

AIM Italia

Target price: €1,67

Rating: BUY

Year	Sales €k	Ebitda €k	Ebit €k	Net Profit €k	Adj Eps €	EV/Ebitda x	EV/Ebit x	P/E x
2012	935	363	156	164	0,004	n.m.	n.m.	n.m.
2013	1.182	443	155	137	0,003	n.m.	n.m.	n.m.
2014F	3.800	2.841	1.291	710	0,018	15,3	33,7	54,8
2015F	7.000	5.392	2.827	1.822	0,046	8,1	15,4	21,4
2016F	9.000	7.181	3.961	2.649	0,067	6,1	11,0	14,7

	Old	New
Rating	Buy	Buy
Risk Rating	Medium	Medium

Market Data €

Close Price (€)	0,98
Share Outstanding (m)	39,7
Market Cap (€/m)	38,9
Market Float (%)	54,9
Avg Daily VO. (ooo)	24,7
Past 12 Months	Max 1,98

Performance

	3M	12M
Absolute	-26,2	-39,5
Relative	-22,1	-45,8



I dati di cui sopra (compreso il grafico) non tengono conto del dividendo in azioni (stock dividend) pari a 1:3

Risultati del 1H14 sostanzialmente in linea con le nostre stime. Il valore della produzione è risultato in crescita del 256% YoY, raggiungendo €2,031 mln. L'Ebitda e L'Ebit sono cresciuti del 564% YoY e 575% rispettivamente a €1.47 mln, e €88,2k; l'Ebitda e L'Ebit margin risultano così del 72% e 30% rispettivamente. Le disponibilità liquide risultano pari a €3,89 mln, in leggera diminuzione rispetto ad €4.16 mln del 30 giugno 2013. Tali valori non tengono conto però dell'aumento di capitale che ha portato nelle casse sociali €3,92 mln nel mese di luglio 2014, aumento di capitale deliberato con assemblea dei soci del 29 aprile 2014. Tale aumento ha registrato il consenso del 99,60% degli azionisti in termini di sottoscrizione e versamento. Il Patrimonio Netto risulta essere pari a €14,5 mln con un incremento rispetto al 30 giugno 2013 di €3,1 mln (senza tenere conto dell'aumento di capitale). Nel primo semestre dell'anno nessun nuovo impianto è entrato in funzione, ma la società ha proseguito la fase di realizzazione dell'impianti di Brelle la cui entrata in funzione è avvenuta nel mese di ottobre. E' però stato completato l'impianto di Carrù e portate a termine tutta una serie di acquisizioni come Frendy Scotta srl, Ccs Blu srl, Alfa Idro e Kenergy srl.

Il mercato di riferimento è quello del mino-hydro italiano, ovvero impianti che arrivano a produrre fino a 3 MW. Alla fine del 2010 in Italia risultavano installate 2.729 centrali idroelettriche (grandi e piccole) per una potenza totale di 17.875 MWp. I segmenti del micro e mini-idroelettrico sono quelli che hanno registrato la crescita maggiore con un incremento della potenza installata del 12,5% (0,5% gli impianti sopra i 10 Megawatt). Il mini-idro nel corso del 2010 ha generato energia per 2.245 GW, pari al 4,4% del totale. In termini di numero di impianti questi rappresentano circa il 63,3% del numero totale di impianti presenti nel paese. Il peso principale è rappresentato dai grandi impianti che in termini di produzione generano oltre 40 GW (pari al 78,6%), anche se numericamente hanno una quota decisamente più modesta (11,0% del totale).

Le stime 2014-2017F: Ebitda margin sostenibile superiore al 70%. I risultati del 1H14 tengono conto della fase di start-up delle centrali dell'ultimo trimestre del 2013. Frendy Energy intende seguire un processo di sviluppo organico basato su investimenti diretti a massimizzare la crescita sia per linee interne che tramite acquisizioni di impianti già esistenti. Da non sottovalutare la possibilità di crescita consistente nella realizzazione di un pacchetto di offerta integrato per lo sviluppo e la vendita di centrali per soggetti terzi o in partnership (progetti H2O e H2W).

La valutazione: Buy (invariato) TP €1,67 (da €2,26), risk medium (invariato): Abbiamo condotto la valutazione di Frendy Energy sulla base di tre metodologie: DCF, RIM (entrambe basate sullo sconto di flussi finanziari di cassa della società) e NPV degli impianti (non di Frendy Energy). Riteniamo che un corretto mix tra le diverse valutazioni, sia in grado di meglio cogliere il "fair value" di una società come Frendy Energy caratterizzata da alcuni particolarità (garanzia dei flussi di cassa, management quality, track record, azionisti manager, sviluppo potenziale elevato). Al fine di calcolare l'Equity Value abbiamo effettuato una media fra i valori risultanti dall'applicazione delle diverse metodologie. Tenuto conto delle nostre stime e assumptions, riteniamo corretto un valore dell'Equity di €66,3 mln, vale a dire €1,67 per azione.

Antonio Tognoli
+39 02 7862 5303
antonio.tognoli@integrae.it

Frendy Energy

Dalla quotazione al 2020

L'innovativo modello di business sviluppato da Frendy Energy prevede una stretta collaborazione da parte di tutti gli attori coinvolti nella catena del valore, al fine di generare ricchezza per ogni soggetto secondo uno schema win-win dove il valore aggiunto è creato dal sistema e catturato da ogni singolo interlocutore.

Frendy Energy, attraverso proficue collaborazioni che coprono tutta la catena del valore, ha sviluppato insieme ai propri partners strategici un nuovo concetto di turbina "Frendy Energy Frequency Converter" su salti di piccole dimensioni e una serie di importanti innovazioni tecniche utilizzate per la realizzazione di centrali idroelettriche nella taglia compresa da 50kw a 500kw di potenza. Soluzioni tecnologiche che rappresentano oggi lo "state-of-the-art" nel settore, in grado di raggiungere una efficienza energetica decisamente più elevata rispetto alla media dell'intero settore.

