

AIM Italia

Equity Update

Target Price: 2,89

Rating: BUY

Year	Sales €k	EBITDA €k	EBIT €k	Net Profit €k	Eps €	EV/Ebitda x	EV/Ebit x	P/E x
2015 1)	30.897	6.203	2.650	1.743	0,126	2,5	5,7	14,3
2016F	34.500	6.458	3.271	1.926	0,139	2,4	4,6	12,9
2017F	36.200	7.386	3.503	2.073	0,150	2,1	4,3	12,0
2018F	39.050	7.962	3.796	2.296	0,166	1,9	4,0	10,8

i) *Dati Pro-forma*

	Old	New
Rating	Buy	Buy
Risk Rating	Medium	Medium
Target Price	2,45	2,89

Market Data (€)

Close Price (€)	1,80
Share Outstanding (k)	13818
Market Cap (€m)	24873
Market Float (%)	13,0
Avg Daily Vol (n.)	n.m.
Past 12 Months	Max 2,38 Min 1,60

Performance

	3 M	12 M
Absolute	4,5	n.a
Relative	1,5	n.a



I risultati di redditività del 2015 sono superiori rispetto alle nostre stime. La società ha presentato i risultati consolidati includendo, per il trimestre di competenza, M-Three Satcom Srl, acquisita nel mese di settembre 2015. Il fatturato è cresciuto del 20% YoY, raggiungendo €€13,9 mln, mentre l'Ebitda ha fatto registrare un incremento del 43% a €4,6mln. La performance fatta registrare dal Gruppo è legata, oltre all'acquisizione di cui sopra, soprattutto all'ingresso in nuovi importanti mercati da parte di Nautical Channel (i.e.: Dubai e America Latina), nonché all'importante crescita di Giglio TV HK Ltd che ha fatto registrare performance sul mercato cinese ampiamente sopra la media, anticipando di fatto il piano aziendale.

Come promesso in IPO, sono state fatte due acquisizioni. In data 30 settembre Giglio Group ha annunciato una prima operazione straordinaria che ha visto l'acquisizione del 100% di M-Three Satcom Srl, azienda italiana attiva nel settore del broadcasting radio televisivo sia in Italia che all'estero. In data 1 febbraio 2016 Giglio Group ha comunicato al mercato l'acquisizione del 100% di MF Fashion SpA, azienda italiana attiva nel settore del market place online per prodotti del segmento moda fashion.

Il Gruppo Giglio raggiungerà €44 mln di fatturato nel 2019F. Secondo le nostre stime ed assumptions, il Gruppo Giglio, grazie anche alle due acquisizioni, è in grado esprimere risultati completamente diversi sia sotto l'aspetto quantitativo, ma soprattutto sotto l'aspetto qualitativo, rispetto al gruppo "stand alone". Stimiamo un fatturato ed un Ebitda che nel 2019F dovrebbero raggiungere €44,0 mln e €9,0 mln rispettivamente.

Valutazione: target price €2,89 (da €2,45) per azione, buy rating e risk medium. Abbiamo condotto la valutazione di Giglio Group 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 Giglio Group caratterizzata da alcuni particolarità (flussi di cassa, management quality, azionisti manager etc.). L'equity value non include il valore patrimoniale delle licenze per i canali 65 e 68 del digitale terrestre, stimabile in circa €8 mln.

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

Giglio Group

I risultati del 2015

Al 31 Dicembre 2015, i ricavi consolidati di Giglio Group l'Ebitda sono cresciuti del 20% e del 43% raggiungendo €13,9 mln e €4,6 mln rispettivamente. Tali dati sono principalmente riconducibili alle ottime performance delle società controllate. In particolare: Nautical Channel ha aumentato i ricavi grazie all'ingresso in nuovi mercati quali Emirati Arabi, Oman e Libano. Giglio TV cresce grazie all'aumento sostanziale della raccolta pubblicitaria nel mercato asiatico.

L'utile netto consolidato è pari €1,1 milioni. L'incremento del risultato finale va anche attribuito alla ricerca costante di un sempre maggior rendimento della struttura, in una più efficace ottimizzazione delle sinergie infragruppo, avviato all'interno di un percorso armonico di crescita nel 2015 e tutt'ora in corso.

Precisiamo che, che la variazione va considerata tenendo conto del fatto che l'utile netto pro-forma 2014 beneficiava dell'effetto positivo delle imposte differite, generatesi per via del consolidamento pro-forma. Ai fini della quotazione in Borsa, infatti, è stato predisposto un bilancio pro-forma per tener conto delle modifiche intervenute nel perimetro di Giglio Group nel 2015 (incorporazione di Music Box e della controllata Nautical Channel).

