

**AIM Italia**

**Target Price: €11,5**

**Rating: BUY**

Year	Sales €m	EBITDA €m	EBIT €m	Net Profit	Adj. EPS	EV/ EBITDA	EV/ EBIT	P/E
2015	38,82	8,22	2,58	0,17	0,053	3,9	12,5	n.m.
2016F	40,97	8,77	2,77	1,12	0,347	3,7	11,6	15,5
2017F	43,33	9,44	3,10	1,44	0,445	3,3	10,1	12,1
2018F	45,37	10,17	3,52	1,69	0,523	3,0	8,7	10,3

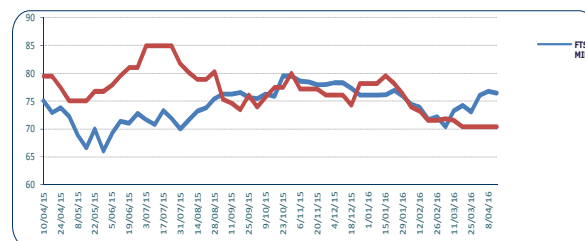
	Old	New
Rating	BUY	BUY
Risk Rating	Low	Low

**Market Data (€)**

Close Price (€)	5,37
Share Outstanding (m)	3,24
Market Cap. (€m)	17,4
Market Float (%)	35,6
Avg daily Vol. (000s)	35,2
Past 12 Months	Max 7,8 Min 4,7

**Performance**

	3 M	12 M
Absolute	-12,8	-28,5
Relative	-10,8	5,8



**MC Link**

I risultati del FY15 sono leggermente inferiori alle nostre stime per quanto riguarda il fatturato e l'utile netto. Superiore invece è risultato l'Ebitda, a conferma della solida redditività aziendale. Sostanzialmente invariate le stime di utile netto del 2016-17F, mentre introduciamo il FY18F. Il bilancio consolidato include la B.C.C. Srl detenuta la 50% e la Simple Solutions Srl controllata al 100% e acquisita il 17 Aprile. Il valore della produzione è cresciuto del 4,6% YoY a €38,8 mln, mentre l'Ebitda è salito del 13,9% YoY raggiungendo €8,2 mln. In forte crescita l'Ebitda margin, che raggiunge il 21,2% (dal 19,5% del FY14).

In crescita il valore annuale degli abbonamenti della base clienti (ricavi per servizi a canone), il cui consolidamento e crescita costituiscono l'obiettivo primario del modello di business di MC-link, che si attesta €32,6 mln, registrando una crescita rispetto FY14 del 2%. Tale risultato è stato raggiunto grazie alla concentrazione dell'impegno commerciale sulla linea di business dei Servizi Gestiti, servizi orientati alla gestione delle reti e dei servizi di datacenter per il mercato business.

La Posizione Finanziaria Netta consolidata si riduce a €14,8 mln (€15 mln nel FY14), grazie soprattutto al maggior incasso di crediti da clienti.

Gli investimenti, sono stati €5,7 mln (€2,9 mln nel FY14) e principalmente destinati al continuo ampliamento delle infrastrutture di accesso di cui è dotata l'azienda e che sono il principale fattore abilitante per incremento dei volumi di business e della marginalità. In particolare €3,6 mln riguardano immobilizzazioni immateriali, quali i costi pluriennali relativi alle infrastrutture di rete (concessioni per diritti d'uso delle condutture per la posa della fibra ottica) e di datacenter della società (costo di allestimento delle sale all'interno delle centrali in cui vengono collegati i clienti) che sono assets industriali di estrema rilevanza per il ciclo produttivo e la natura del business in cui MC-link opera. Gli investimenti realizzati negli ultimi anni, incluso il 2015, consentono a MC-link di gestire oggi sul territorio italiano circa 200 PoP (Point of Presence) distribuiti nelle principali città italiane, di cui 9 aperti nell'anno, mentre l'infrastruttura in fibra ottica, che si sviluppa per la totalità in ambito urbano, è passata da 1.227 km a 1.343 km. Nel corso del 2015, l'azienda è stata fortemente impegnata nello sviluppo di infrastrutture e servizi di accesso ad Internet basati sulle nuove tecnologie UltraBroadBand (FTTCab e FTTH), che consentono di erogare servizi di connettività fino a 100 Mbit/s. Questi servizi, la cui commercializzazione è iniziata nel 2014, vengono erogati sull'intero territorio nazionale: la positiva risposta del mercato alle nuove offerte di MC-link, frutto di formule commerciali particolarmente competitive, ha spinto la Società ad un ulteriore ampliamento della gamma di servizi.