Fornitori, enti irrigui e stakeholders sono direttamente o indirettamente connessi al "sistema Frendy Energy" e fortemente orientati ad una sostenibile crescita nel rispetto dei principi economici, ecologici e sociali.

L'innovazione del sistema Frendy Energy non è solamente tecnologica ma anche finanziaria, con l'obiettivo chiaro della creazione di valore per tutti gli attori che fanno parte del sistema stesso. Innovazione finanziaria che prevede per esempio anche l'utilizzo di strumenti atipici come per esempio le "royalties" per un ammontare pari al 10% per gli enti irrigui e la compartecipazione dei partners strategici al capitale di rischio, o le "reverse royalties" per un ammontare variabile in funzione della produzione dell'impianto, corrisposto in questo caso dal committente a Frendy Energy per lo sviluppo dell'impianto stesso. Questo consente una equa ripartizione dei benefici a vantaggio della collettività attraverso l'uso del bene comune: l'acqua.

Le attività sono condotte con estrema attenzione in particolare per quanto riguarda:

- Il bilanciamento dei costi/benefici e dei costi/efficacia;
- Il contenimento dei costi e dei principi generali di economicità attraverso un costante e integrato controllo lungo l'intera filiera da parte della società e dei suoi partners;
- Il mantenimento dell'integrità ecologica del corpo idrico, asset fondamentale dell'intero sistema.

La crescita di Frendy non si ferma, grazie anche ai capitali raccolti con il recente l'aumento di capitale. Il management ha chiarito che la crescita dimensionale potrà avvenire anche tramite acquisizioni, che saranno effettuate sia attraverso l'uso della cassa sia attraverso lo scambio azionario in modo da portare Frendy Energy a possedere il 51% degli impianti.

La prima operazione di questa strategia è stata l'acquisto del 51% della Frendy Scotta srl a seguire la Idrocarru', la KEnergy, CCS Blu, Alfa Idro. Entro il 2017 Frendy Energy prevede inoltre di realizzare internamente altri 7 impianti ed avere così all'attivo un portafoglio con 15 impianti totalmente realizzati internamente e proprietari al 100% in grado di generare circa 18-20 GW annui.

Inoltre, grazie anche all'aumento di capitale ed all'emissione del prestito obbligazionario, nel corso del 2014 e i primi sei mesi del 2015 Frendy Energy prevede che entreranno in funzione ulteriori 6 impianti che si aggiungeranno agli attuali, così da portarne il numero complessivo a 21-23.

Entro il 2015-16F invece è prevista la costruzione / acquisto di 7 nuovi impianti. Alla fine del 2015-16 Frendy potrà quindi disporre di 28-30 impianti.

Entro il 2020 Frendy Energy prevede anche di realizzare per linee esterne altri 20 impianti, da realizzarsi sempre con la formula del 51% Frendy e 49% partner locali per un'ulteriore produzione aggregata che supererà a regime 40 GW.

Rispetto alle stime precedenti, abbiamo supposto che l'intero progetto subisca un ritardo di 12-18 mesi a causa della difficoltà organizzative connesse all'apertura di oltre 20 centrali in due anni.

L'operazione Idrocarrù

Frendy Energy ha sottoscritto in data 28 Ottobre 2013, un aumento di capitale per circa €1,2 mln, che gli ha permesso di arrivare a detenere il 51% di Idrocarrù Srl, società che ha in avanzata fase di realizzazione un impianto idroelettrico nel comune di Carrù in provincia di Cuneo.

L'impianto svilupperà una produzione annua stimata compresa tra 3,5 e 4 GWh annui, sfruttando le acque del torrente Pesio.

Il cantiere è iniziato a settembre del 2013 e attualmente l'impianto è già attivo riuscendo a battere ogni record di realizzazione: da zero alla produzione in meno di 9 mesi.

L'operazione di reverse takeover

Il 16 Dicembre 2013 Frendy Energy ha sottoscritto con Milanesio S.r.l. un accordo vincolante per l'acquisizione del 51% del capitale sociale di Frendy Scotta S.r.l.

FrendyScotta è una società costituita il 30 aprile 2013, il cui capitale sociale è detenuto al 100% da Milanesio ed è attiva nel settore idroelettrico e mini idroelettrico. FrendyScotta è proprietaria di due centrali ubicate nella Provincia di Cuneo, Monchiero Inferiore e Monchiero Superiore, e di una centrale ubicata nella Provincia di Torino, La Peschiera, con un totale di circa 2,5 MW di capacità annua installata ad oggi. Le tre centrali sono pervenute a FrendyScotta, in data 30 ottobre 2013, a seguito della incorporazione nella medesima di La Peschiera S.r.l.

Tutti e tre gli impianti idroelettrici sono iscritti nei registri del GSE con la qualifica IAFR. L'energia complessivamente prodotta dai tre impianti nel 2012 è stata pari a circa 8.550.000 kWh. La centrale di Monchiero Inferiore nel 2012 è stata oggetto di interventi di manutenzione straordinaria con conseguente riduzione della produzione di energia. Nell'anno 2012 la centrale di Monchiero Inferiore ha prodotto circa 2.650.000 kWh mentre la produzione annua media 2003-2011 è stata pari a circa 3.900.000 kWh. Inoltre la centrale di La Peschiera ha ottenuto nel mese di agosto 2013 la qualifica per accesso alla tariffa incentivante di 0,22 Euro/kWh per 15 anni, con conseguente effetto pieno sulla produzione complessiva del gruppo dal prossimo esercizio.