Se si esclude l'effetto positivo delle imposte differite, pari a €0, mln, l'utile ante imposte registra una crescita del 9,7%, passando da €1.073 migliaia nel 2014 a Euro 1.177 migliaia nel 2015.

Il patrimonio netto al 31 dicembre 2015 ammontava ad €10,2 mln (€2,4 mln al 31 dicembre 2014), mentre la PFN è pari a €1,8 milioni contro €4,5 milioni evidenziata nel consolidato pro-forma al 31 dicembre 2014; il rapporto PFN\Ebitda risulta così pari a 0,39x.

Il progetto di crescita per linee esterne

A partire dalla quotazione sul Mercato AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale, avvenuta nel mese di agosto 2015, Giglio Group ha completato due importanti acquisizioni considerate strategiche per accelerare il piano di crescita del Gruppo, in linea con quanto dichiarato.

L'operazione M-Three Satcom

In data 30 settembre Giglio Group ha annunciato una prima operazione straordinaria che ha visto l'acquisizione del 100% di M-Three Satcom Srl, azienda italiana attiva nel settore del *broadcasting* radio televisivo sia in Italia che all'estero.

Il controvalore dell'operazione è stato pari a €2,65 mln.

La società opera tramite tre *business unit* interdipendenti:

- Servizi di teleporto, caratterizzati da due piattaforme di distribuzione, localizzate a Roma e Milano, trasmissioni via satellite, *network* di connettività in fibra ottica con un servizio a canone o occasionale;
- *Outside Broadcast* per la produzione e trasmissione in diretta di qualsiasi evento in ambito di news, sport o spettacolo;
- *System Integration* tramite la proposta di soluzioni complete per tutta la catena di produzione in campo *broadcast*, dalla progettazione alla fornitura chiavi in mano inclusa assistenza e gestione del sistema in *outsourcing*.

I razionali dell'operazione sono sintetizzabili come segue:

- opportunità per Giglio Group di inglobare un partner strategico in grado di integrare la tecnologia di distribuzione del segnale televisivo con fibra ottica e via satellite con la propria piattaforma di contenuti e canali televisivi a livello internazionale;
- conseguente miglioramento nella qualità del servizio offerto;
- *saving* di costi per servizi, quantificabile in circa il 10%;
- contestuale acquisto di importanti *assets* di proprietà che Giglio Group originariamente aveva stimato di acquistare all'esterno per un controvalore dell'investimento stesso stimato nel piano originario di quotazione nell'intorno di €2,0 mln.

L'operazione MF Fashion

In data 1 febbraio 2016 Giglio Group ha comunicato al mercato l'acquisizione del 100% di MF Fashion SpA, azienda italiana attiva nel settore del *market place online* per prodotti del segmento moda *fashion*.

Il controvalore dell'operazione è stato pari a complessivi €6,5 mln di cui:

- €2,5 mln *cash*;
- €2,5 mln in azioni Giglio Group a seguito di un aumento di capitale riservato deliberato a servizio dell'operazione, di 1 milione di azioni;

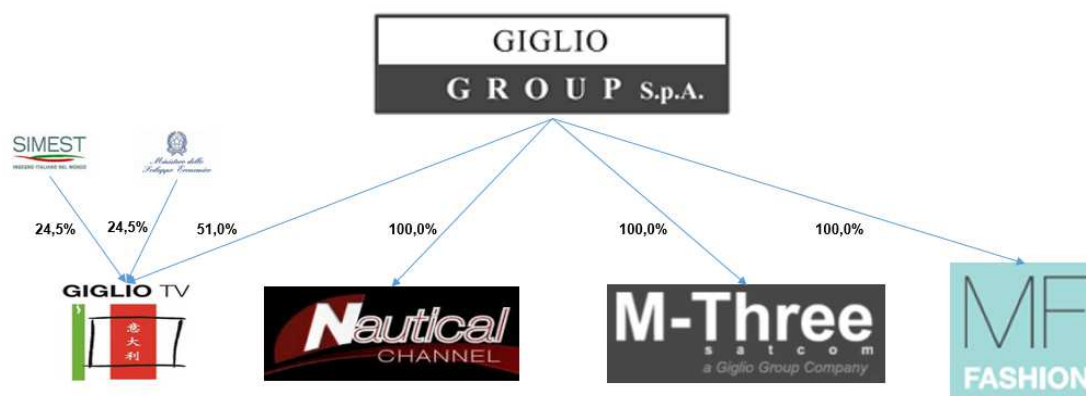
- €1,5 mln tramite *earn-out* da pagarsi entro e non oltre il 31 marzo 2018 al raggiungersi di determinati obiettivi di redditività. Il prezzo implicito delle azioni rinvenienti dall'aumento di capitale è quindi pari ad €2,50.

