

**AIM Italia**

**Equity Update**

**Rating: Buy**

**Target Price: €3,69**

Year	Sales €m	EBITDA €m	EBIT €m	Net Profit	Adj. EPS	EV/ EBITDA	EV/ EBIT	P/E
2014	19,9	1,8	0,8	0,8	0,059	11,5	27,8	33,0
2015	27,2	4,0	3,0	1,7	0,133	5,2	7,0	14,6
2016F	35,8	6,7	5,3	2,9	0,227	3,1	3,9	8,5
2017F	38,4	7,6	6,1	3,5	0,274	2,8	3,4	7,1
2018F	42,2	8,6	6,9	4,0	0,313	2,4	3,0	6,2

	Old	New
Rating	Buy	Buy
Risk Rating	Medium	Medium
Target (€)	3,58	3,69

Market Data (€)		
Close Price (€)		1,94
Share Outstanding (m)		12,77
Market Cap. (€/m)		24,8
Market Float (%)		14,68
Avg daily Vol. (No.)		25000
Past 12 Month:	Max 2,60	Min 1,86

Performance		
	3 M	12 M
Absolute	-6,1	-16,4
Relative	0,8	2,6



**MOBYT**

I risultati pro forma del FY15 sono superiori alle nostre stime. In crescita del 3,5% l'Ebitda per il triennio 2016-18F. I risultati pro-forma (che includono Mobile Solution Srl, il cui 100% è stato acquisito in data 11/4/2015 e Digital Mobile, la cui firma vincolante è stata effettuata in data 30/4/2015 e il cui closing è stato effettuato il 28/10/2015) sono cresciuti del 40% YoY raggiungendo €27,3 mln, mentre l'Ebitda è cresciuto del 120% YoY a €4,0 mln. Cresce di conseguenza anche l'Ebitda margin che raggiunge il 14,7% (9,1% nel FY14). Nel corso del FY15 il management ha portato a regime le acquisizioni effettuate nel 2014 e ha avviato il piano di acquisizioni, dichiarato in sede di IPO, finalizzato a consolidare il posizionamento sul mercato e a crescere in termini sia di volumi che di redditività.

Abbiamo effettuato un upgrade delle stime di Ebitda 2016-18F, del 3,5%. Riteniamo che la crescita nel periodo 2016-18F possa svolgersi seguendo la seguente strategia: per gli SMS in Italia e all'estero, attraverso il lancio di nuovi servizi (p.e SMS Advertising) e naturalmente il maggior focus sulla clientela small business (quella più ricca in termini di valore aggiunto); per le mail, attraverso mirate politiche di cross-selling attuabili mediante la valorizzazione del database di utenti esistenti nel settore SMS; per l'ADV, attraverso campagne SEM con l'utilizzo di leve di web-marketing al fine di ampliare la base dei clienti e attraverso lo sfruttamento della piattaforma "Real Time Bidding", in crescente utilizzo da parte degli operatori del mercato.

**Il mercato.** Secondo le previsioni di Gartner, il mercato SaaS (dove opera MobyT) dovrebbe raggiungere US\$ 45,6 mld nel 2017F (da US\$ 23 mld del 2013). Molte aziende stanno sostituendo i loro sistemi obsoleti con più moderni CRM SaaS. Tali aziende riferiscono che i CRM SaaS offrono funzionalità sia nuove che complementari a quelle dei vecchi sistemi. E, soprattutto, funzioni che le piattaforme precedenti non sarebbero state in grado di offrire per limitazioni tecniche e di infrastruttura. Nel 2013 il mercato Italiano del cloud computing è cresciuto del 16,9% rispetto al 2012, raggiungendo un valore complessivo di €788,8 mln, in netta controtendenza rispetto all'andamento del mercato "IT Affari" (-4,6%) e del mercato "Servizi IT Affari" (-4,0%). All'interno dell'arena competitiva, MobyT è uno dei pochi player di mercato che ha sviluppato una strategia di sviluppo trasversale per prodotto e per tipologia di cliente. Il gruppo può contare su un posizionamento di mercato che, rispetto ai competitor, presidia le tre linee di prodotto principali del settore media marketing (mailing, SMS, ADV). Il singolo prodotto è perciò «punto di attacco» per poter essere referenziati presso i grandi clienti o per poter colpire il target di piccole/medie dimensioni e crescere in ottica cross-selling.

