

Data di produzione: 27 settembre 2017 ore 18:00 CET

Data di pubblicazione: 28 settembre 2017 ore 7:00 CET

BFC	update	Italy	FTSE AIM Italia	Media
Rating: BUY		Target Price: Euro 4,26 (Prev. TP Euro 2,82)		Risk: Medium (unchanged)

Stock Performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-2,67%	2,37%	-8,64%	-18,91%
vs FTSE AIM Italia	-4,01%	2,11%	-23,39%	-50,35%
vs FTSE All-Share	-6,94%	-6,46%	-23,55%	-63,27%

Stock Data (del 27/09/2017)

Price	€ 1,638
Bloomberg Code	BLUE IM
Market Cap (€m)	5,20
EV (€m)	4,35
Free Float	23,62%
Share Outstanding	3.175.000
52-week high	€ 2,04
52-week low	€ 1,532
Company Agenda	n.a.

Key Financials (€m)	2016A	2017E	2018E	2019E
Sales	2,9	3,5	6,4	7,7
EBITDA	0,30	0,35	1,30	2,10
EBIT	0,02	0,08	0,93	1,65
Net Profit	0,01	0,04	0,65	1,17
EPS	0,00	0,01	0,20	0,37
EBITDA margin	9,1%	10,0%	20,1%	27,1%
EBIT margin	0,5%	2,5%	14,6%	21,6%
CAGR Sales	70,0%	20,7%	82,9%	20,3%
CAGR EBITDA	-25,0%	16,7%	271,4%	61,5%

Main Ratios	2016A	2017E	2018E	2019E
EV/EBITDA	14,5 x	12,4 x	3,3 x	2,1 x
EV/EBIT	217,5 x	54,4 x	4,7 x	2,6 x
P/E	520,1 x	130,0 x	8,0 x	4,4 x
NFP/EBITDA	-3,0 x	-2,5 x	-0,8 x	-0,9 x

Antonio Tognoli

+39 02 7862 5303

antonio.tognoli@integraesim.it

Company overview

Blue Financial Communication (BFC) è una casa editrice specializzata nell'informazione finanziaria. Attualmente il gruppo è oggetto di una riorganizzazione produttiva che vedrà una maggiore focalizzazione su prodotti e servizi maggiormente redditizi. La proposta editoriale sarà composta da tre prodotti: Bluerating, Private e Forbes. Sarà inoltre lanciata la nuova piattaforma MIFID 2 compliant BlueAdvisor, sarà supportato lo sviluppo di Gooruf, piattaforma 'social' che connette le persone al mondo dei servizi finanziari e continuerà l'organizzazione di IT Forum, la più grande manifestazione in Italia dedicata al trading e agli investimenti.

1H17 results and 2017-21 guidance

I ricavi totali sono ammontati a €1,8 mln, mentre l'Ebitda ha raggiunto €0,2 mln, con un Ebitda margin dell'11% (era il 9,1% nel FY16). Il capitale investito netto, pari a €1,1 mln, è costituito per €0,6 mln da immobilizzazioni immateriali e per €0,5 mln da capitale circolante netto. La copertura dello stesso prevede patrimonio netto per €1,9 mln e disponibilità liquide per €0,8 mln.

Il 13 luglio, BFC ha approvato il piano strategico 2017-21 che vede il lancio di Forber, Blueadvisors e Gooruf. I principali target nel 20121 sono in linea con le nostre stime e sono i seguenti: fatturato €9,2 mln (CAGR 2016-21F +25,6%), Ebitda €3,3 mln (CAGR 2016-21F +65,2%).

Valuation Update

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

Con riferimento al metodo del DCF l'equity value di BFC risulta pari a €14,4 mln. Quanto invece al metodo dei multipli, il nostro campione è formato da società che operano negli stessi settori di BFC, ma con una capitalizzazione maggiore e con una diversa struttura organizzativa. Ai fini del calcolo dell'equity value, abbiamo effettuato una media ponderata dei multipli per il peso che il fatturato del settore online rappresenta – secondo le nostre stime – rispetto al fatturato totale per ciascuno degli anni considerati. L'equity value calcolato attraverso la metodologia dei multipli, risulta di €16,9 mln. Allo stesso, abbiamo applicato uno sconto del 25%, raggiungendo un valore di €12,7 mln. Il fair value di BFC determinato come media aritmetica semplice dei due valori, risulta di €13,5 mln, vale a dire €4,26 per azione (da €2,82 della nostra nota del 29 settembre 2016).