Il perfezionamento dell'operazione è subordinata all'approvazione dell'assemblea.

MF Fashion opera con un modello b2b e si pone come azienda distributrice *online* dell'eccellenza del fashion sul mercato internazionale. Ad oggi MF Fashion vanta una rete vendita in grado di coinvolgere i principali *player* nel mercato mondiale del *fashion*.

I razionali dell'operazione sono riscontrabili nell'ingresso sul mercato b2b *online* del segmento *fashion*, accelerando di conseguenza il processo di crescita nel segmento dell'*e-commerce* da integrarsi con la tecnologia *second screen*. Lo sviluppo di una piattaforma *e-commerce* integrata infatti, consentirà agli utenti finali di acquistare direttamente i prodotti presentati nei programmi televisivi del Gruppo che stimiamo possa portare importanti vantaggi in termini di redditività.

Fig. 1 - L'Organigramma del Gruppo



Fonte: Giglio Group.

Al fine di rappresentare numericamente la nuova struttura del gruppo abbiamo redatto il bilancio consolidato proforma includendo nel bilancio consolidato del gruppo l'effetto dei 12 mesi della acquisita M-three e dell'acquisenda MF Fashion.

Come si nota dalla figura seguente, il gruppo che nasce a seguito delle acquisizioni è completamente diverso rispetto a quello ante operazioni. Il fatturato pro-forma 2015 è di circa 30,9 mln con un Ebitda di €6,2 mln e un risultato netto di €1,7 mln.

