

AIM Italia

Equity Update

Rating: Buy

Target Price: €6,22

Year	Sales €m	EBITDA €m	EBIT €m	Net Profit	Adj. EPS	EV/ EBITDA	EV/ EBIT	P/E
2014	16,5	2,0	1,4	0,2	0,050	10,6	15,6	88,6
2015	16,7	2,2	1,4	0,4	0,116	9,9	15,0	37,9
2016F	18,5	2,6	1,7	0,6	0,166	8,4	12,5	26,5
2017F	22,0	3,7	2,9	1,6	0,413	5,7	7,3	10,7
2018F	23,2	4,3	3,6	2,1	0,546	5,0	5,9	8,1

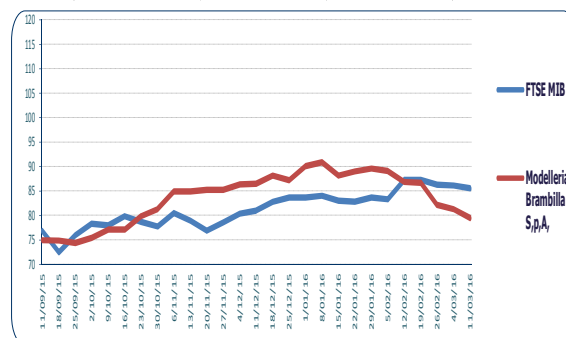
	Old	New
Rating	Buy	Buy
Risk Rating	Medium	Medium
Target (€)	6,00	6,22

Market Data (€)

Close Price (€)	4,40
Share Outstanding (m)	3,80
Market Cap. (€/m)	16,7
Market Float (%)	15,7
Avg daily Vol. (000s)	4,5
Past 12 Months	Max 6,36 Min 2,68

Performance

	3 M	12 M
Absolute	-16,9	49,7
Relative	-3,4	70,0



I risultati FY15 sono in linea con le nostre stime e in grado di supportare le stesse per il periodo 2016-18F. Il valore della produzione è cresciuto dell'1,2% YoY raggiungendo €16,7 mln (€16,5 mln nel FY14), grazie al positivo contributo di tutti i principali mercati di riferimento incluso quello italiano. L'Ebitda è cresciuto del 7,9% YoY raggiungendo €2,2 mln, grazie in particolare al contenimento della crescita dei costi di struttura legati al piano industriale i cui benefici saranno pienamente visibili a partire dal FY17F. L'Ebit e l'utile netto sono risultati in crescita del 4,4% e 126,5% rispettivamente.

La posizione finanziaria netta, inclusi i leasing finanziari, cresce a €5,2 mln (da €4,2 mln) per effetto degli investimenti immobiliari del nuovo sito produttivo connesso allo sviluppo dell'attività e previsti dal piano strategico presentato in sede di IPO.

Fine tuning delle stime 2016-18F. Abbiamo operato un upgrade delle stime di Ebitda 2016-2018 dell'1,2% medio l'anno. Le nostre stime, tengono conto: 1) della produzione localizzata nei mercati emergenti; 2) dell'ottimizzazione dei costi di progettazione e dell'aumento della capacità produttiva dello stabilimento di Correggio ormai giunto alla saturazione; 3) dell'innovazione di processo e di prodotto. Le nostre stime prevedono un CAGR 2014-2018F dei ricavi pari al 12,3%. L'andamento dei ricavi evidenzia un percorso di crescita organica, dovuto ad un'espansione sui mercati internazionali accompagnata da un incremento della capacità produttiva aziendale. Inoltre, stimiamo che nei prossimi anni la società possa aprire altre JV nelle LCC (oltre a quella indicata sotto), accedendo ancora di più ai mercati locali, oltre ad avere un'ulteriore crescita sui clienti storici supportata da un aumento della capacità produttiva. Il 30 gennaio 2015 Modelleria Brambilla ha annunciato la costituzione di "Brambilla India Private Ltd", joint venture paritetica con la società indiana Continental Engines Ltd (Baxi Group), con sede a New Delhi, in esecuzione degli accordi stipulati in data 31 luglio 2014. La società ha così posto le basi per realizzazione di un nuovo stabilimento dedicato alla progettazione, produzione e vendita sul mercato indiano e a livello mondiale di stampi e casse d'anima per fusioni in alluminio o ghisa.