Summary

1. Company Overview	3
1.1 Il profilo del gruppo.....	3
2. La strategia e i prodotti	5
2.1 La strategia	5
2.2 Bluerating	5
2.3 Private	6
2.4 Forbes.....	6
2.5 Investing Trading Forum.....	6
2.6 Blue Advisor	7
2.7 Gooruf	7
3. I risultati 2016 e le stime 2017-2021.....	8
3.1 Il FY16	8
3.2 Il 1H17	9
3.3 Le stime 2017 - 2021	9
4. Economics & Financials	12
5. La valutazione	14
5.1 DCF model.....	14
5.2 Multiples valuation.....	16

1. Company Overview

1.1 Il profilo del gruppo

Blue Financial Communication (BFC) è una casa editrice indipendente con sedi a Milano e Londra specializzata nell'informazione finanziaria e nel personal business con particolare attenzione al mondo del risparmio gestito e della distribuzione, nata nel 1995 su iniziativa di Denis Masetti. Il Gruppo BFC opera con 25 giornalisti, pubblica 3 magazine e gestisce 8 siti internet, le cui pagine visitate sono pari a 1,5 mln al mese e con più di 200.000 iscritti.

Fin dalla sua creazione, BFC è stata in grado di seguire, spesso anticipandoli, i trend che hanno modificato radicalmente il mercato dell'informazione e dei media. Di particolare rilevanza:

- il forte incremento della pubblicità online;
- il crescente utilizzo di soluzioni online per l'acquisto di beni e servizi;
- il costante calo degli investimenti pubblicitari nei giornali cartacei.

In questo contesto di mercato, il management di BFC ha puntato ad una strategia in grado di sfruttare appieno i trend in atto.

Oggi il Gruppo BFC è leader in Italia nel settore media e digital per l'informazione finanziaria. Il Gruppo BFC è proprietario di una piattaforma Fintech (compliant MIFID 2) chiamata BlueAdvisor, capace di unire finanza e tecnologia al servizio dei consulenti finanziari indipendenti. Inoltre dispone di un financial social network unico ed innovativo: Gooruf (attualmente in versione beta).

La nicchia di mercato dei servizi professionali in cui opera il Gruppo BFC, è uno dei pochi settori in cui gli investimenti pubblicitari sono in crescita e in controtendenza rispetto al mercato pubblicitario complessivo che si sta lentamente riprendendo dopo il forte calo subito negli scorsi anni.

Il "sistema BFC", partendo dai bisogni dei risparmiatori, è in grado di offrire servizi mirati ai professionisti della finanza che operano in Italia e alla clientela retail. Il business di BFC è anche "web based" e basato su un sistema integrato, in grado di offrire informazione e consulenza personalizzata su dispositivi digitali come tablet, smartphone ed e-reader.

Il connubio tra finanza e tecnologia ha dimostrato nell'ultimo triennio importanti potenzialità di crescita, giustificate da un lato dalla progressiva digitalizzazione dei servizi bancari con una maggiore efficienza in termini di prestazioni e dall'altra dalla scalabilità del servizio. Basti pensare che in Italia all'interno dei circa 30 milioni di individui maggiorenni utenti regolari di Internet, le persone con almeno un conto bancario sono circa 24 mln (Fonte: Digital Banking Index Italy – Che Banca).

Attualmente il gruppo è oggetto di una riorganizzazione produttiva che vedrà una maggiore focalizzazione su prodotti e servizi maggiormente redditizi. La proposta editoriale sarà composta da tre prodotti: Bluerating, Private e Forbes. Sarà inoltre lanciata la nuova piattaforma MIFID 2 compliant BlueAdvisor, sarà supportato lo sviluppo di Gooruf, piattaforma 'social' che connette le persone al mondo dei servizi finanziari e continuerà l'organizzazione di IT Forum, la più grande

manifestazione in Italia dedicata al trading e agli investimenti, che vedrà il lancio dell'edizione di Milano prevista per l'ultimo trimestre dell'anno.

Tra gli obiettivi del gruppo BFC rientrano la maggior focalizzazione su prodotti digital ed una maggior diversificazione delle fonti dei ricavi.

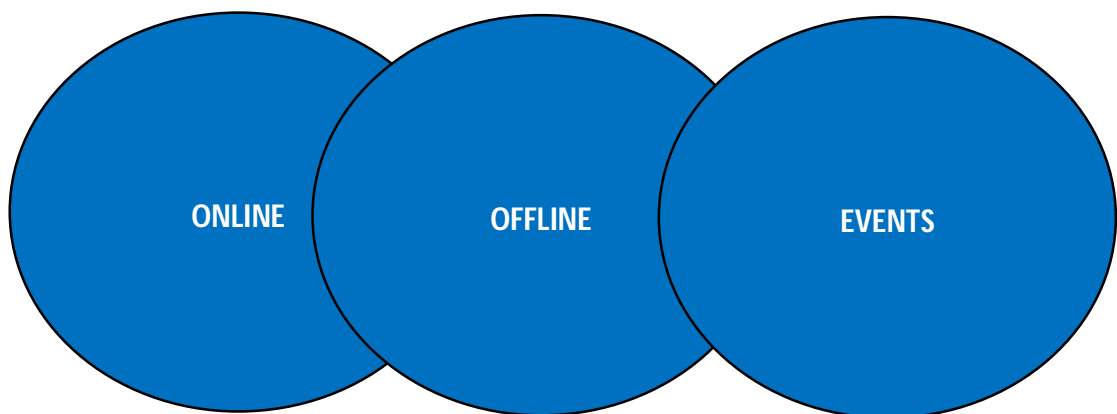
2. La strategia e i prodotti

2.1 La strategia

La strategia del gruppo BFC è quella di aggredire il mercato potenziale attraverso un approccio verticale e diversificato su un target di clienti qualificato.