Ai sensi dell'Accordo, è previsto che l'acquisto del 51% di FrendyScotta avvenga:

- Attraverso il conferimento nella Società, da parte di Milanesio, della Partecipazione a liberazione di un aumento di capitale, con esclusione del diritto di opzione, che sarà deliberato dal Consiglio di Amministrazione della Società, a valere sulla delega conferita dall'Assemblea Straordinaria degli Azionisti in data 29 aprile 2013 mediante l'emissione a favore di Milanesio di n. 1.470.589 azioni Frendy Energy, pari al 5,48% del capitale fully diluted dell'Emittente;
- la cessione pro soluto da parte di Milanesio a Frendy Energy che acquisterà da Milanesio parte del credito di quest'ultima nei confronti di FrendyScotta, per l'importo di Euro 2.094.735 originato da un finanziamento soci, acquistato per cassa utilizzando le risorse già disponibili della Società alla data attuale.

L'operazione configura, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 14 del Regolamento Emittenti AIM Italia / Mercato Alternativo del Capitale, un'operazione di "reverse take over" integrando i presupposti ivi previsti. Infatti risultano superati due dei quattro indici di rilevanza di cui alla Scheda Tre del Regolamento Emittenti AIM Italia, ossia gli indici di rilevanza dell'Attivo (106%), calcolato sui dati al 30 giugno 2013, e l'indice dell'EBITDA (220%) calcolato sui dati economici annuali di FrendyScotta confrontati con i dati della Società relativi al periodo concluso al 31 dicembre 2012.

L'operazione è volta ad incrementare il portafoglio di centrali idroelettriche e impianti mini-hydro controllati dall'emittente, coerentemente con il core business della Società, ossia la produzione e vendita di energia elettrica da fonte idroelettrica. Gli impianti di proprietà di FrendyScotta, insieme alle centrali già sviluppate e da svilupparsi nel futuro costituiscono per Frendy Energy un parco tecnologico per la sperimentazione e messa a punto di soluzioni ingegneristiche e tecnologiche innovative al fine di continuare, con il supporto del gruppo Scotta, a proseguire una strategia di innovazione nel settore mini-idroelettrico.

Le turbine: la commercializzazione

L'obiettivo di Frendy Energy non si limita solamente alla costruzione e messa in esercizio delle piccole centrali idroelettriche. Di importanza strategica è anche lo sviluppo di una piattaforma integrata in grado non solo di creare valore dalla vendita di energia elettrica, ma soprattutto quale produttore, sviluppatore e aggregatore dell'intera filiera produttiva. Frendy Energy ha profondamente innovato il settore, sviluppando importanti innovazioni tecnologiche e raggiungendo un notevole vantaggio competitivo come "first mover" in un settore, poco considerato sino ad oggi dai grandi operatori.

Tra le innovazioni sviluppate, che rendono gli impianti Frendy lo "state-of-the-art" nel suo settore vi sono:

- l'innovativa turbina, sviluppata in collaborazione con il Gruppo Scotta, denominata Sommersa, con regolazione del flusso grazie agli inverter;
- La più piccola Kaplan bi-regolante da sfruttare negli scaricatori dei canali irrigui;
- La rivoluzionaria SuperVite per i salti da 0.80 a 2 m con ogni tipo di portata;
- lo sgrigliatore di nuova concezione a catena zincata e sistema idraulico integrato in grado di aumentare l'efficienza e l'automazione dell'impianto anche da remoto;
- le opere idrauliche tecniche come intake e draft tube sviluppato appositamente per essere impiegato su piccoli salti e canali in grado di migliorare il rendimento generale dell'impianto;
- la paratoia piana per regolare il livello del canale.

Le numerose innovazioni tecnologiche hanno portato nel 2012 al compimento dello sviluppo del modello di impianto "H₂O - Hydro to Optimum" che comprende componenti altamente performanti studiati e realizzati su misura per il mini idroelettrico. Questo è stato reso possibile grazie alla partnership con il Gruppo Scotta ed altri fornitori-soci di componenti e servizi. Il modello riteniamo costituisca una solida base tecnologica sia per lo sviluppo del core business in Italia e all'estero, ma anche per l'espansione in altre attività strettamente correlate al core business (p.e. sviluppo centrali per terzi). Le centrali realizzate avranno una dimensione compresa tra 50 KWp e 500 KWp ed è previsto che saranno in grado di garantire performance notevolmente superiori alle turbine attualmente disponibili sul mercato ad un prezzo decisamente competitivo, con l'ambizione di valicare i confini nazionali consapevoli che non

esistono concorrenti per questa tipologia di impianti. La commercializzazione sarà effettuata congiuntamente da Frendy Energy e dal Gruppo Scotta. Nella commercializzazione delle turbine Frendy Energy potrà contare sui consolidati rapporti con i principali player dell'idroelettrico italiano, anche grazie alla partnership con l'Ente Irriguo Est Sesia.

I risultati del 1H14 e le stime FY 2014-2017

I risultati del 1H14

Risultati del 1H14 sono sostanzialmente in linea con le nostre stime. Il valore della produzione è risultato in crescita del 256% YoY, raggiungendo €2,031 mln. L'Ebitda e l'Ebit sono cresciuti del 564% YoY e 575% rispettivamente a €1.47 mln, e €88,2k. L'Ebitda e l'Ebit margin risultano così del 72% e 30% rispettivamente. Le disponibilità liquide risultano pari a €3,89 mln, in leggera diminuzione rispetto ad €4.16 mln del 30 giugno 2013. Tali valori non tengono conto però dell'aumento di capitale che ha portato nelle casse sociali €3,92 mln nel mese di luglio 2014, aumento di capitale deliberato con assemblea dei soci del 29 aprile 2014. Tale aumento ha registrato il consenso del 99,60% degli azionisti in termini di sottoscrizione e versamento. Il patrimonio netto risulta essere pari a €14,5 mln con un incremento rispetto al 30 giugno 2013 di €3,1 mln (senza tenere conto dell'aumento di capitale).

Nel primo semestre dell'anno nessun nuovo impianto è entrato in funzione, ma la società ha proseguito la fase di realizzazione dell'impianti di Brelle la cui entrata in funzione è avvenuta nel mese di ottobre.

