

BioDue

AIM Italia

Equity Update

Rating: Buy

Target Price: €7,65

Year	Sales €k	EBITDA €k	EBIT €k	Net Profit €k	Eps €	EV/Ebitda x	EV/Ebit x	P/E x
2015	33.764	4.694	3.639	2.366	0,212	10,2	13,1	19,4
2016F	37.973	6.222	4.572	2.769	0,248	7,7	10,4	16,5
2017F	42.441	7.578	5.820	3.532	0,317	6,3	8,2	13,0
2018F	46.685	8.587	6.653	4.040	0,362	5,6	7,2	11,3

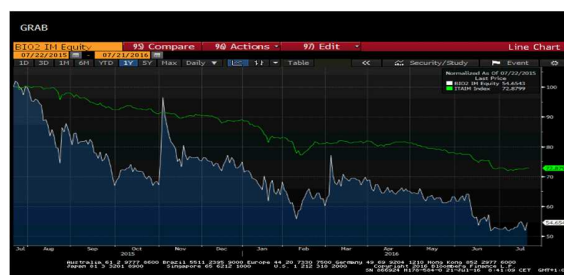
	Old	New
Rating	Buy	Buy
Risk Rating	Medium	Medium
Target Price	7,65	7,65

Market Data (€)

Close Price (€)	4,11
Share Outstanding (k)	11149
Market Cap (€m)	45822
Market Float (%)	10,0
Avg Daily Vol (n.)	24300
Past 12 Months	Max 7,79 3,84

Performance

	3 M	12 M
Absolute	-10,2	-45,4
Relative	0,2	-18,2



Il fatturato del 1H16 è in linea con le nostre stime e in grado di supportare le stesse per il FY16. I ricavi complessivi sono cresciuti del 6,6% YoY raggiungendo €18,0 mln. Particolarmente positivo il trend delle vendite della BiOfta (+26,2%) e della Selerbe (+19,9%) che rappresentano il 19,1% del totale (16,8% nel 1H15). Positiva anche la crescita della divisione industriale (+4,9%), la cui incidenza scende al 58,3% (dal 59,1% del 1H15). Notiamo come il mix dei ricavi, in linea con quanto dichiarato in sede di IPO, stia gradualmente evolvendo verso quelli con una maggiore redditività.

Positiva anche la ripartizione geografica dei ricavi che si incrementa nella componente estera, raggiungendo l'11,4% (dal 10,2% del 1H15) e attestandosi a €2,0 mln.

Invariate le stime FY16-18. In attesa dei dati semestrali, il cui rilascio è previsto per il 23 settembre, non modifichiamo le nostre stime.

Valutazione: target price a €7,65, per azione. Buy rating e risk medium invariati. Abbiamo condotto la valutazione di BioDue sulla base della metodologia del DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Ciascun modello di valutazione è in grado di cogliere uno o più aspetti della vita di un'azienda: reddituale, patrimoniale, basato sui flussi di cassa, basato sulla comparazione di aziende "simili" quotate. Per questo motivo riteniamo che un corretto mix tra le diverse valutazioni, sia in grado di meglio cogliere il "corretto fair value" di una società come BioDue caratterizzata da alcune particolarità (flussi di cassa, management quality, azionisti manager etc.).

Le stime per il periodo 2016-18F

Le stime per il periodo 2016-18F derivano dai seguenti driver di crescita:

- Nel settore Industrial, un aumento fisiologico degli ordinativi derivanti dal consolidamento e fidelizzazione della clientela, unito ad un incremento delle vendite del segmento integratori liquidi (CAGR stimato 2015-2018: 12,2%). Ci aspettiamo un CAGR 2015-18 del 10,1% per l'intero settore Industrial;
- Nel settore Branded & Private Label:
 - Pharcos, un miglioramento dell'offerta relative ai prodotti esistenti e l'avvio del processo di internazionalizzazione delle vendite nel mercato europeo. Ci aspettiamo un CAGR 2015-18 del 7,5%;
 - Selerbe, il lancio di nuovi prodotti, un maggiore sviluppo del segmento Private Label rivolto a small e medium retail con particolare focus su farmacie galeniche e tradizionali e l'incremento della rete di agenti plurimandatari dedicati. Ci aspettiamo un CAGR 2015-18 del 20,2%;
 - biOfta, il lancio di nuovi prodotti, l'aumento fisiologico delle vendite derivante dall'incremento della quota mercato sull'oftalmico (trend storico - CAGR 2011-2015: 19,5%). Ci aspettiamo un CAGR 2015-18 del 35,5%.

