

Data produzione: 23 Settembre 2020 - h 20:10

Data pubblicazione: 24 Settembre 2020 - h 8.00

BFC Media	Italy	FTSE AIM Italia	Media
Rating: BUY (Unch.)	Target Price: €3,32 (da 3,15)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	1,67%	11,59%	30,71%	42,97%
to FTSE AIM Italia	2,24%	16,98%	23,40%	60,17%
to FTSE STAR Italia	0,19%	3,06%	-11,04%	30,96%
to FTSE All-Share	7,05%	15,50%	8,45%	55,83%
to FTSE Mid Caps	3,51%	9,65%	4,17%	52,32%

Activity

Blue Financial Communication, di seguito BFC Media è una casa editrice indipendente con sede a Milano specializzata nell'informazione sul personal business sui prodotti finanziari, con particolare attenzione al mondo del risparmio gestito e della distribuzione. Nata nel 1995 ha sviluppato un'ampia gamma di contenuti informativi sia su carta stampata sia online attraverso siti specializzati. A settembre 2019 viene lanciato il nuovo brand BFC Media che raggruppa le divisioni operative del gruppo.

Stock Data

Price	€ 1,83
Target price	€ 3,32
Upside/(Downside) potential	81%
Bloomberg Code	BLUE IM
Market Cap (€m)	5,81
EV (€m)	6,72
Free Float	23,62%
Share Outstanding	3.175.000
52-week high	€ 1,95
52-week low	€ 1,08
Average daily volumes (3m)	28.500

1H20 Results

I risultati del 1H20 sono positivi e in grado di supportare le nostre stime per il FY20E. Il fatturato di competenza è cresciuto dell'11% YoY a €4,56 mln. La positiva performance segue quella del FY19, dove il fatturato aveva fatto registrare un +43,3%. Tutte le società del Gruppo hanno chiuso in utile il semestre, grazie alla strategia di crescita e di riduzione dei costi fissi di struttura e nonostante il periodo di lock-down. L'Ebitda cresce dell'8,9% YoY a €0,71 mln, mentre l'Ebitda margin raggiunge il 16,1% (dal 16% del 1H19).

Key Financials (€m)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Sales	7,84	10,00	14,66	16,13
EBITDA	0,92	1,88	3,55	4,15
EBIT	0,12	1,13	2,77	3,33
Net Profit	0,18	0,58	1,65	2,05
EPS (€)	0,06	0,18	0,52	0,65
EBITDA margin	11,8%	18,8%	24,2%	25,7%
EBIT margin	1,5%	11,3%	18,9%	20,7%

Estimates Update

I risultati del 1H20 ci consentono di mantenere invariate le nostre stime per il periodo 2020-23E. Stimiamo CAGR 19-23E delle sales del 22,7% a €17,7 mln e del 50,6% a €4,75 mln dell'Ebitda rispettivamente nel 2023E. A supporto della crescita futura attesa, nel corso dei primi mesi del 2020 per far fronte alle nuove iniziative, BFC Media ha acquisito e ristrutturato nuovi uffici in Via Melchiorre Gioia 55/b, dove sono state trasferite le attività amministrative e commerciali del gruppo.

Main Ratios	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	7,3	3,6	1,9	1,6
EV/EBIT (x)	56,5	5,9	2,4	2,0
P/E (x)	32,9	10,1	3,5	2,8

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity di BFC Media sulla base della metodologia DCF e dei multipli di mercato di un campione di società comparabili. A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2.5%. Il DCF conduce ad un equity value di €11,5 mln, mentre la metodologia dei multipli esprime un valore - al netto dello sconto del 25% per tenere conto della minore liquidità di BFC rispetto ai comparables del nostro campione - di €9,5 mln. La media dei due valori costituisce il nostro target price: €3,32 (da €3,15) per azione. Invariato il nostro BUY rating e il nostro medium risk.