La strategia di crescita

Frendy Energy prevede di seguire un processo di sviluppo organico basato su investimenti diretti a massimizzare la crescita:

- per linee interne. Frendy Energy ha in programma lo sviluppo di altre 8-10 centrali entro il 2017. La pianificazione e la loro relativa copertura è garantita dal costante flusso di cassa e dallo stretto rapporto con gli enti concedenti che consente lo sviluppo di due centrali l'anno che abbiano in media una potenza installata pari a 125 KW e producano 1.200.000 GW;
- per linee esterne. Nei prossimi anni Frendy Energy valuterà l'ampliamento del portafoglio impianti allacciati anche tramite una mirata politica di acquisizioni che rispondano alle medesime caratteristiche degli impianti quelli in produzione e/o che possano essere riconvertiti agevolmente nel modello Frendy Energy. Il piano di sviluppo prevede l'acquisizione al 51% di:
 - 13 centrali per complessivi ulteriori 30 GW di produzione entro il 2015;
 - ulteriori 7 centrali nel 2016 per una produzione aggregata media di 18 GW.

A fine piano ed entro il 2020, Frendy Energy potrà quindi contare su di una potenza aggregata che supererà 60 GW ed una potenza complessiva di oltre 130 GW.

Il progetto H₂O

Oltre ad una crescita orientata al core business, la strategia di sviluppo di Frendy Energy prevede una forte leva sulle conoscenze e le relazioni acquisite per la realizzazione del progetto "H₂O – Hydro 2 Optimum", consistente nella realizzazione di un pacchetto di offerta integrato per lo sviluppo e la vendita di centrali per soggetti terzi o in partnership.

L'obiettivo dell'attivazione di questo secondo canale di business è quello di offrire a terzi i servizi e le competenze sviluppate da Frendy Energy nella produzione di centrali "chiavi in mano" per se stessa, comprendenti un pacchetto innovativo costituito da:

- Turbina Sommersa, Kaplanina e Supervite, sviluppate con il Gruppo Scotta, altamente innovativa;
- Sgrigliatore e draft tube di nuova concezione, sviluppata con SIM;
- Anti-reflush system;
- Soluzioni idriche ed edili all'avanguardia;
- Progettazione ed ingegnerizzazione "custom made".

Il progetto H₂W

Il progetto H₂W consiste nella naturale evoluzione del modello di business basato sulla catena della creazione del valore ed innovazione nel settore del mini-hydro.

Nel 2012 Frendy Energy ha sviluppato un'alleanza con l'Ente Irriguo Est Sesia finalizzata ad esportare il modello dell'uso plurimo delle acque utilizzato con successo da oltre 20 anni all'interno del consorzio Est Sesia.

Il modello dell'uso plurimo delle acque si contraddistingue per l'utilizzo dell'acqua a scopi energetici, ittico-faunistici, raffreddamento centrali a gas e altri usi ad alta marginalità. Tale modello si contrappone al modello tradizionale, basato solamente sull'uso dell'acqua per scopi agricoli con bassa marginalità.

Il modello H₂W, attraverso la partnership con Est Sesia, si rivolge agli enti irrigui attraverso:

- consulenza da parte di Est Sesia sull'uso delle acque (H₂W check-up) e sviluppo di opzioni comprendenti il mini-hydro;
- sviluppo del modello H₂O da parte di Frendy Energy anche attraverso il meccanismo di remunerazione basato sulle royalties dirette e inverse.

Fig. 3 - Il progetto "H₂W"



Fonte: elaborazione Integræ SIM

In altre parole, la strategia di crescita di Frendy Energy riteniamo sia ben delineata e definita.

L'ampliamento del core business, caratterizzato da profili di marginalità e tempi ben definiti, attraverso lo sviluppo dei progetti H₂O e H₂W permetterà di creare una solida base di flussi economici e finanziari che consentirà alla società di poter esplorare, con l'aiuto di partner strategici, altre opportunità nel mercato del mini idroelettrico in Italia e all'estero.

Le principali assumptions delle stime 2014-2017F

Ricavi e margini sono costruiti a partire dai dati tecnici (salto, portata, potenza nominale, rendimento e stagionalità) dei singoli impianti. Abbiamo ipotizzato una tariffa di €0,22 garantita per 15 anni per gli impianti messi in rete fino al 31 Dicembre 2012. Per i nuovi impianti, a partire dal 2013 abbiamo calcolato una tariffa di €0,219 per 20 anni. Alla fine del periodo di tariffa garantita e per altri 30 anni, abbiamo supposto una tariffa pari a €0,12 per KWh immesso in rete.

Ogni impianto allacciato genera flussi di ricavi nel primo anno in relazione ai mesi effettivi di produzione. Abbiamo inoltre stimato un collaudo nei primi 12 mesi di vita che ne riduce la produttività del 20% (portata direttamente a rettifica dei ricavi).

Entro il 2020 Frendy Energy prevede inoltre di realizzare, anche con il supporto di partner esterni, altri 30 impianti per una ulteriore produzione aggregata che supererà 50 GW annui e complessivamente 130 GW circa. Le nostre stime precedenti prevedevano che entro il 2020 gli impianti addizionali rispetto al 2017 fossero circa 20. Ne prevediamo ora 30, vale a dire 10 circa in più rispetto al piano precedente (tutti posseduti al 51%).

Diversamente dalle società industriali, non prevediamo nessun costo per le materie prime.

Abbiamo stimato i costi operativi in funzione del numero di impianti, della produzione e dalle caratteristiche di ciascuno.

La principale voce di costo è data dalle royalties, che abbiamo stimato nella misura del 10% della quantità producibile annua totale. Pertanto la base di calcolo di questo costo non tiene in considerazione la riduzione di produttività per via del collaudo ma semplicemente la quota di ricavo generabile lorda. Nel primo anno è, ovviamente, basata sul numero di mesi funzionamento dell'impianto dalla data di allacciamento.