Fig. 2 – Stato patrimoniale e conto economico pro-forma 2015

Bilancio Consolidato Proforma al 31 dicembre 2015										
	Giglio Group S.p.A.	Nautical Channel Limited	Giglio TV HK Limited	M-THREE Satcom	MF FASHION	Aggregato	Rettifiche		Note	Consolidato
							Aumento	Diminuzione		
STATO PATRIMONIALE										
ATTIVITA' NON CORRENTI	10.061.563	2.027.517	3.596.223	994.353	16.747	16.696.403	2.280.103	4.490.000		14.486.505
a Attività materiali	2.412.690	405.882	2.192.383	870.388	8.217	5.889.559	2.280.103		1	8.169.662
b.1 Diritti di distribuzione	1.912.933					1.912.933				1.912.933
b.2 Diritti di edizione		0	0	0	0	0				0
b.3 Altre attività immateriali	358.650	1.621.635	1.403.840	123.965	8.530	3.516.620			2	3.516.620
b Attività immateriali	2.271.583	1.621.635	1.403.840	123.965	8.530	5.429.553		0		5.429.553
c Avviamento	50.000					50.000				50.000
d Partecipazioni	4.410.000					4.410.000		4.410.000		0
e Crediti	917.291					917.291		80.000		837.291
f Attività fiscali differite	0					0			3	0
ATTIVITA' CORRENTI	5.415.059	1.245.316	1.851.669	3.402.330	8.231.909	20.146.283	0	2.332.278		17.814.005
g Rimanenze di magazzino	0		0	139.017	3.035.750	3.174.767				3.174.767
h Crediti commerciali e altri	4.608.952	1.186.218	1.396.257	2.491.360	2.842.188	12.524.975		2.072.278	4	10.452.697
i Crediti finanziari			288.079		0	288.079		260.000		28.079
l Crediti Tributari	423.872		0	180.504	1.263.207	1.867.583				1.867.583
m Altre attività			0	0	0	0				0
n Disponibilità liquide	382.235	59.098	167.332	591.449	1.090.764	2.290.878				2.290.878
TOTALE ATTIVITA'	15.476.622	3.272.833	5.447.892	4.396.683	8.248.656	36.842.685	2.280.103	6.822.278		32.300.510
PASSIVITA' NON CORRENTI	3.466.357	219.976	0	143.944	789.313	4.619.589	464.537	31.063		5.053.063
aa Fodi per rischi e oneri	113.509		0	143.049	16.777	273.335				273.335
bb Passività fiscali differite		219.976	0	895		220.871	464.537	31.063	5	654.344
cc Debiti finanziari	3.352.848		0	0	772.536	4.125.384				4.125.384
PASSIVITA' CORRENTI	4.429.553	2.287.696	1.746.820	3.471.281	5.748.971	17.684.322	0	2.365.923		15.318.399
dd Debiti commerciali e altri debiti	3.559.709	2.059.187	1.746.820	3.348.334	4.865.475	15.579.525		2.365.923	6	13.213.602
ee Debiti finanziari	271.848			71.404	865.820	1.209.072				1.209.072
ff Debiti d'imposta	597.996	228.509		51.543	17.677	895.725				895.725
gg Altre passività				0	0	0				0
TOTALE PASSIVITA'	7.895.910	2.507.672	1.746.820	3.615.225	6.538.284	22.303.911	464.537	2.396.986		20.371.462
hh Capitale sociale	2.832.000	5	3.000.000	100.000	120.000	6.052.005		3.100.005		2.952.000
ii Riserve	5.381.635	251.403		20.540	985.016	6.638.594		271.943		6.366.651
Costi di quotazione	(674.188)					(674.188)				(674.188)
Riserva FTA	3.814					3.814				3.814
ll Risultati portati a nuovo	(24.473)	113.407	3.338	593.889		686.161	138.299	757.136	7	67.324
mm Utile (perdita) del periodo	61.923	400.346	697.734	67.030	605.356	1.832.389	28.087	117.029		1.743.447
TOTALE PATRIMONIO NETTO DI GRUPPO	7.580.712	765.161	3.701.072	781.459	1.710.372	14.538.775	166.386	4.246.113		10.459.049
nn Patrimonio netto di terzi	0	0	0	0	0	0	1.470.000			1.470.000
TOTALE PATRIMONIO NETTO	7.580.712	765.161	3.701.072	781.459	1.710.372	14.538.775	1.636.386	4.246.113		11.929.049
TOTALE PASSIVITA' + PATRIMONIO NETTO	15.476.622	3.272.833	5.447.892	4.396.683	8.248.656	28.594.029	2.100.923	6.643.099		32.300.511
CONTO ECONOMICO										
A Ricavi delle vendite e delle prestazioni	8.957.960	4.854.887	2.473.319	6.871.022	11.787.965	34.945.153		4.280.278	8	30.664.875
B Altri ricavi	114.630		1.815	102.462	14.840	233.747				233.747
C Variazione delle rimanenze	0		0	(48)	2.972.229	2.972.182				2.972.182
D.1 Costi di acquisto per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	(19.493)		0	(122.623)	(12.767.681)	(12.909.797)				(12.909.797)
D.2 Costi per servizi	(4.949.876)	(3.384.010)	(1.107.858)	(5.525.695)	(722.239)	(15.689.679)	2.840.278		9	(12.849.401)
D.3 Costi per godimento beni terzi	(1.981.764)		(2.990)	(66.586)	(38.619)	(2.089.959)	1.440.000			(649.959)
D Costi operativi	(6.951.133)	(3.384.010)	(1.110.849)	(5.714.904)	(13.528.539)	(30.689.435)	4.280.278	0		(26.409.157)
E.1 Salari e stipendi	(143.985)	(236.461)		(461.731)	(89.304)	(931.481)				(931.481)
E.2 Oneri sociali	(44.307)	(24.345)		(142.413)	(11.962)	(223.027)				(223.027)
E.3 TFR	(15.715)			(28.635)	(6.729)	(51.079)				(51.079)
E Costo del personale	(204.006)	(260.806)	0	(632.779)	(107.995)	(1.205.586)	0	0		(1.205.586)
F.1 Ammortamenti imm.ni immateriali	(585.623)	(609.855)	(350.960)	(55.455)	(4.758)	(1.606.651)				(1.606.651)
F.2 Ammortamenti imm.ni materiali	(618.867)		(313.198)	(435.713)	(3.065)	(1.370.843)		120.005	10	(1.490.848)
F.3 Svalutazione	(330.000)			(25.190)	(100.000)	(455.190)				(455.190)
F Ammortamenti e svalutazioni	(1.534.490)	(609.855)	(664.158)	(516.358)	(107.823)	(3.432.684)	0	120.005		(3.552.689)
G Altri costi operativi	(13.518)		(2.394)	(16.705)	(20.813)	(53.430)				(53.430)
Risultato operativo	369.443	600.216	697.734	92.738	1.009.864	2.769.995	4.280.278	4.400.283		2.649.989
H Proventi (oneri) non recurring						(100.000)				(100.000)
Proventi (oneri) finanziari netti	(396.620)	(1.430)		7.534	(9.346)	(399.862)				(399.862)
Risultato prima delle imposte	(27.177)	598.786	697.734	100.272	880.518	2.250.133	4.280.278	4.400.283		2.130.127
I Imposte sul reddito	89.100	(198.440)		(33.242)	(275.162)	(417.744)		31.063		(386.681)
Risultato netto di esercizio	61.923	400.346	697.734	67.030	605.356	1.832.389	4.311.341	4.400.283		1.743.447
EBITDA	1.903.933	1.210.071	1.361.891	609.096	1.117.687					6.202.631
EBITDA MARGIN	21%	24,9%	55,1%	8,9%	9,5%					20%

Fonte: elaborazione Integrae SIM su dati Giglio Group.