La Valutazione: Target Price €6,22 (da €6,0), rating Buy e risk medium (invarianti). Abbiamo valutato l'equity value di Modelleria Brambilla attraverso l'uso di due metodologie: DCF e multipli. Il fair di Modelleria Brambilla risulta di €23,6 mln. Precisiamo che le stime dei multipli dei competitors sono disponibili fino al 2017F, esercizio in cui Modelleria Brambilla si troverà in piena fase di investimento, ma con i benefici economici e finanziaria associati agli stessi non ancora visibili. Nonostante la redditività degli investimenti non sia ancora pienamente visibile nel periodo 2016-17F, notiamo come l'Ebitda margin di Modelleria Brambilla sia più elevato per tutti e tre gli anni considerati rispetto alla media del campione. In particolare per il 2017F stimiamo un Ebitda margin di Modelleria Brambilla superiore del 35% rispetto ai comparabili, anno in cui sarà maggiore la visibilità degli investimenti degli esercizi precedenti. Questo ci consente di applicare un premio pari al 35% all'equity value risultate dall'applicazione della metodologia dei multipli.

I risultati

I fatti di rilievo del 2015 e dei mesi successivi

A maggio la società ha acquisito una nuova area di 2.500 mq adiacente agli stabilimenti produttivi di Correggio con un investimento complessivo di €1,2 mln, che consente di raddoppiare da 2.500 a 5.000 mq la superficie e quindi intraprendere nuovi investimenti per raggiungere una capacità produttiva in linea con la domanda del mercato. Investimenti previsti dal piano di sviluppo e presentati di sede di IPO.

Nuove importanti commesse

Marzo 2016: commessa per la fonderia indiana di Nematik (già cliente di Modelleria Brambilla tramite i suoi stabilimenti in Stati Uniti, Germania, Austria, Slovacchia e Ungheria) la più importante multinazionale nel settore della fonderia del valore di circa 1 mln di dollari.

La commessa prevede la progettazione e la produzione del primo gruppo di attrezzature per la fusione di un nuovo motore di un'importante casa automobilistica nordamericana. La consegna è prevista a metà del 2016.

Marzo 2016: commessa con BMW Brilliance (JV BWM in Cina) per oltre €0,8 mln. La commessa riguarda attrezzature per la fusione di due basamenti motore, rispettivamente di 3 cilindri e 4 cilindri. La consegna è prevista entro fine 2016.

Febbraio 2016: due commesse per complessivi €1,2 mln con Kia Motors (prima commessa dalla Corea del Sud), per la fornitura di una serie di attrezzature per un nuovo motore e con Dr.Axion (fornitore di riferimento di Kia stessa) per la produzione di un'innovativa cassa d'anima. Entrambe le commesse saranno sviluppate con la tecnologia a processo inorganico.

La tecnologia a processo inorganico, di cui Modelleria Brambilla è tra le poche aziende al mondo a detenere il know how, garantisce un'assenza di emissioni con completa ecocompatibilità ambientale e, conseguentemente, minori porosità nei getti con una maggiore efficienza in termini di minori scarti e interventi di manutenzione. I produttori auto del Far East stanno mostrando grande interesse per la nuova tecnologia, così come, in Europa, quelli tedeschi, già all'avanguardia con operatori come BMW, VW e ASK Chemicals.

Febbraio 2016: commessa di €0,8 mln per la produzione di stampi per un motore diesel da parte di Brambilla India Private Ltd, joint venture paritetica con la società indiana Continental Engines Ltd (Baxi Group) con sede a New Delhi costituita nel gennaio 2015. L'accordo rappresenta la prima commessa significativa da parte della joint venture indiana che contribuirà, come da previsioni, sia alla produzione per il mercato locale che verrà avviata a breve, sia all'acquisizione di ordini commerciali da parte di clienti asiatici. La consegna è prevista nel secondo semestre 2016.