La valutazione: TP €11,5 (da €11,0) per azione, rating BUY, e risk low invariati. Abbiamo condotto la valutazione di MC Link sulla base di due metodologie: DCF e multipli. Riteniamo che il mix tra le diverse valutazioni, sia in grado di meglio cogliere il "corretto fair value" di una società come MC Link caratterizzata da alcuni particolarità (garanzia dei flussi di cassa dovuta alla stabilità dei contratti, management quality, track record, azionisti manager, etc.). Per il calcolo del fair value complessivo abbiamo quindi effettuato una media aritmetica semplice attribuendo un peso paritetico alle diverse metodologie.

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

**Fig. 1 – Il Conto Economico**

Conto Economico (Dati in € mln)	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
Ricavi da Canoni	31,03	32,00	33,50	35,17	36,93	38,77
Ricavi da Traffico	1,98	1,70	1,83	2,00	2,40	2,60
Altri Ricavi	4,47	3,41	3,49	3,80	4,00	4,00
<b>Totale Ricavi</b>	<b>37,48</b>	<b>37,11</b>	<b>38,82</b>	<b>40,97</b>	<b>43,33</b>	<b>45,37</b>
Costi di Produzione	-14,52	-14,68	-14,08	-14,50	-15,26	-15,90
Costi di Struttura	-15,23	-15,20	-16,52	-17,70	-18,63	-19,31
<b>Totale Costi</b>	<b>-29,76</b>	<b>-29,88</b>	<b>-30,60</b>	<b>-32,20</b>	<b>-33,88</b>	<b>-35,21</b>
<b>EBITDA</b>	<b>7,72</b>	<b>7,23</b>	<b>8,22</b>	<b>8,77</b>	<b>9,44</b>	<b>10,17</b>
<i>EBITDA Margin</i>	20,6%	19,5%	21,2%	21,4%	21,8%	22,4%
Ammortamenti	-4,78	-4,97	-5,65	-6,00	-6,35	-6,65
<b>EBIT</b>	<b>2,94</b>	<b>2,26</b>	<b>2,58</b>	<b>2,77</b>	<b>3,10</b>	<b>3,52</b>
<i>EBIT Margin</i>	7,84%	6,08%	6,64%	6,76%	7,15%	7,76%
Svalutazioni/Accantonamenti	-0,79	-0,63	-0,39	-0,40	-0,35	-0,35
Proventi (+) ed Oneri (-) Finanziari	-0,82	-0,89	-0,90	-0,50	-0,35	-0,35
Proventi (+) ed Oneri (-) Straordinari	-0,09	0,38	-0,46	0,00	0,00	0,00
<b>Risultato Ante Imposte</b>	<b>1,24</b>	<b>1,13</b>	<b>0,83</b>	<b>1,87</b>	<b>2,40</b>	<b>2,82</b>
Imposte	-0,81	-0,90	-0,66	-0,75	-0,96	-1,13
<b>Risultato Netto</b>	<b>0,43</b>	<b>0,23</b>	<b>0,17</b>	<b>1,12</b>	<b>1,44</b>	<b>1,69</b>

Fonte: MC Link e stime Integrae SIM

**Fig. 2 – Lo Stato Patrimoniale**

Stato Patrimoniale (Dati in € mln)	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
Immobilizz. Immateriali e Materiali	18,3	25,5	26,6	24,0	22,6	22,3
Immobilizz. Finanziarie	2,1	0,9	0,4	0,3	0,3	0,3
<b>Totale Attivo Fisso</b>	<b>20,4</b>	<b>26,4</b>	<b>27,0</b>	<b>24,3</b>	<b>22,9</b>	<b>22,6</b>
Crediti v/clienti	18,1	16,9	15,4	19,6	21,1	22,2
Altri Crediti (imposte anticipate, ecc..)	5,2	1,2	1,2	1,5	1,6	2,0
Altri Crediti (ratei e risconti, ecc)	1,0	2,2	1,1	1,8	2,0	2,2
Debiti v/fornitori	11,1	13,0	10,0	11,0	11,2	12,5
Altri Debiti	13,1	10,0	11,2	11,5	12,0	12,5
<b>Capitale Circolante Commerciale</b>	<b>0,0</b>	<b>-2,7</b>	<b>-3,5</b>	<b>0,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>
Altri (fondi, ecc..)	-0,8	-1,3	-1,5	-1,7	-1,8	-2,0
<b>CAPITALE INVESTITO NETTO</b>	<b>19,6</b>	<b>22,4</b>	<b>22,1</b>	<b>23,0</b>	<b>22,6</b>	<b>22,0</b>
Capitale Sociale	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Riserve	4,2	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Utile d'esercizio	0,4	0,3	0,2	1,1	1,4	1,7
<b>Patrimonio Netto</b>	<b>7,5</b>	<b>7,4</b>	<b>7,3</b>	<b>8,3</b>	<b>8,6</b>	<b>8,8</b>
Debiti di natura Finanziaria (breve)	-3,8	-9,8	-9,6	-8,0	-8,0	-7,5
Debiti di natura Finanziaria (m/l)	-9,9	-7,0	-7,0	-8,1	-7,5	-7,2
Immobilizz. Finanziarie a Garanzia	0,8	0,6	0,5	0,4	0,5	0,5
Disponibilità Liquide	0,7	1,1	1,3	1,0	1,0	1,0
<b>Posizione Finanziaria Netta</b>	<b>-12,1</b>	<b>-15,0</b>	<b>-14,8</b>	<b>-14,7</b>	<b>-14,0</b>	<b>-13,2</b>
<b>COPERTURE</b>	<b>19,6</b>	<b>22,4</b>	<b>22,1</b>	<b>23,0</b>	<b>22,6</b>	<b>22,0</b>