Le possibilità di cross selling tra le diverse aree operative consente di avvicinare il mercato fornendo al cliente il soddisfacimento del proprio bisogno finanziario attraverso la fruibilità dell'offerta su tutti i mezzi attualmente disponibili.

Fig. 1 – L'approccio strategico



Source: *Integrae SIM*

2.2 Bluerating

Bluerating, è il sistema informativo integrato (magazine, sito, newsletter, eventi, awards) dedicato al mondo del risparmio gestito e ai distributori di servizi finanziari. Leader nell'informazione a consulenti finanziari, private banker, banche, società di gestione del risparmio e investitori privati, Bluerating viene distribuito ogni mese nelle principali edicole d'Italia e viene inviato alle oltre 2.500 agenzie di consulenti finanziari e alle oltre 3.000 agenzie delle più importanti banche italiane.

Bluerating può essere personalizzato nella cover e in altre parti per promuovere iniziative studiate in base alle specifiche esigenze di società di gestione ed emittenti di prodotti finanziari.

Ad oggi si contano più di 150 clienti attivi che consentono al magazine di ottenere elevati ricavi da pubblicità, vista anche la crescita esponenziale che sta avendo il settore del risparmio gestito.

Bluerating ha anche un sito (Bluerating.com) con circa 1 mln di pagine viste mensili, al cui interno sono presenti oltre 15.000 prodotti finanziari aggiornati quotidianamente, e una newsletter che viene inviata a circa 50.000 utenti iscritti alla comunità. Infine, tramite il brand vengono promossi e sponsorizzati numerosi eventi relativi alla finanza (Bluerating AWARDS).

2.3 Private

Private magazine è il mensile dedicato al mondo del private banking e viene inviato alle sedi delle banche attive nel wealth management in Italia, Svizzera, Londra, Lussemburgo e Monte-Carlo, oltre ai più importanti family office, ai venture capitalist e agli uffici dei più maggiori studi legali sulla base di una mailing list esclusiva di oltre 5000 indirizzi.

Private viene inoltre distribuito nelle principali edicole, negli aeroporti e negli eventi dedicati al private banking. Una sezione specifica di questo magazine è dedicata alla promozione dello Style Life. Al pari di Bluerating, anche Private è legato anche ad un sito, PRIVATEBANKINGWEB.COM (in futuro sezione di BLUERATING.COM), in cui ogni giorno vi vengono pubblicate le ultime notizie, eventi, consigli e opportunità legati al private banking.

Il brand Private consente la promozione di numerosi eventi quali i Private "BANKING AWARDS", la cui prossima edizione è prevista per il 22 novembre 2017 presso la Borsa di Milano.

2.4 Forbes

Forbes è una rivista di economia e finanza, edita da Forbes Media, fondata nel 1917. Forbes è il brand numero uno nel mondo per la business community, con oltre 1.200 giornalisti e 90 milioni di visitatori nei vari siti nel mondo.

Il 27 aprile 2017 il gruppo BFC ha acquisito la licenza esclusiva per Forbes in lingua italiana (Italia, Svizzera e Monte-Carlo) fino al 2022. A seguito della sottoscrizione dell'accordo il gruppo BFC, può disporre di tutto il materiale prodotto da Forbes, con la possibilità di tradurre e pubblicarne gli articoli. Inoltre, potrà essere utilizzata direttamente la piattaforma web di Forbes MEDIA riducendo al minimo i costi di start up per il digitale.

Il contratto di licenza prevede il solo pagamento di royalties sui ricavi e nessun costo fisso. Per questo prodotto è previsto un modello di business integrato (al pari di Bluerating): la produzione di una rivista, lo sviluppo del sito forbesitalia.com e l'organizzazione di eventi (Forbes Live) con la possibilità di avere ospiti conosciuti a livello mondiale e di reclutare firme autorevoli.

Sulla scorta del success ottenuto da Forbes negli altri paesi, è possibile stimare che per il 2018 saranno raggiunti 1 milione di visitatori al mese e una diffusione di 50.000 copie del magazine.

2.5 Investing Trading Forum

IT Forum è la più grande manifestazione italiana dedicata al trading ed agli investimenti. ITE (società del gruppo BFC che ne gestisce le attività) è la società leader in Italia per l'organizzazione di eventi nel mondo trading e digitale. ITE dispone di un data base di oltre 30.000 operatori del settore trading e vanta oltre 100 clienti attivi nelle varie edizioni, e più di 5.000 visitatori (nella manifestazione di Rimini giunta alla diciottesima edizione). Il 23 novembre 2017 verrà lanciata l'edizione milanese di IT Forum Milano.