Ottobre 2015: commessa di 0,1 mln per Volkswagen Poznam per la fornitura di un'attrezzatura per fusione in serie della tesata di un motore quattro cilindri.

Settembre 2015: commessa di €0,5 mln con BMW AG per il set completo di attrezzature per il primo lotto di produzione di una nuova testa motore da 6 cilindri. Commessa di €1,4 mln con BMW Brilliance Automotive Ltd. (JV tra BMW AG e Brilliance China Automotive Holdings Ltd., con sede a Shenyang); riguarda la fornitura di attrezzature per la produzione dei basamenti motore 3 e 4 cilindri la cui fusione è prevista in loco.

Luglio 2015: commessa di €0,5 mln per BMW per lo stabilimento di Landshut in Germania. Riguarda la produzione di stampi per una testata 4 cilindri con consegna a partire da ottobre 2015 fino all'anno successivo.

Giugno 2015: commessa di €1,0 mln per Nematik Messico, relativa alla progettazione e produzione del primo gruppo di attrezzature per la fusione di un nuovo motore di un'importante casa automobilistica nordamericana, un propulsore particolarmente innovativo in termini di riduzione dei consumi e delle emissioni. La consegna è prevista entro il 2015.

Maggio 2015: commessa di €0,7 mln per Volkswagen Mexico (prima commessa multi attrezzature per uno stabilimento extraeuropeo) con consegna suddivisa tra il secondo semestre 2015 e il primo del 2016.

Aprile 2015: commessa di \$0,5 mln per Nematik U.S.A., la più importante multinazionale nel settore della fonderia, relativa al nuovo stabilimento nel Tennessee con un ordine di attrezzature destinate a produrre pezzi per una primaria casa automobilistica americana, in consegna a settembre 2015.

Le stime per il periodo 2016-18F

Le nostre stime per il periodo 2016-18F tengono conto delle dinamiche di settore prospettiche sia dei seguenti driver di crescita:

- **Produzione localizzata nei mercati emergenti:** alla fine 2013 Modelleria Brambilla ha aperto un Ufficio Tecnico (Italian Foundry Engineering) con l'obiettivo di ottimizzare i costi di progettazione. E' il primo passo verso la costituzione di una realtà produttiva che consenta di: penetrare il mercato locale, colmando l'esistente lacuna tecnologica e di creare un'alternativa per la fornitura low cost alla casa madre dei componenti meno critici. Grazie anche ai proventi dell'IPO, Modelleria Brambilla ha in progetto l'espansione sul mercato Cinese tramite l'acquisizione di una realtà produttiva locale;
- **Aumento della capacità produttiva**, ormai giunta a saturazione, mediante il potenziamento degli impianti produttivi di Correggio. Aumento della capacità produttiva (e della relativa efficienza) sia delle lavorazioni meccaniche che del reparto montaggio, esternalizzando le attività a minor valore aggiunto. L'aumento dei livelli di efficienza produttiva consentiranno a Modelleria Brambilla di poter stringere partnership sempre più strette con le case automobilistiche clienti;
- **Innovazione di processo e di prodotto.** MB è attiva, con due importanti progetti, nel campo dell'innovazione di attrezzature per fonderia:
 1. Grazie alla collaborazione con la fonderia di BWM e ASK Chemicals avviata negli ultimi anni, Modelleria Brambilla ha per prima sviluppato il processo inorganico che garantisce assenza di emissioni e conseguentemente minori porosità nei getti (-scarti) ed una diminuzione degli interventi di manutenzione (+ efficienza). Per chi possiede questo know-how vi sarà pertanto la possibilità di affiancare le fonderie più evolute nel rinnovamento delle proprie attrezzature. In particolare consentirà a MB di focalizzarsi ulteriormente sul mercato tedesco, che sarà il primo a spostarsi sul processo inorganico.
 2. Modelleria Brambilla è partner strategico, insieme ai più importanti player del settore automotive, nel progetto EFEVE, che mira allo sviluppo di nuove leghe di alluminio e magnesio nano rinforzato nonché nuovi processi di produzione per tali

materiali. Questi sviluppi consentiranno la fabbricazione di nuovi componenti (per il settore automotive, energia eolica e costruzione) ad alte prestazioni, riducendo peso, energia, costi ed aumentandone la flessibilità.