Fonte: MC Link e stime Integrae SIM

**Fig. 3 – Il cash flow**

Cash Flow (Dati in € mln)	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
PFN Inizio periodo	-13,1	-12,1	-15,0	-15,0	-14,7	-14,0
Utile Netto	0,4	0,2	0,2	1,1	1,4	1,7
Ammortamenti	4,8	5,0	5,6	6,0	6,3	6,6
Oneri Finanziari	0,8	0,8	0,9	0,5	0,4	0,4
<b>Flusso di Cassa della Gestione Operativa</b>	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>	<b>6,7</b>	<b>7,6</b>	<b>8,1</b>	<b>8,7</b>
Delta CCN	-1,2	-0,1	0,8	-3,9	-1,1	0,1
<b>Flusso di Cassa Operativo</b>	<b>4,8</b>	<b>5,9</b>	<b>7,5</b>	<b>3,7</b>	<b>7,0</b>	<b>8,8</b>
Investimenti/Disinvestimenti	-7,0	-5,2	-4,8	-4,5	-4,5	-5,0
TFR e Accantonamenti	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
Oneri Finanziari	-0,8	-0,8	-0,9	-0,5	-0,4	-0,4
Versamenti/rimborsi di capitale	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Delta Debiti	0,5	0,5	0,0	0,0	-3,1	-2,0
Altro	0,7	-3,7	-2,1	1,2	1,3	-1,0
<b>Free Cash Flow</b>	<b>1,1</b>	<b>-3,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>
PFN Fine periodo	-12,1	-15,0	-15,0	-14,7	-14,0	-13,2

Fonte: MC Link e stime Integrae SIM

## La valutazione

Abbiamo condotto la valutazione di MC Link sulla base di due metodologie: DCF e multipli.

Riteniamo che il mix tra le diverse valutazioni, sia in grado di meglio cogliere il “corretto fair value” di una società come MC Link caratterizzata da alcune particolarità (garanzia dei flussi di cassa dovuta alla stabilità dei contratti, management quality, track record, 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 MC Link, ci consente di poter allungare l'orizzonte temporale fino al 2020F (considerato che il 90% circa dei ricavi è ricorrente).

**Fig. 4 - I dati di input**

Wacc	
Equity target %	46,0%
Debt target %	54,0%
D/E	1,17
Teorical tax rate	31,4%
Cost of debt	4,0%
Ke	15,9%
Risk free rate	1,1%
Market premium	9,3%
Beta unlevered	0,73
Beta relevered	1,32
Alfa (specific risk)	2,50%
g	1,0%
<b>Wacc</b>	<b>8,79%</b>

*Fonte: elaborazione Integræe SIM*

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

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 Gennaio 2016);
- Il Beta unlevered è stato determinato sulla base del Beta medio a 5 anni relativo allo stesso campione di titoli comparabili usato per la determinazione dell'equity value con la metodologia dei multipli, pari a 0,6. 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 R<sub>2</sub>. Lo stesso è stato poi levereggiato sulla base del D/E medio stimato per la per gli anni 2016-18F. il Beta levered risulta così pari a 1,32x.

- il tasso di crescita “g” utilizzato per il calcolo del Terminal Value è conservativamente posto uguale al 1%;
- 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 2018-20F.

Ne risulta in WACC dell'8,79%.