Antonio Tognoli

+39 02 87208 703

antonio.tognoli@integraesim.it

1. Economics & Financials

Fig. 1 – Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Sales	5,47	7,84	10,00	14,66	16,13	17,74
Other Revenues	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Value of Production	5,47	7,84	10,00	14,66	16,13	17,74
COGS	1,95	2,32	2,75	3,63	3,91	4,30
Commercial costs	0,48	1,25	1,50	2,09	2,25	2,43
Services	1,25	1,78	1,90	2,57	2,77	2,98
Employees	0,55	0,66	0,83	1,19	1,28	1,38
Provisions	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Other Operating Expenses	0,53	0,91	1,14	1,64	1,76	1,90
EBITDA	0,72	0,92	1,88	3,55	4,15	4,75
<i>EBITDA Margin</i>	<i>13,1%</i>	<i>11,8%</i>	<i>18,8%</i>	<i>24,2%</i>	<i>25,7%</i>	<i>26,7%</i>
D&A	0,57	0,80	0,75	0,78	0,82	0,90
EBIT	0,15	0,12	1,13	2,77	3,33	3,85
<i>EBIT Margin</i>	<i>2,8%</i>	<i>1,5%</i>	<i>11,3%</i>	<i>18,9%</i>	<i>20,7%</i>	<i>21,7%</i>
Financial Management	(0,05)	0,13	(0,02)	0,00	(0,00)	(0,00)
EBT	0,10	0,25	1,12	2,77	3,33	3,84
Third parties	0,04	0,01	0,05	0,06	0,08	0,10
Taxes	0,06	0,06	0,49	1,06	1,20	1,40
Net Income	0,01	0,18	0,58	1,65	2,05	2,34
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Fixed Asset	1,70	1,79	2,80	2,50	2,98	3,49
Account receivable	1,30	2,53	2,58	3,35	3,70	4,50
Inventories	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Account payable	1,05	1,54	1,89	2,25	2,40	2,60
Operating Working Capital	0,25	0,99	0,69	1,10	1,30	1,90
Other Receivable	0,28	0,91	0,20	0,30	0,33	0,37
Other Payable	0,19	0,64	0,25	0,25	0,28	0,32
Net Working Capital	0,35	1,26	0,64	1,15	1,35	1,95
Severance Indemnities & Provision	0,04	0,06	0,04	0,05	0,05	0,05
NET INVESTED CAPITAL	2,01	2,99	3,40	3,60	4,28	5,39
Share Capital	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
Reserves and Retained Profits	1,51	1,75	1,84	2,13	2,96	3,98
Net Profit	0,01	0,18	0,58	1,65	2,05	2,34
Equity	1,66	2,08	2,57	3,93	5,16	6,47
Cash and Cash Equivalent	0,76	0,62	0,40	0,50	1,10	1,33
Short-Term Financial debt	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ML Term Financial Debt	1,10	1,53	1,23	0,17	0,23	0,25
Net Financial Position	0,34	0,91	0,83	(0,33)	(0,87)	(1,08)
TOTAL SOURCES	2,01	2,99	3,40	3,60	4,28	5,39
CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
EBIT	0,15	0,12	1,13	2,77	3,33	3,85
Taxes	0,10	0,07	0,54	1,12	1,28	1,50
NOPAT	0,06	0,05	0,59	1,65	2,05	2,35
D&A	0,57	0,80	0,75	0,78	0,82	0,90
Change in receivable	(0,07)	(1,22)	(0,05)	(0,77)	(0,35)	(0,80)
Change in inventories	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Change in payable	0,38	0,48	0,35	0,36	0,15	0,20
Change in OWC	0,30	(0,74)	0,30	(0,41)	(0,20)	(0,60)
Other Changes	(0,07)	(0,18)	0,32	(0,10)	0,00	0,00
Change in Provision	0,01	0,02	(0,02)	0,01	0,00	0,00
OPERATING CASH FLOW	0,86	(0,04)	1,94	1,93	2,67	2,65
Investments	(1,27)	(0,90)	(1,76)	(0,48)	(1,30)	(1,41)
FREE CASH FLOW	(0,40)	(0,94)	0,19	1,45	1,37	1,24
Financial Management	(0,05)	0,13	(0,02)	0,00	(0,00)	(0,00)
Change in Payable to Banks	0,33	0,43	(0,30)	(1,06)	0,05	0,02
Change in Equity	(0,11)	0,24	(0,09)	(0,29)	(0,83)	(1,02)
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	(0,24)	(0,14)	(0,22)	0,10	0,60	0,23

Source: BFC Media and Integræ SIM estimates

1.1 1H20 Results

I risultati del 1H20 sono positivi e in grado di supportare le nostre stime per il FY20E. Il fatturato di competenza è cresciuto dell'11% YoY a €4,56 mln. La positiva performance segue quella del FY19, dove il fatturato aveva fatto registrare un +43,3%.

Tutte le società del Gruppo hanno chiuso in utile il semestre, grazie alla strategia di crescita e di riduzione dei costi fissi di struttura e nonostante il periodo di lock-down. Da sottolineare che nel 1H20 BFC Media non ha fatto ricorso ad ammortizzatori sociali e non sono compresi eventuali vantaggi legati ad agevolazioni quali il tax credit, che potranno essere definiti e inseriti nel risultato di esercizio solo a fine anno (così come non sono inclusi nelle nostre stime). La società, inoltre, non riceve nessun contributo pubblico, non ha effettuato licenziamenti e sta proseguendo a pieno ritmo i progetti di crescita e sviluppo programmati.