I costi assicurativi (imputati a servizi) per il singolo impianto sono stimati nella misura dell'1,5% della produzione totale effettiva. Il meccanismo di calcolo e imputazione funziona in modo analogo a quello delle royalties usando come base di calcolo, in questo caso, il ricavo netto. Una volta a regime non esistono variazioni tra producibilità totale e produzione effettiva.

Abbiamo stimato le manutenzioni ordinarie l'1% sulla produzione totale. Per quanto riguarda la manutenzione straordinaria, abbiamo previsto che avvenga ogni 5 anni, stimando prudenzialmente in €20.000 ad impianto usando come parametro la massima spesa di manutenzione straordinaria sostenibile.

Il costo dell'acqua (impuntato a godimento beni di terzi) è calcolato quale royalty pagate per l'utilizzo dell'acqua pubblica e sono stimate nella misura di €25 KW di potenza effettiva e ponderati, nel primo anno, per l'effettiva data di allacciamento.

Costo Enel (imputato a godimento beni di terzi) rappresenta un costo forfettario di €2.000 l'anno per impianto e comprende diritti di superficie, contributi vari e noleggi cabine ecc.

L'unico personale impiegato dalla società, che adotta un modello altamente automatizzato di impianto, è il "camparo", con cui la società stipula contratti atipici (no TFR, INPS ecc...) del costo lordo annuo di €6.000. Ciascun camparo riesce ad effettuare sorveglianza e piccola manutenzione su tre impianti.

Fig. 4 – Il conto economico

Profit and Loss	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	<i>Act</i>	<i>Act</i>	<i>Forecast</i>	<i>Forecast</i>	<i>Forecast</i>	<i>Forecast</i>
Revenues	836.919	1.182.126	3.800.000	7.000.000	9.000.000	11.500.000
Other revenues	97.659	-	-	-	-	-
Total revenues	934.579	1.182.126	3.800.000	7.000.000	9.000.000	11.500.000
Raw materials	(1.521)	-	-	-	-	-
Services	(186.467)	(299.701)	(471.677)	(600.000)	(750.000)	(900.000)
Third parties	(376.369)	(423.018)	(373.559)	(850.000)	(900.000)	(1.155.000)
Personnels	-	-	(100.000)	(140.000)	(150.000)	(155.000)
Other costs	(7.435)	(16.379)	(14.200)	(18.000)	(19.000)	(20.000)
EBITDA	362.786	443.028	2.840.565	5.392.000	7.181.000	9.270.000
<i>Ebitda Margin</i>	<i>38,8%</i>	<i>37,5%</i>	<i>74,8%</i>	<i>77,0%</i>	<i>79,8%</i>	<i>80,6%</i>
<i>Intangibles amortisations</i>	<i>(60.666)</i>	<i>(112.801)</i>	<i>(200.000)</i>	<i>(215.000)</i>	<i>(220.000)</i>	<i>(230.000)</i>
<i>Tangible depreciations</i>	<i>(146.084)</i>	<i>(175.426)</i>	<i>(1.350.000)</i>	<i>(2.350.000)</i>	<i>(3.000.000)</i>	<i>(4.000.000)</i>
Total depreciations	(206.750)	(288.227)	(1.550.000)	(2.565.000)	(3.220.000)	(4.230.000)
EBIT	156.036	154.801	1.290.565	2.827.000	3.961.000	5.040.000
<i>Ebit Margin</i>	<i>17%</i>	<i>13%</i>	<i>34%</i>	<i>40%</i>	<i>44%</i>	<i>44%</i>
Net financial charges	3.647	(143)	(400.000)	(550.000)	(650.000)	(800.000)
Other financial charges	-	-	-	-	-	-
Extraordinary items	26.355	(8.272)	(3.000)	-	-	-
Profit after taxes	186.038	146.386	887.565	2.277.000	3.311.000	4.240.000
Current taxes	(23.179)	(8.907)	(177.513)	(455.400)	(662.200)	(848.000)
Deferred taxes	1.547	(840)	-	-	-	-
Net profit	164.406	136.639	710.052	1.821.600	2.648.800	3.392.000

Fonte: Bilanci Frendy Energy e stime Integrae SIM

Fig. 5 – Lo stato patrimoniale

Assets and Liabilities	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	<i>Act</i>	<i>Act</i>	<i>Forecast</i>	<i>Forecast</i>	<i>Forecast</i>	<i>Forecast</i>
Tangibles	4.582.432	6.408.905	8.500.000	10.000.000	12.500.000	15.000.000
Intangibles	363.566	336.397	350.000	350.000	360.000	380.000
Financials	860	1.222.674	4.500.000	4.500.000	4.500.000	4.500.000
Total net assets	4.946.858	7.967.976	13.350.000	14.850.000	17.360.000	19.880.000
Credit	157.797	349.251	828.487	1.600.000	2.100.000	2.600.000
<i>credit days</i>	68	106	78	82	84	81
Commercial debt	(367.196)	(204.053)	(167.112)	(285.444)	(324.528)	(403.472)
<i>Debt days</i>	N/A	70	70	70	70	70
Working Capital	(209.398)	145.198	661.374	1.314.556	1.775.472	2.196.528
Tax credit	852.634	867.902	400.000	550.000	850.000	1.250.000
Other credits	350.000	2.394.693	3.100.000	4.000.000	4.500.000	5.500.000
-	-	-	-	-	-	-
Royalties anticipated credit	330.851	-	-	-	-	-
Ratei/risconti attivi	477.057	1.764.188	1.600.000	1.600.000	1.600.000	1.600.000
Tax debt	(12.469)	(4.573)	-	-	-	-
Other debts	-	(15.094)	(15.094)	(15.094)	(15.094)	(15.094)
Ratei/risconti passivi	(19.525)	(18.440)	20.000	20.000	20.000	20.000
Total other current assets	1.978.548	4.988.676	5.104.906	6.154.906	6.954.906	8.354.906
Net Working Capital	1.769.150	5.133.874	5.766.280	7.469.462	8.730.378	10.551.434
Net Invest Capital	6.716.008	13.101.850	19.116.280	22.319.462	26.090.378	30.431.434
Shareholders' equity	4.225.000	6.337.500	8.940.196	8.940.196	8.940.196	8.940.196
Reserves	2.547.350	5.035.505	5.600.000	7.421.600	10.070.400	13.462.400
Net profit	164.406	136.639	710.052	1.821.600	2.648.800	3.392.000
Net shareholders' equity	6.936.756	11.509.644	14.540.196	16.361.796	19.010.596	22.402.596
Minority interest	-	-	-	-	-	-
Total shareholders' equity	6.936.756	11.509.644	14.540.196	16.361.796	19.010.596	22.402.596
Short financial debts	87.138	4.591.419	419.243	500.000	650.000	600.000
Long financials debt	1.544.924	1.308.624	6.420.000	7.500.000	7.000.000	6.000.000
Bank and cash	(1.852.810)	-	4.500.000	5.000.000	6.000.000	6.500.000
Net cash	-	(4.307.837)	(6.763.159)	(7.042.334)	(6.570.218)	(5.071.162)
Net Financial Position	(220.748)	1.592.206	4.576.084	5.957.666	7.079.782	8.028.838
Total source	6.716.008	13.101.850	19.116.280	22.319.462	26.090.378	30.431.434