Il modello di business, al pari degli altri prodotti, è integrato ed oltre ai ricavi relativi agli eventi (sponsorizzazioni e affitto degli stand) si aggiungono quelli da pubblicità, digital, comunità e

formazione. E' previsto inoltre lo sviluppo di nuovi progetti ed eventi a livello nazionale ed internazionale.

2.6 Blue Advisor

BlueAdvisor è la prima applicazione Fintech sviluppata dal gruppo BFC, in grado di unire finanza e tecnologia a servizio di consulenti finanziari indipendenti con l'obiettivo di creare una piattaforma coerente con il target di Bluerating, senza pubblicità, per i professionisti della consulenza finanziaria, che recepisca la normativa che entrerà in vigore a partire dal 3 gennaio 2018 (la MiFID 2).

BlueAdvisor gestirà la contabilità, la contrattualistica, i portafogli e svilupperà tutti i report periodici per i clienti consentendo di archiviare la documentazione relativa al rapporto con il cliente stesso. Sarà possibile anche dare accesso ai clienti alle posizioni stesse e creare degli alert.

BlueAdvisor potrà essere collegato a soggetti esterni autorizzati all'attività di collocamento che rendono esecutive le operazioni di acquisto e vendita di titoli o strumenti finanziari e/o a soggetti autorizzati all'attività di gestione del risparmio, creazione di modelli di asset allocation, portafogli, robo advisor, ottimizzatori.

Sarà inoltre presente una sezione dedicata ai corsi di formazione, aggiornamenti, educational e servizi non soggetti ad autorizzazione. BlueAdvisor verrà proposto al mercato come uno strumento facile ed economico ad un costo accessibile e modulabile in base alle esigenze (Membership gratuita, abbonamento consultant 9 €/mese, abbonamento fee only 49 €/mese e abbonamento advisor 139 €/mese).

2.7 Gooruf

Gooruf è il primo e unico social network che connette le persone al mondo dei servizi finanziari. Gooruf intende creare brand reputation (al pari di Tripadvisor e Google). Attraverso un'unica piattaforma, gli utenti possono dialogare con i fornitori, trovare tutti gli aggiornamenti e le offerte delle aziende e ricevere notizie in base ai loro interessi. Una comunità che dialoga composta da risparmiatori, influencer, provider ed animata dai giornalisti di Gooruf.

Con sede operativa a Londra, il progetto è nato per essere internazionale: sono infatti stati registrati i domini per tutto il mondo. E' prevista a breve l'apertura di una sede ad Hong Kong, dove si cercherà, tra l'altro, anche di coinvolgere venture capitalist per supportare lo sviluppo del prodotto in Asia.

Il database di Gooruf conta attualmente oltre 1.100 provider di servizi finanziari divisi in 8 sezioni: banche, assicurazioni, real estate, asset management, trading, consulenza, comparatori, crowd funding. Non è presente pubblicità e l'unica fonte dei ricavi deriverà dai provider (premium) in base alle performance e non attraverso costi fissi (pay per engagement).

3. I risultati 2016 e le stime 2017-2021

3.1 Il FY16

Il valore della produzione nel FY16 è stato di €2,93 mln (€1,72 mln nel FY15), grazie alla creazione di nuove iniziative editoriali e digitali e alle acquisizioni. Nel corso del 2016 il management del gruppo BFC ha lavorato per creare le condizioni organizzative al fine di stimolare e agevolare la crescita dei prossimi anni e, oltre alla sede di Londra, è stata acquisita in locazione una nuova sede a Milano, dove si è trasferita la redazione di oltre 30 professionisti fra dipendenti e collaboratori.

L'Ebitda è stato di €0,27 mln (€0,41 mln nel FY15), nonostante la decisione di spendere interamente i costi di sviluppo e la creazione dei nuovi progetti. L'Ebitda riflette la scelta di investire una parte delle risorse raccolte in IPO, nella creazione "in house" di nuove iniziative editoriali soprattutto nell'area digitale allo scopo di creare una struttura equilibrata e diversificata attraverso un sapiente mix di eventi, pubblicità sui magazine e sui mezzi digitali, abbonamenti a servizi che danno una base di ricavi ricorrente e servizi di pagamento a performance con un progetto globale ampiamente scalabile.

Diversi sono stati gli investimenti che hanno caratterizzato il 2016. In particolare:

- **magazine e stampati.** Nel corso del 2016 si è consolidata la leadership del mensile BLUERATING che si rivolge ai consulenti finanziari e al mondo dell'asset management e che, da una recente indagine di GFK, è risultato lo strumento informativo leader del settore con circa il 70% di penetrazione verso il target di riferimento.

