

AIM Italia

Target Price: €11,7

Rating: BUY

Year	Sales €m	EBITDA €m	EBIT €m	Net Profit	Adj. EPS	EV/ EBITDA	EV/ EBIT	P/E
2014	37,11	7,23	2,26	0,23	0,071	4,4	14,0	n.m.
2015	38,82	8,22	2,58	0,17	0,053	3,8	12,1	n.m.
2016F	40,97	8,77	2,77	1,15	0,356	3,6	11,3	14,3
2017F	43,33	9,44	3,10	1,47	0,454	3,2	9,6	11,2
2018F	45,37	10,17	3,52	1,69	0,523	2,8	8,0	9,8

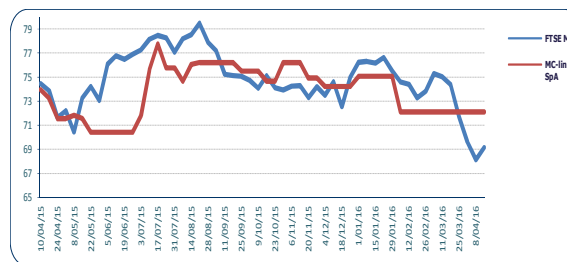
	Old	New
Rating	BUY	BUY
Risk Rating	Low	Low
Target Price	11,7	11,7

Market Data (€)

Close Price (€)		5,10
Share Outstanding (m)		3,24
Market Cap. (€/m)		16,5
Market Float (%)		13,72
Avg daily Vol. (000s)		15,2
Past 12 Months	Max 6,43	Min 4,7

Performance

	3 M	12 M
Absolute	-6,9	-5,0
Relative	6,0	21,9



MC Link

Aggiudicazione in via provvisoria di BiG TLC, società operante nel settore TLC. BiG TLC è controllata al 100% da BiG Fibra, il cui unico socio è la Provincia di Bergamo. BiG TLC al 31 dicembre 2015 ha registrato ricavi per €4,3 mln con un Ebitda di €0,76 mln e utile netto di €0,26 mln e una PFN sostanzialmente in pareggio. BiG TLC ha i diritti per l'utilizzo esclusivo della rete di circa 540 Km di BiG Fibra che si estende sull'intera Provincia di Bergamo con un POP in 94 comuni della Provincia di Bergamo e 67 siti HiperLAN. L'offerta avanzata da MC-link è pari a €2,050 mln. Il bando di gara prevede che l'aggiudicazione definitiva sia comunicata ufficialmente in un secondo tempo e che la stipula del contratto avvenga, previa accettazione definitiva dell'offerta da parte di BiG fibra, tra 35 e 60 giorni dalla data di aggiudicazione definitiva.

MC-link punta a realizzare importanti sinergie commerciali che permetteranno a BiG TLC di estendere la propria offerta a tutto il territorio nazionale e avviare un'attività di upselling sull'attuale clientela top, nonché realizzare significative ottimizzazioni di costo.

Invariate le nostre stime 2016-18F in attesa della chiusura formale dell'operazione.

La valutazione: TP €11,7 per azione, rating BUY, e risk low invariati. Abbiamo, come di consueto, condotto la valutazione di MC Link sulla base della metodologia DCF e dei 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. La media aritmetica semplice delle due valutazioni, pari a €37,8 mln, ovvero €11,7 per azione, costituisce il nostro target price.

Fig. 1 – Il Conto Economico

P&L (€/000 data)	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
Revenue from fees	31,03	32,00	33,50	35,17	36,93	38,77
Other revenues	1,98	1,70	1,83	2,00	2,40	2,60
Other revenues	4,47	3,41	3,49	3,80	4,00	4,00
Total revenues	37,48	37,11	38,82	40,97	43,33	45,37
Production costs	-14,52	-14,68	-14,08	-14,50	-15,26	-15,90
Structural costs	-15,23	-15,20	-16,52	-17,70	-18,63	-19,31
Total costs	-29,76	-29,88	-30,60	-32,20	-33,88	-35,21
EBITDA	7,72	7,23	8,22	8,77	9,44	10,17
<i>EBITDA Margin</i>	20,6%	19,5%	21,2%	21,4%	21,8%	22,4%
Depreciation	-4,78	-4,97	-5,65	-6,00	-6,35	-6,65
EBIT	2,94	2,26	2,58	2,77	3,10	3,52
<i>EBIT Margin</i>	7,84%	6,08%	6,64%	6,76%	7,15%	7,76%
Write-downs / provisions	-0,79	-0,63	-0,39	-0,40	-0,35	-0,35
Income (+) and charges (-) Financial	-0,82	-0,89	-0,90	-0,45	-0,30	-0,35
Income (+) and charges (-) Extraordinary	-0,09	0,38	-0,46	0,00	0,00	0,00
Pre-tax profit	1,24	1,13	0,83	1,92	2,45	2,82
Taxes	-0,81	-0,90	-0,66	-0,77	-0,98	-1,13
Net income	0,43	0,23	0,17	1,15	1,47	1,69