Fonte: Bilanci Frendy Energy e stime Integræ SIM

La valutazione

Abbiamo condotto la valutazione di Frendy Energy sulla base di tre metodologie: DCF, RIM e NPV di ogni singolo gruppo di impianti (non di Frendy Energy).

Il valore dell'equity basato sullo sconto dei flussi della società, non tiene infatti conto del valore patrimoniale di mercato dei beni che compongono l'attivo fisso. Ovvero dei beni che consentono l'espressione di un flusso costante (Ebitda) da scontare opportunamente.

Riteniamo tuttavia che solo il mix tra le diverse valutazioni, sia in grado di meglio cogliere il "corretto fair value" di una società come Frendy Energy caratterizzata da alcune particolarità (garanzia dei flussi di cassa, management quality, track record, azionisti manager, sviluppo potenziale elevato).

Il modello RIM

Il RIM, come noto, partendo dalla struttura tipica del "Dividend Discounting Model", esprime il valore di una azione come la somma tra il book value corrente e il valore attuale degli abnormal earnings attesi, definiti come gli utili attesi al netto del capital charge (cioè, il book value atteso scontato ad un tasso - K_e - che esprime il costo del capitale proprio).

Il modello RIM permette quindi di stabilire una relazione tra il valore di mercato di una azienda e le informazioni contabili. Il modello poggia su assunzioni di base molto restrittive.

1. La prima di queste, riguarda la relazione tra il prezzo di una azione e i dividendi attesi: in particolare il valore di mercato di una azienda è dato dal valore attuale dei dividendi attesi (Present Value of Expected Dividends, PVED), scontato ad un tasso che esprime il free-risk rate;
2. La seconda assunzione di base è nota come "clean surplus relation", secondo la quale il book value dell'anno t è uguale al book value dell'anno precedente ($t-1$) più gli utili al netto dei dividendi e di eventuali aumenti di capitale. Quindi, se i dati contabili e i dividendi soddisfano tale relazione, significa che i dividendi riducono il book value, ma non influiscono sull'ammontare degli utili.
3. La terza assunzione, infine, prevede che il valore di una azione sia influenzato dalla struttura della serie storica degli abnormal earnings attesi e che, più in particolare, vi sia una relazione lineare tra queste due grandezze.

Date queste assunzioni di base, il modello RIM stabilisce che, siccome il PVED e la "clean surplus relation" implicano che il valore di mercato di una azienda è uguale al book value più il valore attuale degli abnormal earnings attesi, la valutazione può allora focalizzarsi sulle previsioni degli utili futuri piuttosto che sulle previsioni dei dividendi.

Nel nostro caso abbiamo applicato, per il calcolo del costo del capitale proprio (K_e), il tasso dei BTP a 5 anni lordo ed un premio per il rischio pari al 7,5% (Fonte: Prof. A. Damodaran). Dati peraltro del tutto simili a quelli utilizzati per il calcolo dell'equity value attraverso il modello DCF.

Inoltre, abbiamo supposto un tasso prudenziale di crescita a medio termine dell'utile pari al 45%. Non abbiamo prudenzialmente supposto la distribuzione di dividendi (che avrebbero incrementato l'equity value).

Sulla base delle nuove stime di crescita post aumento di capitale, l'equity value risultate dall'applicazione del modello RIM, è pari a €62,9mln.

Fig. 6 – il Residual Income Model – RIM (dati in €/000)

Forecasted Earnings (E)	Year $t+1$	Year $t+2$
	1822	2649
Implied Long term E Growth Rate	40%	
Dividend Payout Ratio	0,0%	
Beginning Book Value	14540	
Cost of equity capital	0,117	

Residual Income Model

Year	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Beginning Book Value / Share	14540	16362	19011	22719	27911	35179	45355
Beginning BV + Forecasted E - Dividends = Ending BV/Share							
Long Term E growth							
Forecasted E	1822	2649	3708	5192	7268	10176	14246
Dividend payout ratio	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividend / share (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Forecasted ROE = Forecasted E / Beginning BV							
Forecasted ROE	0,125	0,162	0,195	0,229	0,260	0,289	0,314
Required rate (r)	0,117	0,117	0,117	0,117	0,117	0,117	0,117
Forecasted Residual Income	0,009	0,045	0,078	0,112	0,144	0,173	0,197
	$(1+r)^1$	$(1+r)^2$	$(1+r)^3$	$(1+r)^4$	$(1+r)^5$	$(1+r)^6$	$(1+r)^7$
Discount factor	1,117	1,247	1,393	1,555	1,737	1,939	2,165
Implied stock price (€/000)	15609	20325	25482	31946	40051	50212	62950

Fonte: elaborazione Integrae SIM

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 sua volta funzione di numerose variabili, tra le quali la visibilità del business. Visibilità che, nel caso di Frendy Energy, ci consente di poter allungare l'orizzonte temporale fino al 2035F, anno in cui gli impianti saranno ancora attivi: la vita utile dell'impianto è ben oltre 25 anni.