Nel corso dell'anno si è andato affermando anche il magazine PRIVATE, il mensile del private banking, e del periodico iFINANCE dedicato al mondo della finanza digitale completato dall'inserimento FINTECHAGE in lingua inglese per coprire il mondo emergente del fintech. Nel corso del 2016 sono stati oltre 100 gli inserzionisti e più di 600 le pagine pubblicitarie pubblicate. In futuro l'obiettivo è quello di rafforzare con accordi o acquisizioni il posizionamento nell'area informativa verso il mondo della finanza e dell'economia;

- **prodotti digitali:** sono stati ottimizzati e ammodernati i siti che completano l'offerta (bluerating.com, privatebankingweb.com, iFinanceweb.com; fintechAge.com; soldiweb.com e itfnews.com). Per ognuno si è resa più efficiente la navigazione e l'adattabilità ai vari device. La produzione è stata di oltre 30.000 news originali a cura della redazione.

Nel corso dell'ultima parte del 2016 Blue Financial Communication ha lanciato Gooruf, il social network dei servizi finanziari che unisce la comunità dei risparmiatori con i provider di servizi finanziari e gli influencer del mercato.

Gooruf si svilupperà in Italia e, nel primo semestre del 2017, in Gran Bretagna con l'obiettivo di diventare un riferimento mondiale (in primis in Asia) nel prossimo futuro. Il modello di ricavi è legato al pay per engagement che ha determinato il successo del business model dei social network. Tutto il progetto è stato costruito e finanziato in house e il data base e l'algoritmo sono proprietari.

Sulla scia di queste iniziative il management ha deciso di entrare anche nel mondo del fintech unendo un'accresciuta competenza tecnologica al mondo dei servizi finanziari e creando un nuovo sistema dedicato al mondo dei consulenti finanziari che verrà rivoluzionato con l'introduzione della nuova normativa denominata Mifid 2. Tale progetto, in fase di lancio, si chiama BLUEADVISOR e consiste di una piattaforma a pagamento per i

professionisti della finanza che li supporterà anche nell'attività di compliance con la nuova normativa;

- **eventi ed educational:** La terza area di sviluppo del gruppo BFC è orientata alla creazione di eventi. In particolare nel corso del 2016 è stata acquisita la quota di maggioranza della società Spring Eventi Srl (poi ribattezzata INVESTMENT & TRADING EVENTS), società che organizza da oltre un decennio manifestazioni come ITFORUM che riuniscono migliaia di professionisti e che è leader nel segmento informativo rivolto ai trader.

3.2 Il 1H17

Riteniamo che la semestrale del gruppo, che pure incorpora solo marginalmente i risultati attesi dallo sviluppo della strategia contenuta nel piano strategico 2017-2021F (comunicato al mercato il 13 luglio scorso) che prevede il rinnovamento della proposta editoriale, sia in grado di supportare le nostre stime per il FY17.

In particolare i ricavi totali sono ammontati a €1,8 mln, mentre l'Ebitda ha raggiunto €0,2 mln, con un Ebitda margin dell'11% (era il 9,1% nel FY16).

Il capital investito netto, pari a €1,1 mln, è costituito per €0,6 mln da immobilizzazioni immateriali e per €0,5 mln da capitale circolante netto. La copertura dello stesso prevede patrimonio netto per €1,9 mln e disponibilità liquide per €0,8 mln.

3.3 Le stime 2017 - 2021

Il 13 luglio, BFC ha approvato il piano strategico 2017-21 che vede il lancio di Forber, Blueadvisors e Gooruf (vedi comunicato stampa). I principali target nel 2021 sono in linea con le nostre stime e sono i seguenti: fatturato €9,2 mln (CAGR 2016-21F +25,6%), Ebitda €3,3 mln (CAGR 2016-21F +65,2%).

Già a partire dal 4Q17, BFC si presenterà al mercato con una offerta rinnovata, grazie anche alla chiusura dell'accordo con Forbes ed al lancio di BlueAdvisor, eliminando e/o incorporando tutti quei prodotti a bassa marginalità. Le linee di prodotto saranno le seguenti:

