

FOPE	<i>Italy</i>	<i>FTSE AIM Italia</i>	<i>Luxury Jewelry</i>
Rating: BUY (unch.)	Target Price: € 11,80 (prev. €9,63)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-8,22%	-9,46%	-16,77%	-10,07%
to FTSE AIM Italia	-7,66%	-4,07%	-24,09%	7,12%
to FTSE STAR Italia	-9,70%	-17,99%	-58,52%	-22,07%
to FTSE All-Share	-2,84%	-5,54%	-39,03%	2,79%
to EUROSTOXX	-3,69%	-5,88%	-44,74%	0,01%
to MSCI World Index	-5,17%	-14,26%	-63,04%	-16,89%

Stock Data

Price	€ 6,70
Target price	€ 11,80
Upside/(Downside) potential	76,1%
Bloomberg Code	FPE IM EQUITY
Market Cap (€m)	35,47
EV (€m)	35,57
Free Float	17,29%
Share Outstanding	5.294.071
52-week high	€ 10,30
52-week low	€ 6,55
Average daily volumes (3m)	1.000

Key Financials (€m)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Sales	35,0	23,0	35,0	38,0
EBITDA	6,8	2,2	6,8	7,8
EBIT	5,4	0,8	5,4	6,3
Net Profit	4,8	0,4	3,7	4,4
EPS (€)	0,91	0,09	0,70	0,82
EBITDA margin	19,4%	9,6%	19,4%	20,5%
EBIT margin	15,5%	3,5%	15,3%	16,6%
Net Profit margin	13,9%	2,0%	10,6%	11,4%

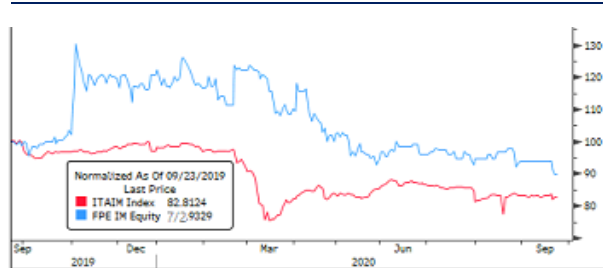
Main Ratios	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	5,2	16,2	5,2	4,6
EV/EBIT (x)	6,6	44,5	6,6	5,6
P/E (x)	7,3	78,8	9,6	8,2

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



1H20A Results

I ricavi, pari a € 10,17 mln (€ 15,53 mln al 30 giugno 2019), hanno fatto registrare una decrescita del 34,5%, tale valore è stato fortemente influenzato dalle chiusure imposte in risposta alla diffusione dell'epidemia Covid 19. I risultati dei primi tre mesi, invece, mostravano una crescita rispetto all'anno precedente. L'EBITDA è pari a € 0,74 mln (€ 3,20 mln al 30 giugno 2019) con EBITDA Margin pari al 7,3%. La società ha dichiarato di aver attivato tutti gli interventi possibili di contenimento dei costi, oltre ad aver aggiornato gli impegni di budget di spesa e investimento. L'EBIT è pari a € 0,004 mln (€ 2,57 mln al 30 giugno 2019).

Estimates Update

Secondo le nostre stime, il valore della produzione generato nel 2020E dalla Società sarà pari a € 23,0 mln. A livello di marginalità, ci aspettiamo che la Società sarà in grado di generare un EBITDA pari a € 2,2 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 9,6%) ed un EBIT pari a € 0,8 mln.

Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 39,2 mln (CAGR 19A-22E: 2,9%) nel 2022E, con EBITDA pari a € 7,80 mln (corrispondente ad una marginalità del 20,5%), in crescita rispetto a € 6,78 mln del 2019A (corrispondente ad un EBITDA margin del 19,4%).

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di Fope sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Il *DCF method* (che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali anche un rischio specifico pari al 2,5%) restituisce un *equity value* pari a €66,7 mln. L'*equity value*, utilizzando i *market multiples*, risulta essere pari €58,3 mln (incluso un *discount* pari al 25%). Ne risulta un *equity value* medio pari a € 62,5 mln. Il *target price* è quindi di €11,80 (prev. €9,63). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Sales	28,03	31,26	34,96	23,00	35,00	38,00
Other Revenues	1,01	1,13	0,97	1,10	1,15	1,20
Value of Production	29,04	32,39	35,93	24,10	36,15	39,20
COGS	11,60	11,80	13,39	9,80	13,40	14,30
Services	10,50	10,80	12,05	8,80	12,15	13,00
Employees	2,64	3,28	3,45	3,00	3,45	3,70
Other Operating Expenses	0,36	0,42	0,27	0,30	0,35	0,40
EBITDA	3,93	6,10	6,78	2,20	6,80	7,80
<i>EBITDA Margin</i>	<i>14,0%</i>	<i>19,5%</i>	<i>19,4%</i>	<i>9,6%</i>	<i>19,4%</i>	<i>20,5%</i>
D&A	0,85	1,13	1,35	1,40	1,45	1,50
EBIT	3,08	4,97	5,43	0,80	5,35	6,30
<i>EBIT Margin</i>	<i>11,0%</i>	<i>15,9%</i>	<i>15,5%</i>	<i>3,5%</i>	<i>15,3%</i>	<i>16,6%</i>
Financial Management	0,09	(0,22)	(0,48)	(0,15)	(0,15)	(0,15)
EBT	3,17	4,75	4,95	0,65	5,20	6,15
Taxes	0,84	1,40	0,10	0,20	1,50	1,80
Net Income	2,33	3,35	4,84	0,45	3,70	4,35