**La valutazione: Rating Buy, TP €3,69 (da €3,58), risk medium, invariati.** Abbiamo condotto la valutazione di MobyT sulla base di due metodologie: DCF e ratios analysis. Riteniamo che un corretto mix tra le diverse valutazioni, sia in grado di meglio cogliere il "corretto fair value" di una società come MobyT caratterizzata da alcune particolarità definibili intangibles (management quality, track record, azionisti manager, sviluppo potenziale elevato etc.). Non abbiamo preso in considerazione le metodologie basate sul patrimonio, trattandosi di una società a scarsa intensità di capitale rispetto al lavoro. Le stesse, inoltre, non consentono l'espressione del valore degli intangibles che costituiscono - in tutte le imprese ma in particolare in una società caratterizzata da managers che vantano una profonda conoscenza del mercato - la vera barriera all'ingresso all'entrata con successo nel settore.

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

## I risultati del 2015

I ricavi netti pro-forma sono cresciuti del 40% YoY raggiungendo €27,3 mln (€19,5 mln nel FY14). La significativa crescita è stata determinata da un consistente miglioramento delle performance nel segmento SMS, attività core del gruppo, confermata da un importante incremento del numero di SMS inviati, cresciuti del 31% YoY a circa 653 milioni a parità di perimetro di consolidamento.

La performance del fatturato è da attribuirsi in primis alla politica di crescita per linee esterne perseguita nell'esercizio 2015 attraverso l'acquisizione di società target operanti nel segmento small business, su cui si è focalizzata l'attività di incremento e consolidamento dei clienti del Gruppo Moby. In particolare, oltre al perfezionamento nel mese di gennaio 2015 dell'acquisizione del restante 49% di One Etere, a seguito della quotazione in Borsa, avvenuta il 5 marzo 2015, il gruppo ha concluso l'acquisizione del 100% della società Mobile Solution e dell'85% di Digital Mobile rispettivamente nei mesi di aprile e ottobre, con il conseguente consolidamento del presidio sui servizi di mobile marketing.

L'Ebitda è cresciuto del 120% a €4,0 mln (€1,8 mln nel FY14), grazie al processo di consolidamento e dal raggiungimento di economie di scala derivante dalle acquisizioni effettuate, nonché dal continuo processo di ottimizzazione dei costi (che il gruppo continuerà a perfezionare anche nell'ambito del processo di integrazione delle realtà acquisite) in forte crescita anche l'Ebitda margin, che raggiunge il 14,7% (dal 9,1% del FY14).

In crescita anche la liquidità netta a €3,9 mln (da €1,7 mln del FY14).

In data 28 gennaio 2016 il CdA di Moby S.p.A. ha approvato la modifica del programma di acquisto e alienazione di azioni proprie, già approvato dal CdA in data 8 aprile 2015, al fine di procedere all'acquisto di massime n. 400.000 azioni proprie (anziché 50.000) per un importo massimo complessivo pari a € 1 mln nei termini e nelle condizioni già deliberate dall'assemblea degli azionisti del 9 febbraio 2015. In particolare, gli acquisti di azioni proprie saranno effettuati a un corrispettivo non inferiore nel minimo del 15% e non superiore nel massimo del 15% al prezzo di riferimento che il titolo avrà registrato nella seduta di Borsa del giorno precedente ogni singola operazione o al diverso corrispettivo previsto dalle prassi di mercato ammesse dal regolamento 2273/2003/CE rispetto alle operazioni ivi disciplinate.

## Le stime 2016-18F

Le nostre stime 2016-18F tengono conto delle operazioni di acquisizione effettuate nel corso del 2015 e i primi mesi del 2016.

Riteniamo che la crescita nel periodo 2015-18F possa svolgersi seguendo la seguente strategia:

- per gli SMS in Italia, attraverso il lancio di nuovi servizi (p.e SMS Advertising), il maggior focus sulla clientela small business (quella più ricca in termini di valore aggiunto), attraverso Mobile Solution e One Etere e l'ingresso nel segmento Small Business, soprattutto in Francia;
- per le mail, attraverso mirate politiche di cross-selling attuabili mediante la valorizzazione del database di utenti esistenti nel settore SMS e offrendo ai clienti l'opportunità di switch del credito maturato sul pre-pagato su tutte le linee di business attive (sms e mail);
- per l'ADV, attraverso campagne SEM con l'utilizzo di leve di web-marketing al fine di ampliare la base dei clienti e attraverso lo sfruttamento della piattaforma "Real Time Bidding", in crescente utilizzo da parte degli operatori del mercato.