Fonte: MC Link e stime Integrae SIM

Fig. 2 – Lo Stato Patrimoniale

A&L (€/000 data)	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
Fixed assets. Intangible and Materials	18,3	25,5	26,6	27,0	26,0	25,1
Total Fixed Assets	2,1	0,9	0,4	0,3	0,3	0,3
Total Fixed Assets	20,4	26,4	27,0	27,3	26,3	25,4
Credits v / clients	18,1	16,9	15,4	16,1	17,0	17,9
Other receivables (deferred tax, etc ..)	5,2	1,2	1,2	1,5	1,6	2,0
Other receivables (accrued income and pr	1,0	2,2	1,1	1,8	2,0	2,2
Payables / suppliers	11,1	13,0	10,0	10,5	11,2	12,5
other payables	13,1	10,0	11,2	11,5	12,0	12,5
Working Capital Commercial	0,0	-2,7	-3,5	-2,6	-2,6	-2,9
Other (funds, etc ..)	-0,8	-1,3	-1,5	-1,7	-1,8	-2,0
NET INVESTED CAPITAL	19,6	22,4	22,1	23,0	21,9	20,5
Share capital	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
stocks	4,2	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Operating Profit	0,4	0,3	0,2	1,2	1,5	1,7
Net assets	7,5	7,4	7,3	8,3	8,6	8,8
Financial debts of Nature (short)	-3,8	-9,8	-9,6	-8,0	-7,5	-7,0
Financial debts of nature (m / l)	-9,9	-7,0	-7,0	-8,1	-7,3	-6,2
Fixed assets. A financial guarantee	0,8	0,6	0,5	0,4	0,5	0,5
Cash and cash equivalents	0,7	1,1	1,3	1,0	1,0	1,0
Net Financial Position	-12,1	-15,0	-14,8	-14,7	-13,3	-11,7
COVERS	19,6	22,4	22,1	23,0	21,9	20,5

Fonte: MC Link e stime Integrae SIM

Fig. 3 – II cash flow

Cash Flow (€m data)	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
NFP Beginning of period	-13,1	-12,1	-15,0	-14,8	-14,7	-13,3
Net income	0,4	0,2	0,2	1,2	1,5	1,7
Depreciation	4,8	5,0	5,6	6,0	6,3	6,6
Financial charges	0,8	0,8	0,9	0,5	0,3	0,4
Cash Flow Operating Margin	6,0	6,0	6,7	7,6	8,1	8,7
Change NWC	-1,2	-0,1	0,8	-0,9	0,0	0,3
Operating Cash Flow	4,8	5,9	7,5	6,7	8,1	9,0
Investments / Divestments	-7,0	-5,2	-4,8	-4,5	-4,5	-5,0
Severance pay and Provisions	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
Financial charges	-0,8	-0,8	-0,9	-0,5	-0,3	-0,4
Payments / repayments of principal	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Change Debts	0,5	0,5	0,3	0,4	0,2	0,0
Others	0,7	-3,7	-2,2	-2,4	-2,4	-2,5
Free Cash Flow	1,1	-3,0	0,2	0,1	1,4	1,5
NFP End of period	-12,1	-15,0	-14,8	-14,7	-13,3	-11,7

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 %	37,1%
Debt target %	62,9%
D/E	1,69
Teorical tax rate	31,4%
Cost of debt	4,1%
Ke	17,6%
Risk free rate	1,1%
Market premium	8,8%
Beta unlevered	0,73
Beta relevered	1,58
Alfa (specific risk)	2,50%
g	1,0%
Wacc	8,30%

Fonte: elaborazione Integrae 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 8,84% (Aggiornamento Maggio 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 R². 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 1,58x.