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Fixed Asset	6,89	9,30	12,62	13,00	12,55	12,55
Account receivable	7,99	7,93	8,30	9,50	10,00	10,50
Inventories	4,75	5,70	6,20	7,10	7,10	7,00
Account payable	3,57	4,23	5,67	3,50	5,20	5,40
Operating Working Capital	9,17	9,40	8,83	13,10	11,90	12,10
Other Receivable	0,79	0,76	1,79	1,80	1,50	1,50
Derivatives	0,11	0,54	1,36	1,20	0,90	0,90
Other Payable	1,15	1,16	0,77	0,75	1,05	1,10
Net Working Capital	8,92	9,54	11,21	15,35	13,25	13,40
Severance Indemnities & Provision	2,70	2,76	2,96	2,60	2,90	3,10
NET INVESTED CAPITAL	13,10	16,08	20,86	25,75	22,90	22,85
Share Capital	4,75	5,00	5,29	5,29	5,29	5,29
Reserves and Retained Profits	4,84	7,63	10,63	15,47	15,70	17,55
Net Profit	2,33	3,35	4,84	0,45	3,70	4,35
Equity	11,92	15,98	20,77	21,22	24,69	27,19
Cash and Cash Equivalent	3,61	8,02	9,33	5,37	12,14	14,99
Short-Term Financial debt	2,01	2,42	3,80	3,00	3,15	3,25
ML Term Financial Debt	2,79	5,71	5,63	6,90	7,20	7,40
Net Financial Position	1,18	0,10	0,10	4,53	(1,79)	(4,34)
TOTAL SOURCES	13,10	16,08	20,86	25,75	22,90	22,85

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EBIT	4,97	5,43	0,80	5,35	6,30
Taxes	1,40	0,10	0,20	1,50	1,80
NOPAT	3,57	5,32	0,60	3,85	4,50
D&A	1,13	1,35	1,40	1,45	1,50
Change in receivable	0,06	(0,37)	(1,21)	(0,50)	(0,50)
Change in inventories	(0,95)	(0,50)	(0,90)	0,00	0,10
Change in payable	0,66	1,44	(2,17)	1,70	0,20
Change in OWC	(0,23)	0,57	(4,27)	1,20	(0,20)
Other Changes	(0,39)	(2,24)	0,13	0,90	0,05
Change in Provision	0,06	0,20	(0,36)	0,30	0,20
OPERATING CASH FLOW	4,14	5,20	(2,50)	7,70	6,05
Investments	(3,55)	(4,66)	(1,79)	(1,00)	(1,50)
FREE CASH FLOW	0,59	0,54	(4,29)	6,70	4,55
Financial Management	(0,22)	(0,48)	(0,15)	(0,15)	(0,15)
Change in Payable to Banks	3,33	1,31	0,47	0,45	0,30
Change in Equity	0,71	(0,06)	0,00	(0,22)	(1,85)
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	4,41	1,31	(3,97)	6,78	2,85

Source: FOPE and Integrae SIM

1.1 1H20A Results

Table 2 – 1H20A vs 1H19A

(€/mln)	Sales	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H20A	10,17	0,74	7,3%	0,00	-0,10	4,17
1H19A	15,53	3,20	20,6%	2,57	1,86	3,90
YoY	-34,5%	-76,8%	-13,3%	-99,8%	N/A	N/A

Source: FOPE

I risultati del primo semestre del 2020, viste le grandi difficoltà legate alla diffusione dell'epidemia Covid 19, risultano in peggioramento rispetto ai dati semestrali dello scorso anno. Secondo quanto dichiarato tramite comunicato stampa *“Per l’affermazione del brand la Società si è impegnata, anche nel corso del primo semestre 2020, in attività di marketing e di comunicazione a supporto della rete distributiva. È stata aperta una boutique sul Lago Maggiore, sono stati realizzati 2 nuovi Shop in Shop all’interno di punti vendita di importanti clienti e altri 4 sono pianificati per il secondo semestre, inoltre per novembre 2020 è prevista l’apertura di uno Show Room Fope a Kuala Lumpur”*. Gli investimenti in linee strategiche, dunque, sono continuati anche nel periodo di massima difficoltà.