Fig. 2 – Le linee di prodotto

bluerating
ADVISORY & ASSET MANAGEMENT

PRIVATE

Forbes

ITE
INVESTMENT & TRADING EVENTS

 **BLUEADVISOR**

 **Gooruf**

Source: BFC

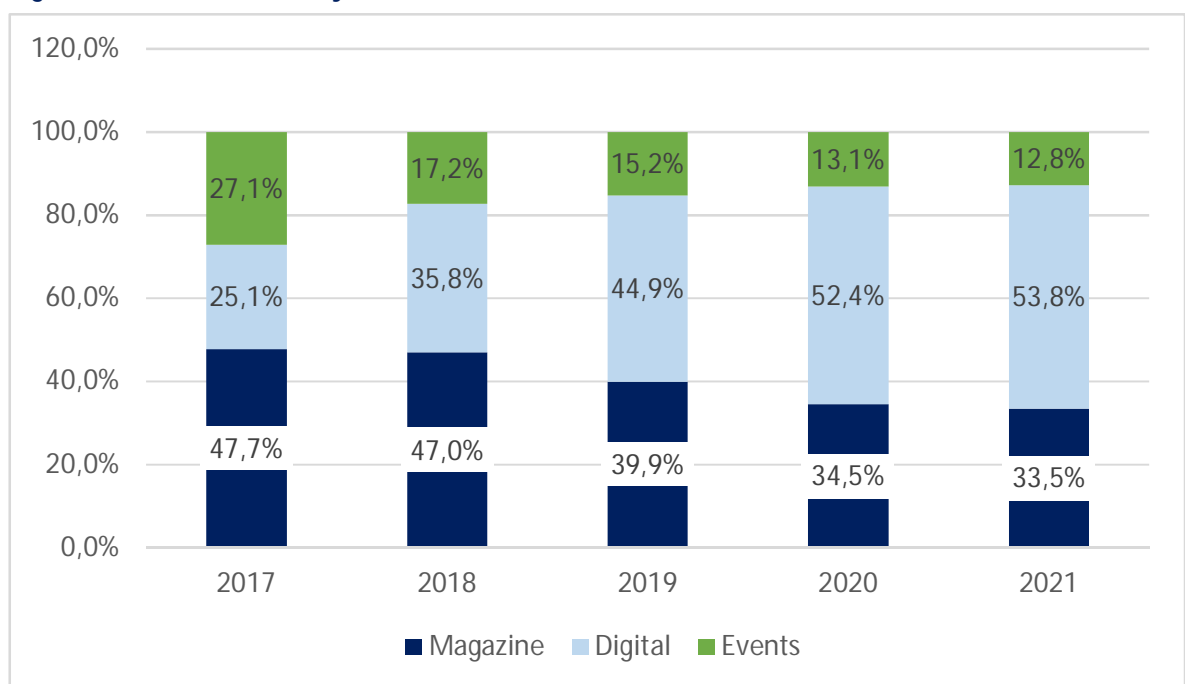
Il piano strategico di crescita della compagnia si fonda sullo sviluppo di iniziative editoriali combinate rivolte al target delle società che producono e distribuiscono servizi finanziari, offrendo loro un mix fra strumenti tradizionali e innovativi: dai magazine cartacei, ai media digitali fino agli eventi e all'area educational.

Vista la difficoltà di individuare sul mercato vere opportunità di acquisizioni a valori congrui, BFC ha deciso di investire risorse per creare internamente nuovi progetti editoriali, concentrati soprattutto nel mondo digitale.

Tutto ciò con una visione internazionale accentuata dall'apertura a Londra di iFinance Media LTD e dall'acquisto della società Spring Eventi Srl, poi ridenominata INVESTMENT & TRADING EVENTS. L'obiettivo è quello di ottenere un corretto mix di ricavi ben diversificato e con un potenziale di alta crescita e grande scalabilità.

Gli obiettivi strategici del gruppo BFC prevedono una maggiore focalizzazione sui prodotti digital, che stimiamo raggiungano il 25,2% nel 2017F per crescere gradualmente fino al 55% circa nel 2021F a fronte di una leggera crescita dei ricavi provenienti dagli eventi e dai magazine.

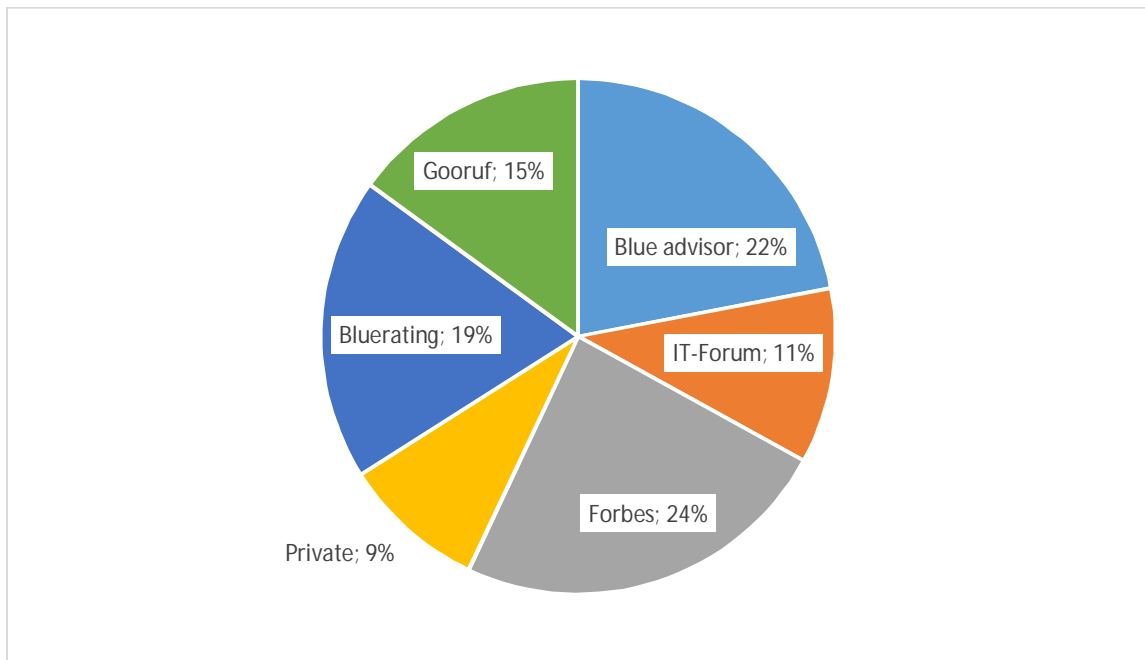
Fig. 3 – Sales breakdown by business line