L'Ebitda cresce dell'8,9% YoY a €0,71 mln, mentre l'Ebitda margin raggiunge il 16,1% (dal 16% del 1H19).

Le disponibilità liquide delle società del gruppo al 1H20 sono di oltre 0,5 mln. Inoltre, il Decreto Liquidità ha consentito alle aziende di accedere al credito bancario a condizioni particolarmente favorevoli. BFC Media, BFC Space e ITE hanno presentato un totale di 4 richieste di erogazione, per complessivi €1,8 mln.

Nonostante il lock down, che ha interessato gran parte il primo semestre, l'attività è stata molto intensa e ha visto il consolidamento e la crescita delle varie aree di attività del gruppo, in linea con gli obiettivi del piano quinquennale presentato al mercato.

L'impatto del Covid-19 ha avuto ripercussioni soprattutto nel settore degli eventi, costringendo di fatto alla sospensione di tutti quelli fisici. Questa situazione negativa è stata però compensata con il lancio di nuovi servizi:

- IT FORUM WEEK ONLINE, un evento multimediale in diretta streaming con oltre 5.000 iscritti;
- acquisto del canale 259 del digitale terrestre;
- lancio di BIKE, il canale dedicato alla smart mobility e l'avvio delle trasmissioni 24 ore su 24 sul canale 259 del digitale terrestre;
- lancio del magazine BIKE, dedicato alla smart mobility;
- accordo con Sportitalia per la diffusione di BIKE sul digitale terrestre al canale 60;
- acquisto del canale del digitale terrestre 260 e prossimo lancio della programmazione di BFC;
- lancio della collana BFC BOOKS;
- realizzazione del progetto tecnico per INFINITY SPACE TELESCOPY con l'Università di Bologna;
- presentazione al Ministero delle Politiche Agricole, Alimentari e Forestali (MIPAAF) dell'offerta per la partecipazione al bando per le riprese delle corse ippiche negli ippodromi;
- costituzione di EQUOS srl e aumento di capitale che è stato sottoscritto dalle più importanti istituzioni del mondo ippico: ippodromi, associazioni, allevatori, allenatori, proprietari;
- acquisizione del ramo d'azienda da Ippica & Stampa;
- restyling grafico e rilancio in edicola dei trisettimanali TROTTO & TURF, dedicato al mondo del cavallo, e BET, focalizzato sul betting degli eventi sportivi;
- acquisizione del sito MONDOTURF;

- riorganizzazione del database IPPICA.BIZ e lancio del nuovo sito EQUOS.IT;
- riprese televisive per EQUOS: EQUOS DAYS STORIES a Roma, Merano, Torino, Varese e Cesena;
- apertura nuovi uffici a Milano, per dar spazio all'importante crescita della Società.

L'intenso lavoro del management degli ultimi anni volto alla crescita dimensionale e alla diversificazione del business con l'obiettivo di mitigarne la rischiosità media, ha consentito la creazione di un Gruppo che conta:

- 4 sedi: Milano (2), Londra, Hong Kong;
- 60 giornalisti;
- 6 Magazine: Forbes, Bluerating, Private, Asset, Cosmo e BIKE;
- 2 trisettimanali: Trotto & Turf, dedicato al mondo del cavallo e degli sport ippici; BET dedicato al settore del betting sugli eventi sportivi;
- 8 siti web verticali con oltre due milioni di visitatori unici e oltre 5 milioni di pagine mensili;
- 280.000 iscritti ai siti e 24 newsletter settimanali;
- 250.000 follower nei vari social network;
- 32 format BFC video con oltre 1.000 produzioni originali per i canali SKY, TIVU' SAT e BFC VIDEO;
- 3 canali televisivi: BFC, BIKE e EQUOS;
- 28 eventi di grande successo come l'IT Forum Week Online;
- oltre 100 corsi di formazione online.

1.2 New estimates FY20E – FY23E

I risultati del 1H20 ci consentono di mantenere invariate le nostre stime per il periodo 2020-23E. Stimiamo CAGR 19-23E delle sales del 22,7% a €17,7 mln e del 50,6% a €4,75 mln dell'Ebitda rispettivamente nel 2023E.

A supporto della crescita futura attesa, nel corso dei primi mesi del 2020 per far fronte alle nuove iniziative, BFC Media ha acquisito e ristrutturato nuovi uffici in Via Melchiorre Gioia 55/b, dove sono state trasferite le attività amministrative e commerciali del gruppo.