Per quanto riguarda Mobyt Italia, sono evidenti i segnali di crescita del numero clienti (+44%) dal 2013 al 2014 grazie alla maggiore focalizzazione sul segmento pre-pagato a partire dal gennaio 2014. Elevato il tasso acquisizione dei nuovi utenti pari al 13% sia per Mobyt Italia che per One Etere.

Per quanto riguarda invece Mobyt France, il tasso acquisizione nuovi clienti è pari al 10% della base utenti attivi (23.529 nel 2014) con un conversion rate del 10%. Nel mercato francese gli "Small Spender" sono prevalentemente «a consumo». Il servizio è partito nel 2015.

Tenuto conto dei principali key drivers riteniamo che:

- Nel biennio 2016-18F stimiamo prudenzialmente un tasso di crescita del 5%;
- Mobyt France. Stimiamo un tasso di crescita del numero degli SMS pari al +10% fino al 2016F per poi ridursi al 5% fino al 2017F. Prudenzialmente invariato nel 2018F;

Le nostre stime prevedono che nel 2018F il pre-pagato possa rappresentare il 53% del fatturato, mentre i contratti a consumo si riducano al 47% del fatturato.

Per quanto riguarda il settore ADV, riteniamo che i principali drivers di crescita siano individuabili nel progressivo riposizionamento strategico che vede la progressiva uscita dalla linea SEO in favore dell'incremento della linea SEM per rispondere alla domanda di mercato.

Per il neo-costituito settore mail, riteniamo possa beneficiare del cross-selling con il segmento SMS: stimiamo un conversion rate del 20% per Mobyt Italia e del 30% per One Etere.

La composizione del breakdown del fatturato per linea di prodotto secondo le nostre stime mostra una leggera flessione del segmento SMS e ADV in favore dell'introduzione della linea Mail.

Riteniamo che questo comporti un incremento complessivo del primo margine, dovuto all'effetto mix del fatturato su linee di business a maggiore marginalità. Tale fattore, congiuntamente allo sfruttamento delle economie di scala, stimiamo possa far registrare un incremento dell'Ebitda Margin dal 14,7% del 2015 al 20,4% nel 2018F.

Grazie anche ai proventi dell'IPO, oltre alla crescita organica, riteniamo possibile la realizzazione di una crescita per linee esterne che continuerà nel 2016/18F.