Stimiamo che nel periodo 2016-18F gli investimenti complessivi necessari in grado di supportare la crescita di cui sopra, siano di €3,7 mln circa, €2,1 mln nel 2016 e €0,9 nel 2017 e €0,7 nel 2018F.

Consideriamo prudenziali tali investimenti, alla luce della tipologia fisiologica del business (sulla base del trend storico) al fine di consolidare il commitment raggiunto in termini di capacità ed efficienza produttiva.

La generazione di ricavi e dei connessi volumi di vendita attesi sono coerenti con l'attuale capacità produttiva installata a seguito dell'upgrade di fine avvenuto alle fine del 2013. Da precisare che, una parte dell'incremento stimato è reso possibile dalla possibilità di incrementare la capacità produttiva grazie alla realizzazione interna (in economia) di alcuni impianti (la maggior parte dei quali spesi a conto economico). Capacità che consente un ulteriore risparmio di costi e, quindi, un incremento della redditività (puntualmente riflessa nelle nostre stime).

Per quanto riguarda i ricavi, stimiamo un CAGR 2016-18 dell'11,4% in ottica conservativa, grazie al lancio di nuovi prodotti e alla crescita fisiologica del settore. Stimiamo inoltre una graduale riduzione del peso del fatturato Industrial in favore dei marchi propri (dal 59% del 2014F al 53% del 2018F), grazie alla penetrazione del mercato Private Label (Selerbe) e alla crescita sul segmento dell'oftalmico (biOfta).

Stimiamo una incidenza dei costi variabili in linea con la media 2014-2015. Per biOfta la variazione delle provvigioni tiene conto dell'inserimento del nuovo listino a partire dal 2015 correlata con l'incremento dei ricavi. Il margine di contribuzione 2014-2017 riteniamo possa rimanere stabilmente sopra il 40% circa.

Per quanto riguarda Selerbe, stimiamo che l'incremento dei ricavi derivi per il 90% dalla linea Private Label che si riflette in una diminuzione dell'incidenza delle materie prime. Abbiamo inoltre stimato che il piano di investimenti preveda anche l'inserimento di 2 nuovi agenti plurimandatari nel 2016, il cui costo è inserito fra i costi provvigionali d'esercizio.

A livello di costi, abbiamo stimato un incremento nell'arco di piano di 15 dipendenti, mentre abbiamo stimato un incremento del 13,2% dei costi fissi industriali (comprendono le manutenzioni impianti, e incremento costi per analisi interne spese per energia elettrica).

Per quanto riguarda i costi generali, abbiamo stimato un incremento del 3% per le assicurazioni sugli immobili degli stabilimenti produttivi, oltre al fisiologico 1,5% annuo.

Relativamente alle dinamiche dello stato patrimoniale, stimiamo che i tempi di incasso e di pagamento, riflettano le politiche commerciali del gruppo oltre che dell'effetto mix delle diverse linee di business.

Fig. 1 – Il Conto Economico

Profit & Loss	2014A	%	2015A	%	2016F	%	2017F	%	2018F
Ricavi complessivi	30.009	100,0%	33.764	100,0%	37.973	100,0%	42.441	100,0%	46.685
Margine contribuzione	11.549	38,5%	13.390	39,7%	15.460	40,7%	17.511	41,3%	19.473
EBITDA	3.966	13,2%	4.694	13,9%	6.222	16,4%	7.578	17,9%	8.587
Ammortamenti e accantonamenti	-977	-3,3%	-1.055	-3,1%	-1.650	-4,3%	-1.758	-4,1%	-1.934
EBIT	2.989	10,0%	3.639	10,8%	4.572	12,0%	5.820	13,7%	6.653
Gestione finanziaria	-83	-0,3%	-33	-0,1%	-25	-0,1%	-20	0,0%	-20
Gestione straordinaria	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0
Gestione extracaratteristica	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0
Risultato lordo imposte	2.906	9,7%	3.606	10,7%	4.547	12,0%	5.800	13,7%	6.633
Imposte e tasse	-1.180	-3,9%	-1.240	-3,7%	-1.778	-4,7%	-2.268	-5,3%	-2.593
Risultato netto	1.726	5,8%	2.366	7,0%	2.769	7,3%	3.532	8,3%	4.040