I ricavi, pari a € 10,17 mln (€ 15,53 mln al 30 giugno 2019), hanno fatto registrare una decrescita del 34,5%, tale valore è stato fortemente influenzato dalle chiusure imposte in risposta alla diffusione dell'epidemia Covid 19. I risultati dei primi tre mesi, invece, mostravano una crescita rispetto all'anno precedente.

L'EBITDA è pari a € 0,74 mln (€ 3,20 mln al 30 giugno 2019) con EBITDA Margin pari al 7,3%. La società ha dichiarato di aver attivato tutti gli interventi possibili di contenimento dei costi, oltre ad aver aggiornato gli impegni di budget di spesa e investimento. La Società infatti ha aderito all'istituto della Cassa Integrazione Guadagni in Deroga per intervenire sul peso del costo del lavoro. È stato inoltre ridotto il budget di spesa per le attività di comunicazione e marketing, nonostante questo, alcune attività e iniziative giudicate necessarie sono state comunque svolte.

L'EBIT è pari a € 0,004 mln (€ 2,57 mln al 30 giugno 2019) dopo ammortamenti e accantonamenti per € 0,74 mln.

Il Risultato Netto complessivo si attesta a - € 0,10 mln in diminuzione rispetto a € 1,86 registrato al 30 giugno 2019.

La Posizione Finanziaria Netta, pari a € 4,17 mln, risulta in peggioramento rispetto ai dati della precedente relazione semestrale (€ 3,90 mln al 30 giugno 2019) e all'ultimo dato annuale (pari a € 0,10 mln). La liquidità, pari a oltre € 9 mln della fine dell'anno, ha permesso alla Società di gestire senza particolari tensioni gli impegni di tesoreria del primo semestre 2020: in particolare il completamento dell'investimento riferito all'ampliamento della sede di Vicenza, altri investimenti e i piani di rimborso dei finanziamenti.

1.2 Estimates FY19E-FY22E

Table 3 – Estimates Updates FY20E-FY22E

€/mln	FY2020E	FY2021E	FY2022E
Sales			
New	23,0	35,0	38,0
Old	36,0	38,8	41,9
Change	-36,1%	-9,8%	-9,3%
EBITDA			
New	2,2	6,8	7,8
Old	7,2	8,1	8,9
Change	-69,6%	-15,8%	-12,0%
EBITDA %			
New	9,6%	19,4%	20,5%
Old	20,1%	20,8%	21,2%
Change	-10,5%	-1,4%	-0,6%
EBIT			
New	0,8	5,4	6,3
Old	5,8	6,6	7,4
Change	-86,3%	-19,2%	-14,5%
Net Income			
New	0,4	3,7	4,4
Old	3,9	4,5	5,0
Change	-88,4%	-17,3%	-13,3%
NFP			
New	4,5	(1,8)	(4,3)
Old	0,8	(1,1)	(3,1)
Change	N/A	N/A	N/A

Source: Integrae SIM

Alla luce dei dati pubblicati nella relazione semestrale e delle dichiarazioni della Società tramite comunicato stampa, ci aspettiamo, per il 2020E, “una riduzione di carattere straordinario dei volumi”. Secondo le nostre stime, i ricavi generati nel 2020E dalla Società saranno pari a € 23,0 mln. Tale valore è giustificato da un primo trimestre dell’anno molto positivo per Fope (nel quale l’attività commerciale ha generato risultati superiori rispetto allo stesso periodo nel 2019A) e dal periodo di blocco totale del periodo di *lockdown*. Crediamo, inoltre, che Fope potrà ottenere buoni risultati nei prossimi mesi del 2020E. A livello di marginalità, ci aspettiamo che la Società sarà in grado di generare un EBITDA pari a € 2,2 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 9,6%) ed un EBIT pari a € 0,8 mln. Per quanto riguarda la PFN, ci aspettiamo valori in linea con quelli pubblicati nella relazione semestrale, in peggioramento rispetto alle precedenti stime a causa di possibili difficoltà nei giorni di incasso e all’impiego di disponibilità liquide per l’acquisto di materie prime che verranno sfruttate negli anni seguenti.

Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 39,2 mln (CAGR 19A-22E: 2,9%) nel 2022E, con EBITDA pari a €7,80 mln (corrispondente ad una marginalità del 20,5%), in crescita rispetto a € 6,78 mln del 2019A (corrispondente ad un EBITDA margin del 19,4%). In particolare, crediamo che la Società, nel 2021E, sarà in grado di ripetere i risultati ottenuti nel 2019A sia a livello di fatturato sia a livello di marginalità, per poi riprendere il proprio processo di crescita nel 2022E.

2. Valuation

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

2.1 DCF Method

Table 4 – WACC

WACC		8,22%
Risk Free Rate	0,28% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	8,46% Beta Adjusted	1,01
D/E (average)	42,86% Beta Relevered	1,32
Ke	11,28% Kd	1,50%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo considerato un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 8,22%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		66,7
FCFO actualized	5,7	8%
TV actualized DCF	65,5	92%
Enterprise Value	71,2	100%
NFP (FY20E)	4,5	

Source: Integrae SIM

Per il calcolo del DCF, abbiamo preso in considerazione la NFP20E, per includere nella valutazione la differente situazione patrimoniale dell'anno in corso rispetto all'anno precedente (in linea con quanto mostrato nella relazione semestrale). Con i dati di cui sopra e, prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di €66,7 mln.**

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln	Growth rate (g)	WACC						
		6,7%	7,2%	7,7%	8,2%	8,7%	9,2%	9,7%
2,5%		117,0	103,6	92,8	83,8	76,3	70,0	64,5
2,0%		104,8	93,8	84,8	77,2	70,7	65,2	60,3
1,5%		94,9	85,7	78,1	71,5	65,9	61,0	56,7
1,0%		86,7	78,9	72,3	66,7	61,7	57,4	53,5
0,5%		79,8	73,2	67,4	62,4	58,0	54,1	50,7
0,0%		74,0	68,2	63,1	58,7	54,8	51,3	48,1
-0,5%		69,0	63,9	59,4	55,4	51,9	48,7	45,8

Source: Integrae SIM

2.2 Market Multiples

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

Table 7 – Market Multiples

Company name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)			P/E (x)		
	FY20E	FY21E	FY22E	FY20E	FY20E	FY21E	FY20E	FY21E	FY22E
Pandora A/S	9,5	7,6	7,2	15,2	11,7	10,5	20,8	14,5	13,0
Tiffany & Co.	21,9	14,2	13,2	39,0	20,1	17,7	56,7	27,0	24,0
Compagnie Financière Richemont SA	12,9	10,2	9,1	32,3	18,6	14,9	55,4	28,0	22,3
Kering SA	17,2	13,6	12,1	24,1	17,7	15,5	37,8	25,6	22,2
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE	21,7	15,9	14,5	31,6	21,1	18,6	51,2	30,0	26,0
Hermes International SCA	33,6	26,2	22,9	43,1	31,2	27,4	71,3	51,0	44,1
Peer Median	19,5	13,9	12,6	32,0	19,3	16,6	53,3	27,5	23,1

Source: Infiniticals

Table 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	2020E	2021E	2022E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	42,8	94,4	98,6
EV/EBIT	25,6	103,4	104,7
P/E	24,0	101,8	100,7
Equity Value			
EV/EBITDA	38,3	96,2	103,0
EV/EBIT	21,0	105,2	109,0
P/E	24,0	101,8	100,7
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	28,7	72,2	77,2
EV/EBIT	15,8	78,9	81,8
P/E	18,0	76,3	75,5
Average	20,8	75,8	78,2

Source: Integrae SIM

L'equity value di FOPE, utilizzando i *market multiples* EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E, risulta essere pari a €77,7 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità di FOPE rispetto ai comparables, oltre che ad una capitalizzazione più bassa. Pertanto, ne risulta **un equity value di €58,3 mln.**

2.3 Equity Value

Table 9 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	62,5
Equity Value DCF (€/mln)	66,7
Equity Value multiples (€/mln)	58,3
Target Price (€)	11,80

Source: Integrae SIM

L'equity value medio è pari a €62,5 mln. Il target price è quindi di €11,80 (prev. €9,63). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	28,4x	9,2x	8,0x
EV/EBIT	78,2x	11,7x	9,9x
P/E	138,8x	16,9x	14,4x

Source: Integrae SIM

Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	16,2x	5,2x	4,6x
EV/EBIT	44,5x	6,6x	5,6x
P/E	78,8x	9,6x	8,2x

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, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalist 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
24/09/2019	7,45	Buy	9,63	Medium	Update

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 and/or 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) Integræ 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 Integræ SIM states that:

- Integræ 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.;
- Integræ 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.;
- Integræ 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 Integræ SIM website you can find the archive the last 12 months of the conflicts of interest between Integræ SIM and issuers of financial instruments, and their group companies, and referred to in research products produced by analysts at Integræ.