**Fig. 2 – Il conto economico consolidato pro-forma**

P&L	2014A	2015	2016F	2017F	2018F
Revenues	19.486.000	27.236.000	35.723.165	38.330.880	42.163.968
Other revenues	457.000	27.000	74.935	80.887	88.976
<b>Value of production</b>	<b>19.943.000</b>	<b>27.263.000</b>	<b>35.798.100</b>	<b>38.411.767</b>	<b>42.252.943</b>
Direct costs	-13.761.000	-16.302.000	-19.864.389	-19.929.257	-21.702.961
<b>Industrial margin</b>	<b>6.182.000</b>	<b>10.961.000</b>	<b>15.933.712</b>	<b>18.482.509</b>	<b>20.549.982</b>
<i>Industrial margin %</i>	<b>31,0%</b>	<b>40,2%</b>	<b>44,5%</b>	<b>48,1%</b>	<b>48,6%</b>
Cost for services	-1.178.000	-3.897.000	-4.861.165	-5.737.693	-6.311.463
Cost for use of third parties	-339.000	-229.000	-285.657	-291.188	-320.307
Other revenues/costs	-435.000	-124.000	-154.679	-157.674	-173.441
Commercial costs	-628.000	-625.000	-779.633	-794.727	-874.199
<b>Added Value</b>	<b>3.602.000</b>	<b>6.086.000</b>	<b>9.852.578</b>	<b>11.501.227</b>	<b>12.870.572</b>
<i>Added value %</i>	<b>18,1%</b>	<b>22,3%</b>	<b>27,5%</b>	<b>29,9%</b>	<b>30,5%</b>
Cost of labour	-1.784.000	-2.079.000	-3.139.342	-3.873.832	-4.261.215
<b>EBITDA</b>	<b>1.818.000</b>	<b>4.007.000</b>	<b>6.713.236</b>	<b>7.627.395</b>	<b>8.609.357</b>
<i>Ebitda margin %</i>	<b>9,1%</b>	<b>14,7%</b>	<b>18,8%</b>	<b>19,9%</b>	<b>20,4%</b>
Amortisations	-312.000	-938.000	-1.231.655	-1.321.580	-1.453.738
Depreciations	-60.000	-96.000	-126.054	-135.258	-148.783
Provisione and write-downs	-24.000	-28.000	-25.000	-25.000	-25.000
<b>EBIT</b>	<b>1.422.000</b>	<b>2.945.000</b>	<b>5.330.526</b>	<b>6.145.558</b>	<b>6.981.835</b>
<i>Ebit margin %</i>	<b>7,1%</b>	<b>10,8%</b>	<b>14,9%</b>	<b>16,0%</b>	<b>16,5%</b>
Financial charges	-25.000	-9.000	-200.000	-190.000	-190.000
Extraordinary items	34.000	-41.000	0	0	0
<b>Pre-tax profit</b>	<b>1.431.000</b>	<b>2.895.000</b>	<b>5.130.526</b>	<b>5.955.558</b>	<b>6.791.835</b>
<i>Pre-tax margin %</i>	<b>7,2%</b>	<b>10,6%</b>	<b>14,3%</b>	<b>15,5%</b>	<b>16,1%</b>
Taxes	-689.000	-1.147.000	-2.052.210	-2.382.223	-2.716.734
<b>Net profit</b>	<b>742.000</b>	<b>1.748.000</b>	<b>3.078.316</b>	<b>3.573.335</b>	<b>4.075.101</b>
<i>Net margin %</i>	<b>3,7%</b>	<b>6,4%</b>	<b>8,6%</b>	<b>9,3%</b>	<b>9,6%</b>
Third parties	-9.000	54.000	140.000	73.284	73.284
<b>Net group profit</b>	<b>751.000</b>	<b>1.694.000</b>	<b>2.938.316</b>	<b>3.500.050</b>	<b>4.001.817</b>
<i>Net group margin %</i>	<b>3,8%</b>	<b>6,2%</b>	<b>8,2%</b>	<b>9,1%</b>	<b>9,5%</b>

Source: Mobyt e stime Integrae SIM. Il 2014 e 2015 sono pro-forma.

**Fig. 3 – Lo stato patrimoniale consolidato pro-forma**

A&L	2014A	2015	2016F	2017F	2018F
Intangible assets	2.867.000	8.114.000	9.320.000	10.773.316	14.190.132
Net working capital	(3.472.000)	(3.001.000)	(2.850.000)	(2.650.000)	(2.550.000)
Medium long term liabilities	(871.000)	(839.000)	(820.000)	(785.000)	(750.000)
<b>Net invested capital</b>	<b>(1.476.000)</b>	<b>4.274.000</b>	<b>5.650.000</b>	<b>7.338.316</b>	<b>10.890.132</b>
Shareholders' equity	1.557.000	7.806.000	9.500.000	12.438.316	16.440.132
Third parties	(172.000)	(344.000)	(350.000)	(400.000)	(450.000)
Net financial positions	3.205.000	3.876.000	4.200.000	5.500.000	6.000.000
<b>Cover</b>	<b>(1.476.000)</b>	<b>4.274.000</b>	<b>5.650.000</b>	<b>7.338.316</b>	<b>10.890.132</b>

Source: Mobyt e stime Integrae SIM. Il 2014 e 2015 sono pro-forma.

## La valutazione

Abbiamo condotto la valutazione di Mobyt 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 Mobyt 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 Mobyt ci consente di poter allungare l'orizzonte temporale fino al 2019F. 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. 4 – I dati di input**

Equity % target	0,50
Debt % target	0,50
D/E	100,0%
Theoretical tax rate	31,4%
Rf	1,30%
$\beta$ unlevered	0,80
$\beta$ levered	1,35
Market risk premium	9,30%
CAPM (Ke)	16,34%
Kd	3,5%
$\alpha$ (specific risk)	2,5%
WACC	9,37%

Fonte: elaborazione Integrae SIM

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

- il risk free rate è quello medio lordo dei titoli Rendistato (fonte Banca d'Italia) con rendimento compreso tra 6 anni e 7 mesi e 8 anni e 6 mesi degli ultimi 12 mesi;