Inoltre, in data 10 marzo 2020, BFC Media ha presentato la sua domanda di partecipazione al bando di gara indetta dal MIPAAF Ministero delle Politiche Agricole Alimentari e Forestali, per il: "Servizio di raccolta, elaborazione e diffusione del segnale televisivo originato dalle riprese delle corse negli ippodromi italiani e stranieri e servizi annessi" del valore complessivo a base d'asta pari a € 54,99 mln (IVA esclusa). A tal fine BFC Media ha ottenuto le certificazioni necessarie per garantire la massima efficienza e sicurezza della sua organizzazione. Il progetto preparato da BFC Media, avvalendosi dell'esperienza e della collaborazione di numerosi esperti dei vari settori coinvolti, coprirà quanto richiesto dal bando, ma ampliando gli aspetti trattati alle tematiche sportive, culturali e sociali sul mondo del cavallo.

In linea con quanto avvenuto nel 2019, abbiamo stimato una gestione leggermente più efficiente dei costi operativi considerando le economie di scala che maggiori volumi di vendita possono generare. Inoltre, non ci aspettiamo un aumento rilevante dei costi del personale per i prossimi anni (al contrario di quanto già avvenuto nel 2019) ma piuttosto una graduale diminuzione dell'incidenza fino ad arrivare al FY23E al 7,8% (8,4% nel FY19).

RISCHI LEGATI ALLA DIFFUSIONE DEL VIRUS COVID-19

Secondo il management *“Il primo semestre 2020 è stato caratterizzato da investimenti che vanno nella direzione della diversificazione con BIKE ed EQUOS, dallo sviluppo dei progetti multimediali audio e video, e dall’incremento delle soluzioni di comunicazione integrata, su misura delle esigenze di comunicazione del cliente.*

BFC Media vuole consolidare la sua posizione di media & digital company volta a combinare le proprie iniziative con particolare attenzione al mondo digitale, con una struttura fortemente integrata e sinergica verso un target ben definito.

Il tutto con un occhio attento ai costi e confermando il piano di crescita quinquennale presentato pur con i dovuti adattamenti imposto dalle opportunità che il mercato offre.

Tale mission è stata perseguita con coerenza nel corso del 2020 ed è alla base del processo di crescita della società. Denis Masetti, Presidente e maggior azionista della società ha dichiarato: “Siamo molto soddisfatti del lavoro svolto e dei risultati che ci consentono di realizzare gli obiettivi del piano quinquennale che ci eravamo proposti al momento della quotazione. Abbiamo avviato vari progetti che garantiranno una importante crescita futura, ben diversificati, molto scalabili e orientati a target molto definiti e ricchi di opportunità nei quali ci muoviamo in posizione di leadership. Grazie ai collaboratori del Gruppo abbiamo affrontato le difficoltà del 2020 con coraggio, cauto ottimismo ed efficacia. Siamo cresciuti e ne siamo orgogliosi. Spero che il mercato azionario si accorga di quanto stiamo realizzando e adegui la nostra capitalizzazione. Puntiamo a raggiungere il valore di almeno 3 euro per azione che ritengo sia il minimo per un gruppo delle nostre dimensioni, con i nostri risultati sempre stabili, in utile, in crescita e con forte liquidità”.

2. Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity di BFC Media sulla base della metodologia DCF e dei multipli di mercato di un campione di società comparabili.

2.1 DCF Method

Fig. 2 – WACC

WACC		11,33%
Risk Free Rate	0,65% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	8,46% Beta Adjusted	0,97
D/E (average)	0,00% Beta Relevered	0,97
Ke	11,33% Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2.5%. Ne risulta quindi un WACC dell'11,33%

Fig. 3 – DCF Valuation

DCF Equity Value		11,5
FCFO actualized	3,9	32%
TV actualized DCF	8,5	68%
Enterprise Value	12,4	100%
NFP (FY19A)	0,9	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di €11,5 mln.**

Fig. 4 – Equity Value - Sensitivity analysis

€/mln		WACC						
		9,8%	10,3%	10,8%	11,3%	11,8%	12,3%	12,8%
Growth rate (g)	2,5%	15,8	14,7	13,8	12,9	12,2	11,5	10,9
	2,0%	15,0	14,0	13,2	12,4	11,7	11,1	10,5
	1,5%	14,3	13,4	12,6	11,9	11,3	10,7	10,2
	1,0%	13,6	12,9	12,1	11,5	10,9	10,4	9,9
	0,5%	13,1	12,4	11,7	11,1	10,6	10,1	9,6
	0,0%	12,6	11,9	11,3	10,8	10,2	9,8	9,3
	-0,5%	12,1	11,5	10,9	10,4	10,0	9,5	9,1

Source: Integrae SIM

2.2 Market multiples

Il nostro panel è formato da società operanti nello stesso settore di, BFC Media ma con una capitalizzazione maggiore. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il DCF method.