Le nostre stime prevedono un CAGR 2015-2018F dei ricavi pari all'11,5%. L'andamento dei ricavi evidenzia un percorso di crescita organica, dovuto ad un'espansione sui mercati internazionali accompagnata da un incremento della capacità produttiva aziendale. Il CAGR 2015-2018F dell'Ebitda è pari al 16,4%. La crescita dell'Ebitda, più che proporzionale rispetto a quella del valore della produzione, è giustificata da un aumento dell'utilizzo delle macchine e conseguentemente da maggiore assorbimento dei costi fissi. A partire dal 2017F, grazie alla diminuzione dell'indebitamento finanziario e quindi un miglioramento del saldo della gestione finanziaria, stimiamo un incremento dell'utile netto (CAGR 58%). Nel triennio 2016-2018F stimiamo importanti e strategici investimenti, pari a €3,4 mln, in immobilizzazioni materiali (macchinari per aumentare capacità produttiva e standard qualitativi) e immobilizzazioni finanziarie (JV indiana). Stimiamo prudenzialmente che il CCN a partire dal 2016 sia influenzato in misura inferiore dalla componente di acconti. Nel 2016 le immobilizzazioni crescono in misura elevata per via del piano di investimenti previsto. La PFN 2016 si incrementa per via del fabbisogno finanziario di €3,3 mln, in parte coperto attraverso emissione del P.O.C. per €1,5 mln. A partire dal 2017F la PFN si riduce grazie alla generazione di flussi di cassa della gestione corrente. L'effetto combinato di un aumento della marginalità ed una riduzione degli oneri finanziari comporta un incremento dell'Ebitda coverage. Stimiamo un aumento del ROI che nel 2019F, dovrebbe raggiungere il 36% (18% nel 2015) grazie agli investimenti effettuati. Già a partire dal 2017F, gli investimenti iniziano ad avere manifestazione economica in termini di incremento del fatturato (crescita asset turnover) e della marginalità (incremento ROS).

Le nostre stime dei flussi di cassa 2016-2019F riflettono un percorso di crescita sostenibile a seguito degli investimenti effettuati nel periodo 2015-2016F.

Fig. 1 – Il conto economico

P&L	2015		2016 F		2017 F		2018 F	
Value of production	16.687.411	100%	18.500.000	100%	22.000.000	100%	23.200.000	100%
Production costs	10.668.393	63,9%	11.953.247	64,6%	13.965.590	63,5%	14.519.520	62,6%
Value added	6.019.018	36,1%	6.546.753	35,4%	8.034.410	36,5%	8.680.480	37,4%
Cost of labor	3.845.892	23,0%	3.994.089	21,6%	4.293.941	19,5%	4.379.820	18,9%
EBITDA	2.173.126	13,0%	2.552.664	13,8%	3.740.469	17,0%	4.300.660	18,5%
Depreciations	741.539	0,4%	837.664	4,5%	808.527	3,7%	656.256	2,8%
EBIT	1.431.587	8,6%	1.715.000	9,3%	2.931.942	13,3%	3.644.404	15,7%
Financial charger	- 586.996	-3,5%	- 570.000	-3,1%	- 476.331	-2,2%	- 448.872	-1,9%
Extraordinary items	- 109.987	-0,7%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Pre-tax profit	734.604	4,4%	1.145.000	6,2%	2.455.612	11,2%	3.195.532	13,8%
Taxes	- 293.669	-	- 513.198	-	- 885.863	-	- 1.120.116	-4,8%
Net profit	440.935	2,6%	631.802	3,4%	1.569.748	7,1%	2.075.416	8,9%