- il market premium è quello calcolato dal Prof. A. Damodaran per l'Italia, pari a 9,3% (Aggiornamento Gennaio 2016);
- Il beta unlevered utilizzato è pari a 0,80%. Lo stesso è stato determinato sulla base del Beta medio a 3 anni relativo allo stesso campione di titoli comparabili usato per la determinazione dell'equity value con la metodologia dei multipli, pari a 0,71. Precisiamo che la scelta del periodo temporale (2 anni) e la frequenza delle osservazioni (settimanali) è stata scelta in funzione della massimizzazione della significatività della regressione lineare, espressa dal parametro R2. Il Beta unlevered risultante dalla regressione lineare (0,71) è stato corretto sulla base della seguente formula:  $\text{Beta Adjusted} = 0,71 * 0,67 + 1 * 0,33$  (Vedi E.J. Elton, M.J. Gruber, S.J. Brown, W.N. Goetzmann – Modern Portfolio Theory and Investment Analysis – John Wiley & Sons, 2009), arrivando a determinare il beta unlevered pari a 0,80.

Lo stesso è stato poi levereggiato sulla base del D/E medio stimato, arrivando così a determinare il Beta levered, pari a 1,35.

**Fig. 5 – Il calcolo del Beta medio utilizzato**

Company	Levered Beta					Unlevered Beta				
	1-Year	2-Year	3-Year	4-Year	5-Year	1-Year	2-Year	3-Year	4-Year	5-Year
<b>Average</b>	0,69	0,67	0,74	0,84	0,86	0,73	0,71	0,78	0,89	0,91
Publicis Groupe SA	0,91	0,87	0,78	0,76	0,70	0,94	0,90	0,80	0,78	0,73
TradeDoubler AB	-0,06	0,36	0,65	0,99	0,98	-0,06	0,39	0,72	1,08	1,08
Hakuhodo DY Holdings Inc.	1,04	0,95	0,87	0,86	0,85	1,28	1,16	1,07	1,06	1,04
Chime Communications PLC	0,79	0,58	0,78	0,70	0,82	0,61	0,44	0,60	0,54	0,63
Soprano Oyj	0,42	0,24	0,25	0,23	0,24	0,31	0,18	0,19	0,17	0,18
Oracle Corp Japan	0,69	0,66	0,60	0,58	0,52	0,72	0,69	0,63	0,60	0,54
Informatica Corp.	0,83	1,05	1,05	1,18	1,18	0,93	1,17	1,16	1,31	1,32
Veeva Systems Inc	0,88					0,99				
Mphasis Ltd.	0,60	0,60	0,55	0,72	0,65	0,67	0,68	0,61	0,81	0,73
Symantec Corp.	0,83	0,73	0,84	0,90	0,91	0,91	0,79	0,92	0,99	1,00
Bottomline Technologies Inc	0,50	0,94	0,97	1,08	1,03	0,53	1,00	1,03	1,15	1,09
RealPage Inc.	0,96	0,83	0,78	1,09	1,06	1,02	0,89	0,84	1,17	1,14
FleetMatics Group PLC	0,27	0,52				0,30	0,58			
BroadSoft Inc	1,06	1,31	1,54	1,64	1,37	1,12	1,39	1,63	1,73	1,45
Dotdigital Group plc	N/M	-0,30	0,00	0,14		N/M	-0,34	0,00	0,16	

Fonte: elaborazione Integrae SIM su dati Infincials

- il tasso di crescita “g” utilizzato per il calcolo del Terminal Value è conservativamente posto uguale al 2%;
- 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 2016-19F.

Con le nostre stime ed assumptions di cui sopra, ne risulta un wacc del 9,37%.

**Fig. 6 – Il modello DCF**

Discounted Cash Flow	2016	2017	2018	2019	TV
EBIT	5330526	6145558	6981835	7819655	7.819.655
Taxes	(1.673.785)	(1.929.705)	(2.192.296)	(2.455.372)	(2.455.372)
<b>NOPAT</b>	<b>3.656.741</b>	<b>4.215.852</b>	<b>4.789.539</b>	<b>5.364.284</b>	<b>5.364.284</b>
Depreciations	(1.357.710)	(1.456.838)	(1.602.521)	(1.682.648)	(1.602.521)
Δ WC	(151.000)	(200.000)	(100.000)	(100.000)	-
Δ Funds	62.332	65.050	71.555	78.710	
Operative free cash flow	2.210.363	2.624.064	3.158.572	3.660.346	3.761.762
Investments	(100.000)	(100.000)	(100.000)	(100.000)	1.602.521
<b>Free Cash Flow</b>	<b>2.110.363</b>	<b>2.524.064</b>	<b>3.058.572</b>	<b>3.560.346</b>	<b>5.364.284</b>
<b>DCF</b>	<b>1.929.520</b>	<b>2.110.011</b>	<b>2.337.735</b>	<b>2.488.060</b>	

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 €44,1 mln.