Fig. 5 – Market Multiples – Publishing and Online

Publishing	EV/Ebitda				EV/Ebit				P/E			
	2019F	2020F	2021F	2022F	2019F	2020F	2021F	2022F	2019F	2020F	2021F	2022F
Thomson Reuters Corp.	20,2	19,1	18,1		30,4	29,3	26,8		40,6	36,2	33,4	
Pearson PLC	10,0	8,2	8,0	8,0	16,2	12,3	12,2	12,5	18,7	13,5	12,8	12,9
FactSet Research Systems Inc.	23,5	22,4	21,4		24,8	23,7	23,2	20,9	30,5	29,1	27,2	27,2
S&P Global, Inc.	20,4	19,7	18,0	17,7	20,9	20,3	18,5	17,9	29,3	28,2	25,1	23,9
Cairo Communication S.p.A.	8,2	6,1	6,1		29,7	11,8	11,9		28,1	7,3	6,9	
GEDI Gruppo Editoriale S.p.A.	6,1				nm							
Media	14,7	15,1	14,3	12,8	24,4	19,5	18,5	17,1	29,5	22,8	21,1	21,4

Online	EV/Ebitda				EV/Ebit				P/E			
	2019F	2020F	2021F	2022F	2019F	2020F	2021F	2022F	2019F	2020F	2021F	2022F
Moneysupermarket.com Group plc	15,1	12,5	11,5	10,4	17,6	14,2	12,8	12,4	22,4	18,2	16,2	14,4
Gruppo MutuiOnline S.p.A.	13,1	12,4	10,6		16,4	15,4	12,7	11,2	17,9	16,9	14,2	
Triboo SpA												
Media	14,1	12,5	11,0	10,4	17,0	14,8	12,8	11,8	20,2	17,6	15,2	14,4
Media Ponderata	14,6	14,2	12,8	11,5	22,5	17,8	15,9	14,2	27,1	21,0	18,4	17,5

Source: Inf Financials

L'equity value di BFC Media utilizzando i market multiples EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E risulta essere pari a circa € 12,74 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità di BFC Media rispetto alle società incluse nel panel oltre che a una capitalizzazione più bassa. Pertanto, ne risulta un **equity value di € 9,55 mln.**

2.3 Equity Value

Table 6 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	10,5
Equity Value DCF (€/mln)	11,5
Equity Value multiples (€/mln)	9,6
Target Price (€)	3,32

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a € 10,0 mln. Il target price è quindi di € 3,32 (da € 3,15). Confermiamo rating BUY e rischio 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. INTEGRÆ SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRÆ 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 Integræ SIM's current Head of Research, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalists guild. Mattia Petracca is current financial analyst.

Disclaimer

This publication was produced by INTEGRÆ SIM SpA. INTEGRÆ 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.

INTEGRÆ SIM SpA performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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 INTEGRÆ SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
9/4/2019	0,895	Buy	3,58	Medium	FY18 Results
26/9/2019	1,23	Buy	3,15	Medium	1H19 Results
29/1/2020	1,41	Buy	3,15	Medium	FY19 Preliminary Results
26/3/2020	1,40	Buy	3,15	Medium	FY19 Results
3/7/2020	1,75	Buy	3,15	Medium	Equos Project
9/4/2019	0,895	Buy	3,15	Medium	FY18 Results
30/7/2020	1,69	Buy	3,15	Medium	1H20 Preliminary Results

The list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integræ SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integræ SIM website.

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRÆ SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRÆ 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). INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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. INTEGRÆ SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integræ SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integræ SIM's web site (www.integraesim.it). 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. INTEGRÆ 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 INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ 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, Integræ 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, Integræ 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.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 16190 of 29.10.2007, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

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

Equity Total Return (ETR) for different risk 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 INTEGRÆ 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. It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Nominated Adviser of the BFC Media 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 in favor of BFC Medi S.p.A.;
- Integrae SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by BFC Media S.p.A.

At the Integrae SIM website you can find the archive the last 12 months of the conflicts of interest between Integrae SIM and issuers of financial instruments, and their group companies, and referred to in research products produced by analysts at Integrae SIM.