%	-3%	42%	5%	23%
ROA		33%	-2%	14%	2%	8%
EBITDA %		35%	8%	29%	14%	22%
EBIT %		30%	0%	25%	5%	15%
Net Income %		24%	-8%	18%	3%	10%
Dividend Yield		3%	N/A	2%	4%	3%
EPS		0,16	-0,38	0,89	0,07	12%
Capital Structure						
Debt/Asset		0,05 x	0,27 x	0,48 x	0,15 x	0,21 x
Debt/Equity		0,07 x	0,43 x	1,62 x	0,46 x	0,44 x
Interest Coverage		98,18 x	N/A	33,33 x	7,36 x	33,33 x
NFP/EBITDA		-0,24 x	3,29 x	1,22 x	0,88 x	1,05 x
Equity/Asset		0,68 x	0,64 x	0,30 x	0,32 x	0,48 x
Asset Utilization						
Quick Ratio		1,12 x	4,25 x	1,35 x	0,76 x	1,24 x
Fixed Asset Turnover		30,66 x	33,45 x	11,69 x	9,70 x	21,17 x
Asset Turnover		1,35 x	0,44 x	0,78 x	0,63 x	0,70 x

Source: Bloomberg. **) Dati 2017

Table 8 – Market Multiples – Publishing and Online

Publishing	EV/Ebit da				EV/Ebit				P/E			
	2018F	2019F	2020F	2021F	2018F	2019F	2020F	2021F	2018F	2019F	2020F	2021F
Thomson Reuters Corp.	20,2	19,2	14,4	13,5	32,2	34,3	21,6	19,9	68,6	46,3	27,6	24,1
Pearson PLC	10,8	9,3	9,1	9,3	13,8	11,9	11,0	11,2	13,5	15,6	14,6	14,0
FactSet Research Systems Inc.	21,5	17,8	16,5	15,5	21,4	18,9	17,3	16,3	27,0	23,2	21,0	19,2
S&P Global, Inc.	15,8	14,6	13,6	12,6	16,2	15,0	13,9	12,9	22,5	20,6	18,6	16,8
Cairo Communication S.p.A.	5,3	5,1	5,0		8,0	7,2	7,3		8,2	8,1	7,7	
GEDI Gruppo Editoriale S.p.A.	8,6	5,9	6,2	6,3	nm	9,8	10,1	11,8	10,0	12,7	12,2	11,9
Media	13,7	12,0	10,8	11,4	18,3	16,2	13,5	14,4	25,0	21,1	16,9	17,2

Online	EV/Ebit da				EV/Ebit				P/E			
	2018F	2019F	2020F	2021F	2018F	2019F	2020F	2021F	2018F	2019F	2020F	2021F
Moneysupermarket.com Group plc	13,2	11,4	10,7	9,9	14,7	13,1	12,1	11,2	18,7	16,6	15,2	14,2
Gruppo MutuiOnline S.p.A.	13,0	12,0	11,3	10,7	15,0	13,6	12,6	11,8	16,8	16,3	15,7	14,5
Triboo SpA	5,8	4,4	3,7		15,4	8,8	6,3		18,3	15,0	10,3	
Media	10,6	9,3	8,6	10,3	15,0	11,9	10,3	11,5	17,9	16,0	13,7	14,3
Media Ponderata	12,9	11,0	9,8	10,8	17,5	14,7	12,1	12,8	23,2	19,3	15,5	15,6

Source: Infinancials

Table 9 – Market Multiples Valuation

€/mln	2018E	2019E	2020E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	7,9	15,8	26,3
EV/EBIT	2,6	16,9	24,1
P/E	0,1	15,9	20,1
Equity Value			
EV/EBITDA	7,6	15,5	25,6
EV/EBIT	2,3	16,6	23,4
P/E	0,1	15,9	20,1
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	5,7	11,6	19,2
EV/EBIT	1,7	12,4	17,5
P/E	0,1	11,9	15,1
Average	2,5	12,0	17,3

Source: Integrae SIM

L'equity value di BFC utilizzando i market multiples EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E risulta essere pari a circa € 16,2 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 € 10,6 mln.**

2.3 Equity Value

Table 10 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	11,4
Equity Value DCF (€/mln)	12,2
Equity Value multiples (€/mln)	10,6
Target Price (€)	3,58

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a € 11,4 mln. Il target price è quindi di € 3,58 (prev. €4,26). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 11 – Implied valuation multiples

Multiples	FY18E	FY19E	FY20E
EV/EBITDA	16,3x	7,3x	5,0x
EV/EBIT	77,4x	10,1x	6,1x
P/E	n.m.	14,2x	9,3x

Source: Integrae SIM

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 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
27/09/2017	-	Buy	4,24	Medium	1H18 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 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 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.