Fonte: Modelleria Brambilla e stime Integræ SIM

Fig. 2 – Lo stato patrimoniale

A&L	2015	2016 F	2017 F	2018 F
Net fixed assets	5.202.868	5.410.818	6.127.152	6.811.244
Net working capital	3.709.330	4.422.433	5.130.087	5.327.592
Invested capital	8.912.198	9.833.251	11.257.239	12.138.836
	15.635	- 713.103	- 707.654	- 197.505
Severance pay	- 817.125	- 867.125	- 917.125	- 967.125
Net invested capital	8.095.073	8.966.126	10.340.114	11.171.711
Covered by				
Shareholders' equity	- 2.876.567	3.588.031	- 5.099.480	- 7.273.885
Net debt	- 5.218.506	- 5.378.095	- 5.240.634	- 3.897.826
Cover	- 8.095.073	- 8.966.126	- 10.340.114	- 11.171.711

Fonte: Modelleria Brambilla e stime Integræ SIM

La valutazione

Abbiamo condotto la valutazione di Modelleria Brambilla 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 Modelleria Brambilla caratterizzata da alcuni particolarità (flussi di cassa, management quality, track record, azionisti manager, sviluppo potenziale elevato).

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 Modelleria Brambilla, ci consente di poter allungare l'orizzonte temporale fino al 2019F, anno in cui la redditività dei progetti iniziati nel 2014-16F, sarà pienamente visibile. 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

Main Assumptions	
g	1,00%
Rendimento bond 10y	1,30%
Equity Risk Premium	9,30%
Ke	16,63%
Kd	3,50%
Tax Rate	31,40%
Debt	60,00%
Equity	40,00%
Beta Unlevered	0,68
Beta Levered	1,38
WACC	8,09%

Fonte: stime Integrae SIM

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

- D/E medio così come da nostre stime, pari al 80% per il debito e il 20% per l'equity;

- il risk free rate è quello medio lordo dei titoli Rendistato (fonte Banca d'Italia) con rendimento compreso tra 8 anni e 7 mesi e 12 anni e 6 mesi degli ultimi 12 mesi;
- il market premium è quello calcolato dal Prof. A. Damodaran per l'Italia (Gennaio 2016);
- Il beta relevered utilizzato, pari a 1,38, è quello medio unlevered di un campione di società comparabili (pari a 0,68 - fonte infinancials), levereggiato per tenere conto della composizione del capitale investito;
- il tasso di crescita "g" utilizzato per il calcolo del Terminal Value è conservativamente posto uguale all'1.0%;

Ne risulta un WACC dell'8,09%.

Fig. 4 - Il modello DCF

DCF	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	TV
EBITDA	2,55	3,74	4,30	4,56	4,83	
Depreciations	0,84	0,81	0,66	0,70	0,90	
EBIT	1,72	2,93	3,64	3,86	3,93	
Taxex	(0,54)	(0,92)	(1,14)	(1,21)	(1,23)	
NOPAT	1,18	2,01	2,50	2,65	2,70	
Depreciations	0,84	0,81	0,66	0,70	0,90	
NWC change	(0,71)	(0,71)	(0,20)	(0,15)	(0,15)	
Severance pay change	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	
Capex	(2,15)	(0,10)	(0,10)	(0,10)	(0,10)	
FCFF	(0,72)	2,14	2,99	3,23	3,48	31,34
Time factor	1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	5,00
Discount Factor	1,08	1,17	1,26	1,37	1,48	1,48
NPV FCFF	(0,67)	1,83	2,37	2,36	2,36	21,24
Enterprise Value	29,50					
PFN/(cassa)	5,22					
Equity Value	24,28					

Fonte: elaborazione Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime, ne risulta un equity value di €24,28 mln.