Per la costruzione dello stesso abbiamo fatto, oltre a quelle già identificate nella sezione "risultati 2013 e stime 2014-2017F" le seguenti assumptions:

- per tutti gli impianti entrati in funzione a tutto il 31 Dicembre 2012, abbiamo preso come riferimento la tariffa omnicomprensiva pari a €22 cent. per KW immesso in rete;

- per tutti gli impianti che entreranno in funzione a partire dal 1 Gennaio 2013, abbiamo preso come riferimento la tariffa omnicomprendensiva stimata pari a €21.9 cent. per KW immesso in rete;
- entro il 2017 Frendy Energy avrà un portafoglio di 15 impianti in grado di generare circa 30 GW annui di produzione;
- entro il 2020 la società acquisirà con partner esterni altri 50 impianti per una ulteriore produzione aggregata che supera i 60 GW.
- Al fine del calcolo del terminal value, abbiamo posto uguale l'ammortamento agli investimenti.

Di seguito i dati di input:

Fig. 7 – I dati di input

Equity % target	50,0%
Debt % target	50,0%
D/E	100%
Theorical Tax Rate	31,4%
Target Debt cost as of BP	4,4%
CAPM (Ke)	11,7%
Risk free	2,2%
Market premium (Damodaran)	7,9%
Beta unlevered	0,53
Beta (target levered)	0,89
α (specific risk)	2,5%
WACC	7,34%

Fonte: elaborazione Integrae SIM

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

- a regime Frendy Energy avrà un rapporto D/E pari a 1.0x;
- il risk free rate è quello medio (2014) del BTP decennale;
- il market premium è quello calcolato dal prof. A. Damodaran e pubblicato sul suo sito (pages.stern.nyu.edu/~adamodar/);
- Il beta unlevered utilizzato è pari a 0,53%. Lo stesso è stato determinato sulla base del Beta medio relativo allo stesso campione di titoli comparabili. Precisiamo che la scelta del periodo temporale (2 anno) e la frequenza delle osservazioni (settimanali) è stata scelta in funzione della massimizzazione della significatività della regressione lineare, espressa dal parametro R².
- Alfa, ovvero rischio specifico aggiuntivo, tipico delle 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)

- il tasso di crescita “g” utilizzato per il calcolo del Terminal Value è conservativamente posto uguale all’1,5%.

Ne risulta in WACC del 7,34%.

Fig. 8 – Il modello DCF

Dati in € mln	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Sales	935	2.750	3.800	7.000	9.000	11.500	14.000	17.726	18.270	18.818	19.382	19.964
growth %	n.m.	194,25%	38,18%	84,21%	28,57%	27,78%	21,74%	26,62%	3,07%	3,00%	3,00%	3,00%
Operative Costs	(302)	(486)	(959)	(1.608)	(1.819)	(2.230)	(2.680)	(3.082)	(3.162)	(3.244)	(3.329)	(3.415)
EBITDA	633	2.264	2.841	5.392	7.181	9.270	11.320	14.644	15.108	15.574	16.054	16.549
margin %	67,69%	82,33%	74,75%	77,03%	79,79%	80,61%	80,86%	82,61%	82,69%	82,76%	82,83%	82,89%
Depreciation/Amort.	(321)	(1.064)	(1.550)	(2.565)	(3.220)	(4.230)	(4.400)	(5.280)	(5.454)	(5.634)	(5.820)	(6.012)
EBIT	312	1.200	1.291	2.827	3.961	5.040	6.920	9.364	9.653	9.939	10.234	10.536
margin %	33,40%	43,64%	33,96%	40,39%	44,01%	43,83%	49,43%	52,83%	52,84%	52,82%	52,80%	52,78%
Balance Sheet as of BP	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Net Assets	6.843	32.422	13.350	14.850	17.360	19.880	21.868	24.055	26.460	26.725	26.992	27.262
Net trade working capital	(209)	232	5.766	7.469	8.730	10.551	11.607	12.767	14.044	14.184	14.326	14.470
Net Invested Capital	6.633	32.653	19.116	22.319	26.090	30.431	33.475	36.822	40.504	40.909	41.318	41.732
Cash Flows for DCF	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
EBIT	312	1.200	1.291	2.827	3.961	5.040	6.920	9.364	9.653	9.939	10.234	10.536
Theoretical Tax	(98)	(377)	(405)	(888)	(1.244)	(1.583)	(2.173)	(2.940)	(3.031)	(3.121)	(3.213)	(3.308)
NOPAT	214	823	885	1.939	2.717	3.457	4.747	6.424	6.622	6.818	7.020	7.228
Depreciation & Amortization	321	1.064	1.550	2.565	3.220	4.230	4.400	5.280	5.454	5.634	5.820	6.012
Δ Net trade working capital	209	(441)	(5.535)	(1.703)	(1.261)	(1.821)	(1.055)	(1.161)	(1.277)	(140)	(142)	(143)
Cash flow from operations	744	1.446	(3.099)	2.801	4.676	5.866	8.092	10.543	10.800	12.312	12.699	13.097
Investments	(718)	(7.219)	(6.500)	(4.000)	(1.099)	(810)	(1.000)	(1.000)	(1.000)	(1.000)	(1.000)	(1.000)
Free Cash Flow	26	(5.773)	(9.599)	(1.199)	3.578	5.056	7.092	9.543	9.800	11.312	11.699	12.097

Fonte: Stima Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime, ne risulta un equity value di €65,6 mln, leggermente superiore a quello risultante dall'applicazione del modello RIM.