Le stime 2016 - 2019

Abbiamo elaborato le nostre stime avendo come punto di partenza lo stato patrimoniale e il conto economico pro-forma 2015 ed assunto che la società acquisita e la acquisenda rientrino nel perimetro di consolidamento a partire dal 31 dicembre 2015.

Di seguito le nostre *assumptions* di base:

- investimenti: abbiamo ipotizzato investimenti in contenuti e costi per doppiaggio pari ad €2,4 mln, in linea con la media degli ultimi 3 anni;
- ricavi: abbiamo prudenzialmente stimato una crescita pari a zero per Giglio SpA, alla luce della contenuta crescita della raccolta pubblicitaria in Italia. Per quanto riguarda Nautical Channel, la stima è di una crescita dell'1% della pubblicità correlata all'ingresso in nuovi mercati. Per Giglio TV abbiamo invece stimato una crescita della pubblicità del 3% basata sull'incremento dell'economia cinese;
- e-commerce btb: riteniamo che grazie all'acquisizione di Mf fashion Giglio sarà in grado di creare una nuova linea di business basata sulla vendita ai *market place* cinesi dei prodotti *fashion e food Italian Style*. Nel 2016 stimiamo un fatturato di €0,5 mln, che riteniamo possa crescere in modo esponenziale (sulla base della crescita in Europa del fatturato di MF) negli anni successivi;
- Mthree stimiamo una crescita dell'1% negli anni 2016-2019. In linea con gli ultimi anni;
- MF Fashion. Abbiamo basato le nostre stime in funzione della crescita del PIL europeo, tenuto conto della volatilità e incertezza della stessa. A partire dal 2016 verrà aperta la sede di New York per replicare il modello del business anche in USA e Canada;
- nella stima della PFN abbiamo tenuto conto dell'emissione di un minibond, così come da comunicato stampa della società in data 1 febbraio 2016, che abbiamo supposto pari a €3,5 mln.

Fig. 3 – Il conto economico

CONTO ECONOMICO	2016F	2017F	2018F	2019F
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	34.500.000	36.200.000	39.050.000	44.000.000
Altri ricavi	0	0	0	0
VALORE DELLE PRODUZIONE	34.500.000	36.200.000	39.050.000	44.000.000
Variazione delle rimanenze	3.250.000	3.500.000	4.000.000	4.600.000
Costi di acquisto per materie prime	-14.500.000	-14.850.000	-16.300.000	-18.300.000
Costi per servizi	-14.200.000	-14.900.000	-16.000.000	-18.200.000
Costi per godimento beni terzi	-925.000	-950.000	-1.020.000	-1.100.000
COSTI OPERATIVI	-26.375.000	-27.200.000	-29.320.000	-33.000.000
Salari e stipendi	-1.305.000	-1.230.000	-1.355.000	-1.499.000
Oneri sociali	-245.000	-262.000	-280.000	-318.000
TFR	-56.700	-60.000	-65.000	-72.000
COSTO DEL PERSONALE	-1.606.700	-1.552.000	-1.700.000	-1.889.000
Altri costi operativi	-60.000	-62.500	-68.000	-76.000
EBITDA	6.458.300	7.385.500	7.962.000	9.035.000
<i>Ebitda margin</i>	18,7%	20,4%	20,4%	20,5%
Ammortamenti imm.ni immateriali	-1.945.282	-2.570.166	-2.752.285	-3.300.000
Diritti di distribuzione	-477.881	-477.881	-550.000	-650.000
Diritti di edizione	-1.050.000	-1.700.000	-1.800.000	-2.100.000
Altre attività immateriali	-417.401	-392.285	-402.285	-550.000
Ammortamenti imm.ni materiali	-1.150.000	-1.300.000	-1.400.000	-1.450.000
Svalutazione crediti	-92.299	-12.737	-13.374	-14.043
Accantonamenti Rischi e oneri	0	0	0	0
Ammortamenti e svalutazioni	-3.187.581	-3.882.903	-4.165.659	-4.764.043
EBIT	3.270.719	3.502.597	3.796.341	4.270.957
<i>Ebit margin</i>	9,5%	9,7%	9,7%	9,7%
Proventi (oneri) non recurring	0	0	0	0
Proventi (oneri) finanziari netti	(365.000)	(400.000)	(400.000)	(400.000)
UTILE ANTE IMPOSTE	2.905.719	3.102.597	3.396.341	3.870.957
Imposte sul reddito	(980.000)	(1.030.000)	(1.100.000)	(1.250.000)
UTILE NETTO	1.925.719	2.072.597	2.296.341	2.620.957