Fonte: BioDue e stime Integrae SIM

Fig. 2 – Lo Stato Patrimoniale

Assets & Liabilities	2014A	%	2015A	%	2016F	%	2017F	%	2018F	%
Immobilizzi tecnici netti	9.237	56,5%	9.290	55,6%	9.300	51,6%	9.350	60,0%	9.400	65,3%
Immobilizzazioni immateriali	392	2,4%	789	4,7%	637	3,5%	499	3,2%	380	2,6%
Immobilizzazioni finanziarie	352	2,2%	352	2,1%	352	2,0%	352	2,3%	350	2,4%
Invest. in capitale fisso	9.982	61,0%	10.431	62,4%	10.289	57,1%	10.201	65,4%	10.130	70,4%
- Fondo tfr e altri fondi a m/l	-878	-5,4%	-956	-5,7%	-1.100	-6,1%	-1.150	-7,4%	-1.200	-8,3%
- Fornitori per investimenti	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Capitale fisso netto	9.104	55,7%	9.475	56,7%	9.189	51,0%	9.051	58,0%	8.930	62,0%
Scorte CMP	3.106	19,0%	3.848	23,0%	3.774	21,0%	4.183	26,8%	4.200	29,2%
Clienti	9.141	55,9%	10.018	59,9%	12.840	71,3%	11.806	75,7%	12.133	84,3%
Crediti diversi	880	5,4%	892	5,3%	908	5,0%	674	4,3%	720	5,0%
Capitale circolante lordo	13.127	80,3%	14.758	88,3%	17.522	97,3%	16.663	106,9%	17.053	118,5%
Fornitori	-4.606	-28,2%	-5.995	-35,9%	-7.000	-38,9%	-8.200	-52,6%	-9.500	-66,0%
Debiti diversi	-1.272	-7,8%	-1.526	-9,1%	-1.700	-9,4%	-1.920	-12,3%	-2.090	-14,5%
Passività correnti	-5.878	-35,9%	-7.521	-45,0%	-8.700	-48,3%	-10.120	-64,9%	-11.590	-80,5%
Capitale circolante netto	7.249	44,3%	7.237	43,3%	8.822	49,0%	6.543	42,0%	5.463	38,0%
Tot. capitale inv. netto	16.353	100,0%	16.712	100,0%	18.011	100,0%	15.594	100,0%	14.393	100,0%
FONTI FINANZIARIE										
Capitale sociale e riserve	6.403	39,2%	11.553	69,1%	11.553	68,7%	11.553	80,2%	11.553	80,3%
Risultato d'esercizio	1.726	10,6%	2.367	14,2%	2.769	16,5%	3.532	24,5%	4.040	28,1%
Patrimonio netto	8.129	49,7%	13.920	83,3%	14.322	85,1%	15.085	104,7%	15.593	108,3%
Debiti a M/L	3.504	21,4%	2.548	15,2%	4.623	27,5%	3.701	25,7%	3.000	20,8%
Debiti a breve	3.843	23,5%	-710	-4,2%	-2.118	-12,6%	-4.378	-30,4%	-4.200	-29,2%
Posizione Finanziaria Netta	7.347	44,9%	1.838	11,0%	2.505	14,9%	-677	-4,7%	-1.200	-8,3%
Totale fonti finanziarie	16.353	100,0%	16.712	100,0%	16.827	100,0%	14.409	100,0%	14.393	100,0%

Fonte: BioDue e stime Integrae SIM

La valutazione

Abbiamo condotto la valutazione di BioDue sulla base della metodologia del DCF e dei multipli di un campione di società comparabili.