**Fig. 5 - Il modello DCF**

Cash Flow	2016	2017	2018	2019	2020	TV
<b>EBIT</b>	<b>2,77</b>	<b>3,10</b>	<b>3,52</b>	<b>3,66</b>	<b>3,81</b>	
<i>Operating Taxes</i>	-0,87	-0,97	-1,11	-1,15	-1,20	
<b>NOPLAT</b>	<b>1,90</b>	<b>2,13</b>	<b>2,42</b>	<b>2,51</b>	<b>2,61</b>	
<i>ammortamenti</i>	6,00	6,35	6,65	6,84	7,05	
<i>Δ nwc</i>	-3,88	-1,10	0,10	-0,30	-0,30	
<i>Δ fondi</i>	0,29	0,30	0,30	0,30	0,30	
<i>Disinvest./(Investim.)</i>	-4,50	-4,50	-5,00	-4,50	-4,50	
<b>FCFO</b>	<b>-0,18</b>	<b>3,17</b>	<b>4,46</b>	<b>4,86</b>	<b>5,16</b>	<b>4,83</b>
FCFO Attualizzati	-0,17	2,68	3,46	3,47	3,39	62,57

Fonte: elaborazione Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime, ne risultata un equity value di €39,1 mln.

**Fig. 6 - i dati di output**

Output Data	€ mln
Sum of discounted cash flow	12,8
Terminal value	41,1
Enterprise value	53,9
Financial debt	(14,8)
Equity value	39,1

Fonte: elaborazione Integrae SIM

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

**Fig. 7 – Sensitivity analysis (WACC e LTG)**

	G						
	0,50%	1,00%	1,50%	1,00%	2,50%	3,00%	3,50%
5,89%	67,0	74,3	83,3	74,3	109,1	128,7	156,6
6,39%	59,6	65,5	72,7	65,5	92,5	106,8	126,1
6,89%	53,3	58,2	64,1	58,2	79,7	90,6	104,6
8,79%	36,4	39,1	42,1	39,1	49,7	54,4	60,0
7,89%	43,4	46,9	50,9	46,9	61,3	68,0	76,3
8,39%	39,3	42,3	45,8	42,3	54,4	59,9	66,6
8,89%	35,8	38,4	41,3	38,4	48,6	53,2	58,6

Fonte: elaborazione Integrae SIM

### Il modello dei multipli

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

Queste le società con i multipli per il periodo 2014-16F (Fonte Infincials):

**Fig. 8 – I multipli dei peers**

Società	EV/Sales			EV/Ebitda			EV/Ebit			P/E		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Windstream Holdings Inc.	1,9	2,1	2,1	5,5	6,0	6,1	21,8	21,5	21,4	nm	nm	nm
O2 Czech Republic as	2,1	2,1	2,1	7,8	8,1	7,9	11,9	12,6	12,3	15,3	16,6	16,6
Internet Initiative Japan Inc.	0,7	0,6	0,6				15,8	13,2	11,4	26,1	21,3	18,3
Nifty Corp.	1,9	1,9	1,9	6,3	6,2	5,8	33,6	30,8	20,0	nm	nm	nm
Tele2 AB	1,5	1,2	1,1	13,9	10,3	7,8	25,6	16,9	11,6	36,8	20,8	15,6
iiNet Limited	4,4	3,9	3,5	18,7	15,0	10,4				62,5	nm	70,2
Let's Gowex S.A.	1,6	1,6	1,6	7,5	9,0	7,3	17,6	24,1	15,3	20,2	30,6	18,3
<b>Media</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>10,0</b>	<b>9,1</b>	<b>7,6</b>	<b>21,0</b>	<b>19,8</b>	<b>15,3</b>	<b>32,2</b>	<b>22,3</b>	<b>27,8</b>

Fonte: elaborazione Integrae SIM su dati Infincials

L'equity value calcolato attraverso la metodologia dei multipli, risulta di €43,7 mln. Allo stesso, abbiamo applicato uno sconto del 20%, raggiungendo un valore di €34,9 mln, leggermente inferiore a quello risultate dalla metodologia dello sconto dei flussi di cassa, DCF (€39,1).

Il giudizio sulla ragionevolezza dello sconto è stato calcolato con riguardo alla minore liquidità rispetto ai comparables che caratterizza il titolo. 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%). 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.).

#### Il fair value complessivo

Per il calcolo del fair value complessivo abbiamo quindi effettuato una media aritmetica semplice attribuendo un peso paritetico alle diverse metodologie. Il fair value risulta così pari a €37,0 mln, vale a dire €11,5 per azione (da €11,0).

Modifichiamo pertanto il nostro target price a €11,5 da €11,0. Invariato il nostro rating (Buy) e il rischio (low).

**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 29<sup>th</sup> 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:

<b>Date</b>	<b>Recommendation</b>	<b>Target Price</b>	<b>Risk</b>	<b>Comment</b>
7/10/2014	Buy	11,00	Low	1H14 Results
17/5/2015	Buy	11,20	Low	FY14 Results
5/10/2015	Buy	11,00	Low	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

<b>Risk Total Return – ETR – for different risk and rating categories</b>			
<b>Rating</b>	<b>Low Risk</b>	<b>Medium Risk</b>	<b>High Risk</b>
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**

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 the MC Link S.p.A. .;

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