Source: BFC

Riteniamo che una parte importante di fatturato possa essere rappresentata da Forbes, BlueAdvisor e Gooruf, che ci aspettiamo possano consentire di triplicare il fatturato dell'intero gruppo entro il 2021F (CAGR 2016-21 pari al 25,6%).

Fig. 4 – Sales breakdown by products



Source: Integrae SIM estimates

Stimiamo che la crescita dell'Ebitda margin possa essere più che proporzionale rispetto a quelle dei ricavi, passando dal 9,1% del 2016 al 35,9% del 2021F, grazie agli investimenti digitali, al maggior focus su prodotti ad elevato valore aggiunto e alla positiva contribuzione alla redditività di Gooruf.

Di seguito le principali assunzioni strategiche, che prevedono:

- il consolidamento delle posizioni di mercato di Bluerating, Private e IT Forum;
- il lancio di Forbes a cavallo tra il 2017 ed il 2018 (i ricavi 2016 sono relativi a iFinance che sarà incorporato in Forbes);
- il progressivo sviluppo di Gooruf;
- il lancio nel 2018 (anno di entrata in vigore di Mifid 2) di BlueAdvisor;
- un lieve incremento dei costi fissi (assunzione di circa 6 unità) a supporto del lancio e sviluppo dei nuovi prodotti, ciò grazie alle notevoli sinergie di costo del Gruppo;
- il mantenimento della medesima struttura dei costi variabili (con l'eccezione di costi one off relativi a provvigioni BlueAdvisor);
- ammortamenti crescenti e calcolati sulla base delle immobilizzazioni attuali e prospettive. L'incremento delle Immobilizzazioni è legato agli investimenti che stimiamo saranno effettuati per supportare il lancio e lo sviluppo dei nuovi prodotti, pari complessivamente a € 2,2 mln;
- la stima prudenziale di DSO pari a 60 gg e DPO pari a 50 gg (in linea con quanto registrato nel 2016), benché i modelli di business di Gooruf e BlueAdvisor prevedano l'incasso anticipato;
- per la stima di altri crediti/debiti è presente il debito per l'acquisto di IT-Forum, che verrà completamente estinto entro il primo semestre 2018 (secondo quanto contrattualmente previsto);
- un indebitamento bancario composto dal mutuo Intesa (per € 150 mila) e dal mutuo BPM (per € 350 mila), a tasso fisso e durata 48 mesi.

4. Economics & Financials

Fig. 5 – P&L

P&L	2016A	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Totale vendite	2935,8	3530,3	6450,0	7693,4	8912,6	9168,1
Totale costi	-2668,4	-3177,1	-5156,7	-5608,9	-6006,8	-5879,6
EBITDA	267,4	353,2	1293,3	2084,5	2905,8	3288,5
Ebitda margin	9,1%	10,0%	20,1%	27,1%	32,6%	35,9%
Ammortamenti e svalutazioni	-235,6	-247,1	-331,5	-404,0	-389,8	-429,3
Accantonamenti TFR	-15,8	-18,0	-18,3	-18,5	-18,8	-19,1
EBIT	16,0	88,2	943,6	1662,0	2497,2	2840,1
Ebit margin	0,5%	2,5%	14,6%	21,6%	28,0%	31,0%
Proventi e Oneri Straordinari	-5,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Proventi e Oneri Finanziari	10,0	-8,0	-13,0	-7,6	-2,1	0,0
Utile ante imposte	20,2	80,2	930,6	1654,4	2495,1	2840,1
Imposte e tasse	-11,6	-40,9	-278,8	-480,7	-715,2	-811,5
Utile netto	8,6	39,3	651,8	1173,7	1779,8	2028,6