Ciascun modello di valutazione è in grado di cogliere uno o più aspetti della vita di un'azienda: reddituale, patrimoniale, basato sui flussi di cassa, basato sulla comparazione di aziende "simili" quotate. Per questo motivo riteniamo che un corretto mix tra le diverse valutazioni, sia in grado di meglio cogliere il "corretto fair value range" di una società come BioDue caratterizzata da alcuni particolarità (flussi di cassa, management quality, azionisti manager etc.).

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 BioDue consente di poter allungare l'orizzonte temporale fino al 2021F. Motivo questo per il quale il modello DCF riteniamo possa cogliere alcuni aspetti della vita dell'impresa che la comparazione con le altre società basata sui multipli non sarebbe in grado di approssimare.

Di seguito i dati di input:

Fig. 3 – I dati di input

COSTO DEL CAPITALE DI RISCHIO (K_e)	
RISK FREE (Media Rendistato Banca d'Italia)	1,20%
PREMIO PER IL RISCHIO PER INVESTIMENTI IN IMPRESE AREA Euro	9,30%
BETA UNLEVERED PANEL	0,51
BETA UNLEVERED (Rafforzato)	0,67
BETA LEVERED SPECIFICO D'IMPRESA	1,14
SPREAD PMI	2,50%
COSTO EQUITY	14,33%
COSTO DEL CAPITALE DI DEBITO (K_d)	
RISK FREE (Media Rendistato Banca d'Italia)	1,20%
SPREAD DI ACCESSO AL CREDITO	1,50%
COSTO CAPITALE DI DEBITO ANTE IMPOSTE	2,70%
ALIQUOTA IMPOSTA DEDUCIBILITA' ONERI FINANZIARI	27,50%
COSTO CAPITALE DI DEBITO DOPO LE IMPOSTE	1,96%
STRUTTURA FINANZIARIA	
	Media 2015-16
CAPITALE DI RISCHIO	50,8%
CAPITALE DI DEBITO	49,2%
debt/equity	0,97
WACC CON STRUTTURA FINANZIARIA TARGET	8,25%

Fonte: elaborazione Integræ SIM

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

- il risk free rate è il rendimento medio lordo Rendistato (Banca d'Italia) dei titoli con scadenza tra 8 anni e sette mesi e 12 anni e sei mesi;
- il market premium è quello calcolato dal Prof. A. Damodaran per l'Italia, pari a 9,3% (aggiornamento giugno 2016);
- Il Beta unlevered è stato determinato sulla base del Beta medio a 2 anni relativo allo stesso campione di titoli comparabili usato per la determinazione dell'equity value con la metodologia dei multipli, pari a 0,51. Precisiamo che la scelta del periodo temporale (5 anni) e la frequenza delle osservazioni (settimanali) è stata scelta in funzione della massimizzazione della significatività della regressione lineare, espressa dal parametro R². Il Beta unlevered risultante dalla regressione lineare (0,51) è stato corretto sulla base della seguente formula: $\text{Beta Adjusted} = 0,51 * 0,67 + 1 * 0,33$ (Vedi E.J. Elton, M.J. Gruber, S.J. Brown, W.N. Goetzmann – Modern Portfolio Theory and Investment Analysis – John Wiley & Sons, 2009), arrivando a determinare il beta unlevered pari a 0.67. Lo stesso è stato poi levereggiato sulla base del D/E medio (0,97) per gli anni 2015-16F. il Beta levered risulta così pari a 1,14x.

Fig. 4 – Il calcolo del Beta medio utilizzato

Company	Unlevered Beta				
	1-Year	2-Year	3-Year	4-Year	5-Year
Enervit S.p.A.	0,76	0,49	0,37	0,25	0,16
PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	1,06	1,11	1,16	1,23	1,11
Midsona AB	0,30	0,22	0,20	0,20	0,25
Ajinomoto Co. Inc.	0,65	0,67	0,66	0,56	0,50
PT Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk	0,92	0,80	0,83	0,81	0,68
Fujicco Co., Ltd.	0,63	0,57	0,46	0,41	0,41
Vita Life Sciences Limited	-0,10	-0,05	0,27	0,34	0,19
Comvita Limited	0,13	0,27	0,18	0,17	-0,04
First Pacific Co., Ltd.					
M. Dias Branco SA Industria e Comercio de	0,60	0,54	0,53	0,49	0,48
KIDO Group Corp.					
Mondelez International Inc.					
JG Summit Holdings Inc.					
Average	0,55	0,51	0,52	0,50	0,42