Fonte: stime Integræ SIM

Fig. 4 – Lo stato patrimoniale

STATO PATRIMONIALE	2016F	2017F	2018F	2019F
ATTIVITA' NON CORRENTI	12.486.752	10.648.402	8.544.923	5.346.544
Attività materiali	3.800.000	2.600.000	1.738.156	726.667
Attività immateriali	7.600.000	7.000.000	5.758.365	3.571.474
Avviamento	50.000	50.000	50.000	50.000
Partecipazioni	0	0	0	0
Crediti	250.000	211.650	211.650	211.650
Attività fiscali differite	786.752	786.752	786.752	786.752
ATTIVITA' CORRENTI	11.240.511	15.400.511	19.500.511	25.250.511
Rimanenze di magazzino	0	0	0	0
Crediti commerciali e altri	8.000.000	9.000.000	9.500.000	11.000.000
Crediti finanziari	511	511	511	511
Crediti d'imposta	(60.000)	500.000	1.000.000	1.250.000
Altre attività				
Disponibilità liquide	3.300.000	5.900.000	9.000.000	13.000.000
TOTALE ATTIVITA'	23.727.263	26.048.913	28.045.434	30.597.055
PASSIVITA' NON CORRENTI	2.306.427	1.757.653	1.359.847	1.220.078
Fodi per rischi e oneri	17.512	17.512	17.512	17.512
Passività fiscali differite	40.000	92.538	92.538	92.538
Debiti finanziari	2.248.915	1.647.603	1.249.797	1.110.028
PASSIVITA' CORRENTI	15.497.150	14.747.150	13.747.150	13.247.150
Debiti commerciali e altri debiti	6.950.000	7.200.000	7.700.000	8.700.000
Debiti finanziari	7.500.000	6.500.000	5.000.000	3.500.000
Debiti d'imposta	434.175	434.175	434.175	434.175
Altre passività	612.975	612.975	612.975	612.975
TOTALE PASSIVITA'	17.803.577	16.504.803	15.106.997	14.467.228
TOTALE PATRIMONIO NETTO DI GRUPPO	4.453.686	8.074.110	11.468.436	14.659.826
Patrimonio netto di terzi	1.470.000	1.470.000	1.470.000	1.470.000
TOTALE PATRIMONIO NETTO	5.923.686	9.544.110	12.938.436	16.129.826
TOTALE PASSIVITA' + PATRIMONIO NETTO	23.727.263	26.048.913	28.045.433	30.597.055

Fonte: stime Integrae SIM

La valutazione

Abbiamo condotto la valutazione di Giglio Group 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 Giglio Group 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 Giglio Group consente di poter allungare l'orizzonte temporale fino al 2020F. 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. 5 – I dati di input

Dati di Input	
Rendimento bond 10y	1,30%
Equity Risk Premium	8,66%
Beta Unl	0,83
Beta Lev	1,40
Fattore specifico rischio PMI	2,50%
Ke	15,92%
Average gross cost of debt	5,00%
Tax Rate	31,4%
E/IC	50%
D/IC	50%
g	1,5%
WACC	9,7%

Fonte: elaborazione Integrae 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 4 anni e sette mesi e 6 anni e sei mesi relativi al periodo febbraio 2015 – gennaio 2016;

- il *market premium* è quello calcolato dal Prof. A. Damodaran per l'Italia, pari all'8,66% (Aggiornamento luglio 2015);
- Il *Beta unlevered* è stato determinato sulla base del Beta medio a 1 anno relativo allo stesso campione di titoli comparabili usato per la determinazione dell'*equity value* con la metodologia dei multipli, pari a 0,75. Precisiamo che la scelta del periodo temporale (1 anno) e la frequenza delle osservazioni (settimanali) è stata scelta in funzione della massimizzazione della significatività della regressione lineare, espressa dal parametro R^2 . Il *Beta unlevered* risultante dalla regressione lineare (0,70) è stato corretto sulla base della seguente formula: $Beta\ Adjusted = 0,75 * 0,67 + 1 * 0,33$ (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* “rafforzato” pari a 0,83. Lo stesso è stato poi levereggiato sulla base del D/E medio stimato per gli anni 2015-19F. il *Beta levered* risulta così pari a 1,40x.