- 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'8,30%.

Fig. 5 - Il modello DCF

DCF (€m data)	2016	2017	2018	2019	2020	TV
EBIT	2,77	3,10	3,52	3,66	3,81	
Operating Taxes	-0,87	-0,97	-1,11	-1,15	-1,20	
NOPLAT	1,90	2,13	2,42	2,51	2,61	
Depreciations	6,00	6,35	6,65	6,84	7,05	
Δ nwc	-0,88	0,00	0,30	-0,30	-0,30	
Δ funds	0,29	0,30	0,30	0,30	0,30	
Capex	-4,50	-4,50	-5,00	-5,00	-5,50	
FCFO	2,82	4,27	4,66	4,36	4,16	4,39

Fonte: elaborazione Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime, ne risultata un equity value di €41,8 mln.

Fig. 6 - i dati di output

Output Data	€ mln
Sum of discounted cash flow	15,9
Terminal value	40,8
Enterprise value	56,6
Financial debt	(14,8)
Equity value	41,87

Fonte: elaborazione Integræe 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%	63,8	70,4	78,6	70,4	102,1	119,9	145,3
6,39%	57,0	62,4	68,9	62,4	87,0	100,0	117,5
6,89%	51,3	55,8	61,1	55,8	75,3	85,2	97,9
WACC 8,30%	39,1	41,9	45,1	41,9	53,2	58,4	64,6
7,89%	42,2	45,4	49,0	45,4	58,5	64,6	72,2
8,39%	38,5	41,2	44,3	41,2	52,2	57,2	63,3
8,89%	35,2	37,6	40,3	37,6	46,9	51,1	56,0

Fonte: elaborazione Integræe 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 2015-17F (Fonte Infinancials):

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	5,6	6,1	6,1	21,8	18,6	19,0	nm	nm	nm
O2 Czech Republic as	1,9	1,9	1,9	6,9	7,1	7,1	10,6	10,9	10,8	13,7	13,8	13,6
Internet Initiative Japan Inc.	0,8	0,6	0,6	6,6	5,3	4,8	17,2	13,1	11,3	25,7	19,4	16,8
AXTEL S.A.B. DE C.V.	1,7	1,3	1,2	5,7	4,0	3,2	30,1	37,3	17,5	nm	nm	14,6
Bredband2 i Skandinavien AB	1,3	1,1	0,9	12,2	8,7	6,8	22,7	14,1	10,5	30,6	18,9	14,5
Axia NetMedia Corp.	4,4	3,9	3,6	18,6	10,2	11,7				62,1		
Tele2 AB	1,5	1,6	1,5	7,1	8,5	7,2	16,7	25,5	15,6	18,9	29,1	17,9
Media	1,9	1,8	1,7	8,9	7,1	6,7	19,9	19,9	14,1	30,2	20,3	15,5

Fonte: elaborazione Integræe SIM su dati Infinancials

L'equity value calcolato attraverso la metodologia dei multipli, risulta di €42,3 mln. Allo stesso, abbiamo applicato uno sconto del 20%, raggiungendo un valore di €33,8 mln, leggermente inferiore a quello risultate dalla metodologia dello sconto dei flussi di cassa, DCF.

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 €37,8 mln, vale a dire €11,7 per azione (invariato rispetto alla nota del 1 giugno).

**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
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
21/4/2016	Buy	11,50	Low	FY15 Results
1/6/2016	Buy	11,70	Low	Equity Update

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			
<i>Rating</i>	<i>Low Risk</i>	<i>Medium Risk</i>	<i>High Risk</i>
<i>BUY</i>	<i>ETR >= 7.5%</i>	<i>ETR >= 10%</i>	<i>ETR >= 15%</i>
<i>HOLD</i>	<i>-5% < ETR < 7.5%</i>	<i>-5% < ETR < 10%</i>	<i>0% < ETR < 15%</i>
<i>SELL</i>	<i>ETR <= -5%</i>	<i>ETR <= -5%</i>	<i>ETR <= 0%</i>
<i>U.R.</i>	<i>Rating e/o target price Under Review</i>		
<i>N.R.</i>	<i>Stock Not Rated</i>		

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. ..