Fonte: elaborazione Integrae SIM su dati Infinalcialis

- il tasso di crescita “g” utilizzato per il calcolo del Terminal Value è posto uguale al 2,4% (il CAGR 2011-15 dei flussi finanziari è stato del 9,6%);
- Alfa, ovvero rischio specifico aggiuntivo, tipico degli investimenti azionari in imprese caratterizzati da ridotte dimensioni operative. Trattandosi di piccole dimensioni, lo small cap risk addizionale è stato assunto pari al 2.5%, valore medio tra quelli suggeriti dai principali studi in materia (Massari, Zanetti, Valutazione Finanziaria, McGraw-Hill, 2004, pag. 145, A. Damodaran, Cost of Equity and Small Cap Premium in Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets,

III edizione 2012, Guatri, Bini, Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende, 2009 pag. 236);

- Il valore terminale è calcolato prudenzialmente sulla media dei flussi di cassa 2019-21F.

Con le nostre stime ed assumptions di cui sopra, ne risulta un WACC del 8,25%.

Fig. 5 – Il modello DCF

Cash Flow Model	2016	2017	2018	2019	2020	2021	TV
REDDITO OPERATIVO	4.572	5.820	6.653	7.385	8.271	9.263	
Imposte figurative	-1.275	-1.652	-1.897	-2.462	-2.732	-3.060	
NOPAT	3.297	4.168	4.756	4.923	5.539	6.203	
Ammortamenti e acc.ti	1.650	1.758	1.934	1.992	2.052	2.113	
Variazioni Capitale Circolante Ne	401	-2.280	105	-1.000	-1.000	-1.000	
Capital Expenditure	-2.100	-900	-700	-500	-500	-500	
FREE CASH FLOW	3.248	2.746	6.095	5.415	6.090	6.817	6.817
FREE CASH FLOW ATTUALIZZATI	3.001	2.343	4.806	3.944	4.098	4.238	
VALORE ATTUALIZZATO FLUS	22.430						
Terminal Value	116.616						
VALORE TERMINALE ATTUALIZZATO	78.472						
ENTERPRISE VALUE	100.902						
PFN al 31.12.15	-1.838						
EQUITY VALUE	99.064						

Fonte: elaborazione Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un equity value di €99,1 mln.

Fig. 6 – Sensitivity Analysis (Wacc - Long Term Growth)

	WACC							
	6,75%	7,25%	7,75%	8,25%	8,75%	9,25%	9,75%	
LTG	2,75%	144,9	128,3	115,0	104,1	95,0	87,3	80,7
	2,50%	137,7	122,6	110,5	100,4	92,0	84,8	78,6
	2,25%	131,2	117,6	106,4	97,1	89,2	82,5	76,6
	2,40%	135,0	120,6	108,8	99,1	90,9	83,8	77,8
	1,75%	120,3	108,8	99,3	91,2	84,3	78,3	73,0
	1,50%	115,6	105,0	96,2	88,6	82,1	76,4	71,4
	1,25%	111,3	101,5	93,3	86,2	80,0	74,6	69,9

Fonte: elaborazione Integrae SIM

La metodologia dei multipli

Il nostro campione è formato da società che operano negli stessi settori di BioDue, ma con una capitalizzazione maggiore e con una diversa struttura organizzativa.

Queste le società con i multipli per il periodo 2016-19F (Fonte Infinancials), le stesse utilizzate per il calcolo del Beta.