Fig. 6 – Il calcolo del Beta medio utilizzato

Beta Unlevered	-1Y	-2Y	-3Y	-4Y	-5Y
TVA Group Inc.	0,03	-0,02	0,02	0,06	0,09
Bona Film Group Ltd.	0,62	0,66	0,50	0,60	n.a.
Grupo Televisa, S.A.B.	0,57	0,48	0,47	0,55	0,61
Television Broadcasts Limited	0,97	0,68	0,66	0,65	0,68
Liberty Interactive Corp	0,97	1,00	1,02	0,86	0,94
Modern Times Group AB	0,65	0,84	0,78	1,03	1,09
R.S. PCL	0,33	0,15	0,48	0,53	0,49
Atresmedia Corporación de Medios de Comunicación SA	0,87	1,09	1,05	1,16	1,25
Mediaset S.p.A.	0,99	1,31	1,46	1,57	1,46
Television Francaise 1 SA	1,01	1,28	1,25	1,39	1,38
SBS Media Holdings Co., Ltd.	1,24	0,94	0,88	0,48	0,58
ProSiebenSat.1 Media SE	0,95	0,94	0,96	1,21	1,29
Liberty Interactive Corp	0,97	1,00	1,02	0,86	0,94
Atresmedia Corporación de Medios de Comunicación SA	0,87	1,09	1,05	1,16	1,25
Sun Tv Network Limited	-0,02	-0,05	0,12	0,15	0,17
ITV plc	0,97	1,00	0,96	0,98	1,01
Modern Times Group AB	0,65	0,84	0,78	1,03	1,09
Tokyo Broadcasting System Holdings Inc.	1,26	1,24	1,19	1,00	0,99
Zee Entertainment Enterprises Limited	0,28	0,14	0,13	0,09	0,17
Media	0,75	0,77	0,78	0,81	0,86

Fonte: elaborazione Integræ SIM su dati Infinalcial

- il tasso di crescita “g” utilizzato per il calcolo del *Terminal Value* è conservativamente posto uguale all'1,5%;
- 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);

Con le nostre stime ed *assumptions* di cui sopra, ne risulta un WACC del 9,7%.

Fig. 7 – Il modello DCF

DCF	2016	2017	2018	2019	2020	TV	Totale
EBITDA	6458	7386	7962	9035	9939		
Ammortamento	-3188	-3883	-4166	-4764	-5240		
EBIT	3271	3503	3796	4271	4698		
Imposte teoriche	1027	1100	1192	1341	1475		
NOPAT	2244	2403	2604	2930	3223		
Ammortamenti	3188	3883	4166	4764	5240		
Ch. NWC	-1085	-1310	-1000	-750	-750		
Capex	-2183	-2578	-2260	-750	-500		
FCFF	2163	2397	3510	6194	7213	3620	
Time factor	1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	5,50	
Discount Factor	1,10	1,20	1,32	1,45	1,59	1,66	
NPV FCFF	1973	1993	2661	4281	4546	26646	42099
Enterprise Value	42.099						
PFN/(cassa)	4.125						
Equity Value	37.974						

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 €37,9 mln.

Fig. 8 – Sensitivity Analysis (Wacc - Long Term Growth)

	WACC						
	8,2%	8,7%	9,2%	9,7%	10,2%	10,7%	11,2%
2,25%	52041	47750	44071	40883	38091	35627	33434
2,00%	50330	46320	42862	39850	37201	34854	32758
1,75%	48752	44993	41735	38882	36364	34124	32118
G 1,50%	47292	43759	40680	37974	35575	33434	31511
1,25%	45937	42608	39693	37120	34831	32781	30934
1,00%	44677	41531	38766	36314	34127	32161	30386
0,75%	43502	40523	37893	35554	33460	31573	29864

Fonte: elaborazione Integrae SIM

La metodologia dei multipli

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

Queste le società con i multipli per il periodo 2015-76F (Fonte: Infancia), le stesse utilizzate per il calcolo del Beta.