Di seguito riportiamo anche la tabella relativa alla sensitività analysis tra il WACC e la crescita a lungo termine:

Fig. 9 – Sensitivity analysis (WACC e LTG)

		g								
		0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	2,75%	3,00%	3,25%	3,50%
6,25%		79,7	81,6	83,7	86,0	88,5	106,6	111,9	118,1	125,4
6,50%		74,7	76,3	78,1	80,1	82,3	97,5	101,8	106,8	112,7
6,75%		70,2	71,6	73,2	74,9	76,7	89,5	93,1	97,2	102,0
7,00%		66,0	67,3	68,6	70,1	71,7	82,6	85,6	89,0	92,9
7,34%		60,9	61,9	63,1	64,3	65,6	74,4	76,7	79,4	82,4
7,50%		58,8	59,7	60,8	61,9	63,1	71,1	73,2	75,6	78,3
7,75%		55,6	56,4	57,3	58,3	59,4	66,3	68,1	70,1	72,3
8,00%		52,6	53,4	54,2	55,0	56,0	61,9	63,5	65,2	67,1
8,25%		49,9	50,6	51,3	52,0	52,8	58,0	59,4	60,8	62,4

Fonte: elaborazione Integrae SIM

Il NPV: quanto valgono gli impianti

Allo scopo di calcolare il NPV degli impianti abbiamo formulato le seguenti assumptions:

- la potenza installata degli impianti attuali e di quelli che entreranno in esercizio entro la fine del 2014.
- entro il 2017 Frendy Energy avrà un portafoglio di 23 impianti in grado di generare circa 30 GW annui di produzione;
- entro il 2020 la società con partner esterni altri 50 impianti per una ulteriore produzione aggregata che supera i 60 GW.
- il load factor medio degli impianti, pari al 67%
- l'Ebitda margin medio degli impianti pari ad oltre il 70% ed un IRR medio pari ad oltre il 15%;
- la tariffa omnicomprensiva pari a €0,22 per 15 anni per KW immesso in rete per gli impianti esistenti e €0,219 per 20 anni per KW immesso in rete a partire dal 1° Gennaio 2013;
- il tasso di sconto è pari al 7,34%, ovvero il WACC (precedentemente il 5,5%). L'aumento rispetto alla nota precedente è dovuto all'adeguamento delle fonti di finanziamento al costo medio delle stesse.

Riteniamo che il NPV degli impianti, rappresenti una buona "proxy" del valore patrimoniale medio degli impianti. In altre parole risponde alla domanda: quanto valgono gli impianti se dovessero essere venduti. E' chiaro che il valore è diverso da quelle risultante dalla vendita dell'intera società.

L'equity value risultante dall'applicazione del NPV è prudenziale, tenuto conto che gli impianti hanno una vita residua ben oltre l'orizzonte temporale della tariffa agevolata, preso a riferimento.

Per fare questo abbiamo dapprima diviso il modello in due parti: gli impianti esistenti e quelli attivi a fine 2014, quelli attivi a fine 2017, inclusi quelli Toscani. Per ogni parte abbiamo calcolato la capacità installata, i MW nel corso dell'anno ed il load factor.

Fig. 10 - Breakdown degli impianti rispetto alla data di entrata in funzione

Capacità dei diversi gruppi di impianti	Totale produzione al 2020
Existing plants at December 31, 2014	Total plants at 2020
Gross Installed Capacity MW 2,310	Gross Installed Capacity MW 15,205
Annual Production MW 1,648	Annual Production MW 13,674
Load Factor 72,3%	Load Factor 69,2%
To realize and to acquire by 2020 (51%)	€ mln Data
Gross Installed Capacity MW 12,000	Net Present Value 70,24
Annual Production MW 8,000	Average Value for MW of inst. Capacity 4,62
Load Factor 66,7%	Average Value for MW produced 5,14

Fonte: elaborazione Integrae SIM su dati Frendy Energy. Gross installed capacity = potenza nominale

L'Equity Value di Frendy Energy

Al fine di calcolare l'Equity Value abbiamo effettuato una media aritmetica semplice fra i valori risultanti dall'applicazione delle diverse metodologie.

Così come sopra definiti e tenuto conto delle nostre stime e assumptions, così come apprese dal management della società, riteniamo corretto un valore dell'Equity di €66,3 mln, vale a dire €1,67 (€2,26 rettificato nella nostra nota del 30 maggio u.s.) per azione. La flessione del target price è indotta dallo spostamento in avanti nel tempo di circa 18 mesi della messa a regime di tutte le centrali.

Fig. 11 - L'equity value medio

	€ mln
DCF	65,6
RIM	63,0
Plant NPV	70,2
Average	66,3
Average per share	1,67

Fonte: elaborazione 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 current board member of Associazione Italiana Analisti Finanziari – AIAF, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and journalists guild.

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, Resolution n. 17725 of March 29th 2011.

INTEGRAE SIM SpA performs the role of Nominated Advisory (NOMAD) and specialist for the financial instruments issued by the company covered in this report.

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

Date	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
15/7/13	Buy	2,14 (rettificato)	Medium	FY12 Results
14/1/14	Buy	2,26 (rettificato)	Medium	Equity Update
30/5/14	Buy	2,26 (rettificato)	Medium	Equity Update

I dati non tengono conto del dividendo in azioni (stock dividend) pari a 1:3

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 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. 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.

Conflicts of interest, including potential conflicts and related organizational measures are set forth in this disclaimer section.

Valuation methodologies

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).

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.

Conflicts of interest, including potential conflicts and related organizational measures are set forth in this disclaimer section.

Rating system

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.

Risk Total Return – ETR – for different risk and rating 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		

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.