Fig. 7 – I peers

Company	EV/EBITDA				EV/EBIT				P/E			
	2016F	2017F	2018F	2019F	2016F	2017F	2018F	2019F	2016F	2017F	2018F	2019F
Enervit S.p.A.	7,72	6,88			12,62	10,63			21,08	17,64		
PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	18,23	16,05	14,66		21,21	19,53	17,60		28,51	25,66	23,27	
Midsone AB	9,18	7,06	6,47		12,61	9,95	9,05		13,54	10,99	9,75	
Ajinomoto Co. Inc.	11,07	10,39	9,84	9,17	17,51	15,78	14,31	14,05	26,50	22,65	20,18	20,09
PT Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk	10,16	8,76	7,76		11,99	10,95	9,87		16,80	15,56	14,29	
Fujicco Co., Ltd.	10,10	9,36	8,72	8,05	14,66	13,41	12,19	11,04	23,29	21,51	19,87	17,95
Vita Life Sciences Limited												
Comvita Limited	10,76	8,61	7,01		12,48	9,77	7,96		18,48	14,46	12,15	
First Pacific Co., Ltd.	10,38	9,22			17,75	15,09			11,51	10,80	10,66	
M. Dias Branco SA Industria e Comercio de KIDO Group Corp.	17,56	14,40	12,85	9,64	20,95	17,05	15,47		22,71	18,13	15,90	
Mondelez International Inc.	17,14	15,55	14,29	13,71	20,80	18,70	16,89	15,61	24,74	21,56	19,08	17,54
JG Summit Holdings Inc.	12,30	11,75	11,16		14,78	14,22	14,83		21,45	19,80	20,81	
Average	12,24	10,73	10,31	10,14	16,12	14,10	13,13	13,56	19,32	17,83	16,60	18,53

Fonte: elaborazione Integrae SIM

L'equity value calcolato attraverso la metodologia dei multipli, risulta di €71,5 mln. Lo stesso è stato calcolato con un peso dell'80% ai multipli del 2018F (10% ciascuno nel 2016F e 2017F). Riteniamo infatti che solo a partire dall'ultimo trimestre del 2016 siano pienamente visibili gli effetti economici degli investimenti effettuati a seguito dell'IPO. Inoltre, non abbiamo applicato allo stesso nessuno sconto ritenendo il titolo sufficientemente liquido, considerati i volumi scambiati dal momento della quotazione, rispetto ai comparables.

Lo sconto di liquidità, diversamente dalla sconto di minoranza, non necessariamente è incorporato nelle quotazioni di mercato (T. Onesti, Sconti di minoranza e sconti di liquidità, Cedam, 2001). Si ritiene opportuno sottolineare che tale studio, che ha trovato grande applicazione negli Stati Uniti, è stato recentemente richiamato anche dalla scienza aziendalistica italiana quale strumento per la valutazione dello sconto per "lack of marketability" anche per i titoli quotati caratterizzati da contenuti volumi di scambi tali da non renderne efficiente la formazione del prezzo (c.d. titoli sottili) (Cfr Landa, Zacchini, Onesti, La valutazione della Aziende, Giappichelli 2013, p.531 e ss.gg.).

La media aritmetica semplice delle due valutazioni (€85,3 mln, vale a dire €7,65 per azione) costituisce il nostro target price (invariato rispetto alla nota dell'11 Aprile u.s.). Rating Buy e risk medium invariati.

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, Associazione Italiana Analisti Finanziari – AIAF Board member, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV member, member of Organismo Italiano di Contabilità - OIC, international account working group 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, released by Consob, with Resolution n. 17725 of March 29th 2011.

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	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
6/8/2015	Hold	7,42	Medium	Initiating Coverage
1/10/2015	Buy	7,42	Medium	1H5 Results
11/4/2016	Buy	7,65	Medium	FY15 Results
15/7/2016	Buy	7,65	Medium	New Plant Completed

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. 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.

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:

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		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRAE SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integrae SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies).

The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

In order to disclose its possible interest conflict Integrae SIM states that:

Integrae SIM S.p.A. pays or has paid in the past 12 months inside of the assignment of specialist, research services in favor BioDueS.p.A. .;

Integrae SIM S.p.A. plays, or has played in the last 12 months, the role of specialist financial instruments issued by BioDue S.p.A. .;

Integrae SIM S.p.A. has worked in the last 12 months which entity in charge of placing shares of BioDue SpA resulting from a plan of capital increase approved by the shareholders.