Fig. 9 - I peers

Company	EV/Ebitda			EV/Ebit			P/E		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
TVA Group Inc.	7,58	6,53	5,52	21,18	21,57	13,33	nm	17,92	12,10
Bona Film Group Ltd.	n.m.	n.m.		n.m.	n.m.		n.m.	n.m.	
Grupo Televisa, S.A.B.	9,59	9,82	9,31	16,56	17,19	16,32	23,34	31,24	27,34
Television Broadcasts Limited	8,88	10,18	9,41	11,28	15,13	14,03	16,15	17,28	17,67
Liberty Interactive Corp - QVC Group	9,18	8,43	8,00	14,03	13,31	11,85	20,14	17,82	14,87
Modern Times Group AB	12,50	11,62	10,80	14,41	13,70	12,48	16,91	16,79	15,46
R.S. PCL	16,83	11,84	8,15	n.m.	30,05	17,40	n.m.	44,26	26,09
Atresmedia Corporacion de Medios de Comunicacion SA	18,20	14,55	12,99	20,56	16,07	14,32	25,83	19,14	16,73
Mediaset S.p.A.	15,36	11,66	8,38	26,09	15,43	10,43	n.m.	42,03	24,08
Television Francaise 1 SA	13,30	12,24	9,51	19,48	16,71	12,38	32,22	31,19	22,71
SBS Media Holdings Co., Ltd.									
ProSiebenSat.1 Media SE	12,30	11,29	10,59	14,86	13,18	12,21	20,44	17,77	16,42
BEC World PCL	9,46	9,14	8,66	17,67	16,94	15,76	22,61	22,09	19,97
Liberty Interactive Corp - QVC Group	9,18	8,43	8,00	14,03	13,31	11,85	20,14	17,82	14,87
Atresmedia Corporacion de Medios de Comunicacion SA	18,20	14,55	12,99	20,56	16,07	14,32	25,83	19,14	16,73
Modern Times Group AB	12,50	11,62	10,80	14,41	13,70	12,48	16,91	16,79	15,46
Tokyo Broadcasting System Holdings Inc.	8,81	8,76	10,07	17,18	16,66	15,58	27,02	25,24	28,56
Grupo Televisa, S.A.B.	9,59	9,82	9,31	16,56	17,19	16,32	n.m.	31,24	27,34
Zee Entertainment Enterprises Limited	24,83	19,53	15,85	25,97	20,29	16,24	35,75	27,81	23,32
Media	12,72	11,18	9,90	17,80	16,85	13,96	23,33	24,44	19,98

Fonte: elaborazione Integrae SIM

L'equity value calcolato attraverso la metodologia dei multipli, risulta di €52,3 mln. Allo stesso, abbiamo applicato uno sconto del 20%, raggiungendo un valore di €41,8 mln, leggermente superiore rispetto a quello risultante dalla metodologia dello sconto dei flussi di cassa, DCF (€37,9).

Il giudizio sulla ragionevolezza dello sconto è stato calcolato con riguardo alla minore liquidità rispetto ai comparables. A tale riguardo si è tenuto conto anche dello studio condotto da W.L. Silber (*Discount on restricted stock: the impact of liquidity on stock prices in Financial Analysis Journal*, vol. 47, 1997, pp 60-64, più recentemente confermato da J.D. Finnerty, *the impact of transfer restriction on stock prices, Working paper, Analisis Group/Economics, Cambridge*, Ottobre 2002, che ha individuato uno sconto medio variabile tra il 15% e il 25%). Abbiamo applicato lo sconto medio del range, considerata l'ottima visibilità del network "Giglio Group".

Lo sconto di liquidità, diversamente dallo 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.).

L'equity value di Giglio Group, determinato come sopra, risulta pari a €2,89 (da €2,45) per azione.

Tali valori, derivanti sia dallo sconto di flussi (DCF), sia dall'applicazione della metodologia dei multipli, non tengono conto dell'aspetto patrimoniale relativo alle licenze. In altre parole si considerano solo i flussi di cassa e di reddito (lordo e netto) che fluiscono dagli *assets* investiti, ma non il valore – attuale o potenziale – degli stessi. Il valore di mercato delle sole licenze per i canali 65 e 68 del digitale terrestre è stimabile in circa €4 mln ciascuna. Tale valore è ricavato dalle transazioni comparabili avvenute nel gennaio 2015:

- Discovery italia ha acquistato da DeeJay television il canale 9 per un controvalore di €17 mln;
- Sky Italia ha acquisito da Class TV il canale 27 per un controvalore di €9 mln.

L'equity value non considera neanche l'aspetto patrimoniale legato al valore della *library*.

Il nostro *target price* aumenta quindi a €2,89 (da €2,45 della nota del 21 settembre scorso). *Buy rating a 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 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 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	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
14/9/2015	Buy	2,12	Medium	Initiating Coverage
21/9/2015	Buy	2,45	Medium	1H15 Results

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 Giglio Group S.p.A. .;

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

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