**Fig. 7 – Sensitivity Analysis**

	g	WACC						
		9,29%	9,54%	9,79%	9,37%	9,62%	9,87%	10,12%
2,75%		48,23	46,56	45,01	47,66	46,04	44,52	43,11
2,50%		46,92	45,36	43,90	46,39	44,86	43,44	42,11
2,25%		45,71	44,24	42,86	45,21	43,77	42,43	41,17
2,00%		44,58	43,19	41,89	44,11	42,75	41,48	40,29
1,75%		43,52	42,21	40,98	43,08	41,80	40,60	39,46
1,50%		42,54	41,30	40,13	42,12	40,90	39,76	38,68
1,25%		41,61	40,43	39,33	41,21	40,06	38,97	37,95

Fonte: elaborazione Integrae SIM

### La metodologia dei multipli

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

Queste le società con i multipli per il periodo 2015-17F, le stesse utilizzate per il calcolo del Beta.

**Fig. 8 - I peers**

Company	EV/Ebitda			EV/Ebit			P/E		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Publicis Groupe SA	9,23	8,80	8,28	10,31	9,93	9,31	13,91	13,32	12,30
Hakuhodo Dy Holdings Inc.	6,60	6,18	6,11	7,40	6,87	6,64	20,68	19,15	18,16
Chime Communications plc									
Soprano Oyj	14,14	4,66	4,06	nm	6,44	5,21	nm	8,34	4,91
Oracle Corporation Japan	12,99	12,27	11,73	13,30	12,69	12,62	24,08	23,22	22,44
Veeva Systems Inc.	14,21	12,71	9,64	15,33	13,71	10,29	48,25	46,44	35,47
MphasiS Limited	8,32	7,53	6,79	9,09	8,15	7,47	13,43	12,04	11,11
Symantec Corp.	8,07	8,48	7,44	9,89	10,43	9,33	17,78	16,91	13,84
Bottomline Technologies (de) Inc.	15,06	13,18		17,95	15,01	11,74	19,18	15,91	13,04
RealPage Inc.	16,01	12,67	10,27	20,55	16,19	12,79	35,82	28,72	23,17
FleetMatics Group Ltd.	14,35	12,41	10,18	20,52	17,44	14,21	25,03	23,13	19,22
BroadSoft Inc.	15,04	14,83	11,67	15,62	15,01	11,97	17,97	17,96	14,70
dotDigital Group plc	14,67	11,41	9,33	19,18	14,42	11,76	24,71	18,94	15,70
Media	12,39	10,43	8,68	14,47	12,19	10,28	23,71	20,34	17,01

Fonte: elaborazione Integrae SIM

L'equity value calcolato attraverso la metodologia dei multipli, risulta di €62,7. Allo stesso, abbiamo applicato uno sconto del 20%, raggiungendo un valore di €50,2 mln, leggermente più elevato rispetto a quello risultante dall'applicazione del DCF. La media dei valori risultanti dalle diverse metodologie, costituisce il target price: €47,1 mln, vale a dire €3,69 (da 3,58) per azione.

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%). 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.).

Upgrade del target price da €3,58 per azione della nostra nota del 10 settembre 2015 a €3,69 per azione. Invariato il rating, buy e il risk medium.



**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:

Date	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
12/3/2015	Buy	3,27	Medium	Initiating Coverage
10/7/2015	Buy	3,43	Medium	FY14 Results
10/9/2015	Buy	3,58	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

<b>Risk Total Return - ETR - for different risk and rating categories</b>			
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**

Integrae SIM S.p.A. It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Nominated Adviser of Moby S.p.A.;

Integrae SIM S.p.A. It pays, or has paid in the past 12 months inside of the engagement of specialist, research services for the Moby S.p.A.;

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

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