Fig. 5 – Sensitivity Analysis (Wacc _ Long Term Growth)

		wacc						
		6,59%	7,09%	7,59%	8,09%	8,59%	9,09%	9,59%
g	2,00%	38,66	34,32	30,75	27,76	25,22	23,04	21,14
	1,50%	35,21	31,55	28,49	25,89	23,65	21,70	19,99
	1,00%	32,37	29,24	26,57	24,28	22,28	20,53	18,98
	1,50%	35,21	31,55	28,49	25,89	23,65	21,70	19,99
	1,00%	32,37	29,24	26,57	24,28	22,28	20,53	18,98

Fonte: elaborazione Integrae SIM

La metodologia dei multipli

Il nostro campione è formato da società che operano nello stesso settore di Modelleria Brambilla, ma con una capitalizzazione maggiore.

Queste le società con i multipli per il periodo 2015-17F (Fonte Infincials).

Fig. 6 – I comparables

Company	EV/Ebitda			EV/Ebit			P/E		Ebitda Margin			
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
American Axle & Manufacturing Holdings Inc.	3,93	4,01	3,87	6,26	6,36	6,12	4,96	5,28	4,97	14,6%	14,5%	14,2%
Magna International Inc.	5,20	4,51	4,19	6,46	6,43	5,56	9,11	8,07	7,00	9,8%	10,3%	10,3%
Federal-Mogul Holdings Corp.	7,16	6,90	6,43	16,24	12,55	11,63	9,42	8,91	7,81	8,6%	9,0%	9,4%
Tenneco Inc.	4,89	4,79	4,56	6,55	6,46	6,04	10,04	9,23	8,16	9,6%	9,8%	9,8%
BorgWarner Inc.	7,25	6,93	6,54	9,48	9,16	8,55	11,95	11,57	10,43	17,0%	16,3%	16,5%
Valeo SA	5,82	5,37	4,86	10,14	8,85	8,03	14,42	12,76	11,33	12,7%	12,6%	12,9%
DENSO CORPORATION	5,44	4,94	4,56	9,47	8,29	7,69	13,91	12,24	11,19	13,1%	13,9%	14,5%
Gentherm Inc.	9,32	8,72	7,83	11,38	10,90	9,60	15,00	16,00	13,86	17,3%	17,5%	
Autoliv Inc.	8,19	8,17	7,57	11,12	11,39	10,48	16,58	16,81	15,38	13,2%	12,9%	13,0%
Media	6,36	6,04	5,60	9,68	8,93	8,19	11,71	11,21	10,02	12,9%	13,0%	12,6%

Fonte: Infincials.

L'equity value calcolato attraverso la metodologia dei multipli, risulta di €16,9 mln, minore rispetto alla valutazione DCF. Considerando che Modelleria Brambilla ha una redditività decisamente superiore rispetto ai comparables ad investimenti terminati (35% superiore), riteniamo corretto applicare un premio all'equity value pari alla maggiore redditività. L'equity value incluso il premio raggiunge così €22,9 mln.

Inoltre, le stime dei multipli dei competitors sono disponibili fino al 2017F, esercizio in cui gli investimenti degli anni precedenti non saranno ancora pienamente visibili. Il nostro target price è la media aritmetica semplice dei due valori, vale a dire €23,6 mln, ovvero €6,22 per azione. Incrementiamo quindi il target price a €6,22 (da €6,0) per azione; invariati il nostro rating (buy) e il rischio (medio).

**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 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
12/1/2015	Buy	3,38	Medium	Initiating Coverage
8/4/2015	Buy	3,60	Medium	FY14 Results
8/7/2015	U.R	U.R	U.R.	New Orders
21/9/2015	Buy	6,0	Medium	New Orders
5/10/2015	Buy	6,0	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. operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities Nominated Adviser of Modelleria Brambilla SpA

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

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

Integrae SIM S.p.A. has played in the last 12 months as Joint Global Coordinator in the offer aimed at institutional MTF AIM listing of financial instruments issued by Italy Modelleria Brambilla SpA.