Source: BFC e Integrae SIM estimates

Fig. 6 – A&L

A&L	2016A	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Immob. Immateriali	690,5	628,3	1163,0	1322,4	1294,2	1076,4
Immob. Materiali	32,6	122,6	106,5	93,1	81,5	70,0
Immob. Finanziarie	14,9	14,9	14,9	14,9	14,9	14,9
Totale Immobilizzazioni	737,9	765,8	1284,3	1430,3	1390,6	1161,3
Crediti Commerciali	615,5	708,0	1293,5	1542,9	1787,4	1838,6
Fornitori	-423,0	-484,4	-815,3	-890,8	-957,3	-936,1
CCNO	192,5	223,6	478,3	652,1	830,1	902,6
Cred./Deb. Tributari/Prev.	37,9	-20,2	-206,5	-166,4	-195,9	-60,7
Altri Cred\Deb	-108,6	-55,3	-5,3	-5,3	-5,3	-5,3
Ratei e risconti	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5
CCN	136,3	162,6	281,1	494,9	643,5	851,1
Fondo TFR	-26,2	-44,2	-62,4	-81,0	-99,8	-118,9
CAPITALE INVESTITO NETTO	848,0	884,2	1502,9	1844,3	1934,2	1893,5
+Banche BT/(-Cassa)	-1130,4	-1483,4	-1339,4	-1989,3	-3538,7	-5608,0
Debiti v/Banche	150,0	500,0	322,9	140,5	0,0	0,0
Fin.to Soci	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	-979,0	-982,0	-1015,1	-1847,4	-3537,3	-5606,6
Capitale Sociale	149,6	149,6	149,6	149,6	149,6	149,6
Riserve	1668,8	1668,8	1668,8	1668,8	1668,8	1668,8
Utili/perdite portati a nuovo	0,0	8,6	47,8	699,7	1873,3	3653,1
Utili/perdite dell'esercizio	8,6	39,2	651,8	1173,6	1779,8	2028,6
Patrimonio Netto	1827,0	1866,2	2518,0	3691,7	5471,5	7500,1
FONTI	848,0	884,2	1502,9	1844,3	1934,2	1893,5

Source: BFC, Integrae SIM estimates

Fig. 7 – Cash Flow

Cash Flow	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
EBITDA	353,2	1.293,3	2.084,5	2.905,8	3.288,5
Imposte	- 40,9	- 278,8	- 480,7	- 715,2	- 811,5
Flusso di cassa Corrente	312,4	1.014,6	1.603,8	2.190,5	2.477,0
Δ Crediti commerciali	- 92,5	- 585,5	- 249,4	- 244,5	- 51,2
Δ Debiti commerciali	61,4	330,8	75,6	66,5	21,3
Δ CCNO	- 31,1	- 254,7	- 173,8	- 178,0	- 72,5
Δ Cred./Deb. Tributari/Prev.	58,1	186,3	40,0	29,4	135,1
Δ Altre attività/passività	- 53,3	- 50,0	-	-	-
Δ Ratei e risconti	-	-	-	-	-
Δ CCN	- 26,4	- 118,4	- 213,8	- 148,6	- 207,6
Flusso di cassa operativo	286,0	896,1	1.390,0	2.042,0	2.269,3
Investimenti netti	- 275,0	- 850,0	- 550,0	- 350,0	- 200,0
Flusso di cassa unlevered	11,0	46,1	840,0	1.692,0	2.069,3
Oneri/proventi straordinari	-	-	-	-	-
Δ PN	-	-	-	-	-
Flusso di cassa a servizio del debito	11,0	46,1	840,0	1.692,0	2.069,3
Oneri/proventi finanziari	- 8,0	- 13,0	- 7,6	- 2,1	-
Accensione/(rimborso) Debiti	350,0	177,1	182,5	140,5	-
Δ PFN	353,0	- 144,0	649,9	1.549,4	2.069,3

Source: BFC, Integrae SIM estimates

5. La valutazione

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di BFC 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 BFC caratterizzata da alcune particolarità (flussi di cassa, management quality, offerta editoriale etc.).

5.1 DCF model

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 BFC consente di poter allungare l'orizzonte temporale fino al 2021F. 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. 8 – Main input data

Dati di Input	
Equity % target	80,00%
Debt % target	20,00%
D/E	0,25
Theoretical tax rate	31,40%
Rf	0,75%
β unlevered	0,90
β levered	1,05
Market risk premium	7,95%
CAPM (Ke)	11,63%
Kd	3,00%
α (specific risk)	2,50%
WACC	9,72%

Source: Integrae SIM estimates

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 4 anni e sette mesi e 6 anni e sei mesi relativi al periodo settembre 2016 – agosto 2017;
- il market premium è quello calcolato dal Prof. A. Damodaran per l'Italia, pari al 7,95% (aggiornamento luglio 2017);

- 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 che, levereggiato risulta pari a 1,05x,
- il tasso di crescita "g" utilizzato per il calcolo del Terminal Value è conservativamente posto uguale all'1.0%;
- 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%.

Con le nostre stime ed assumptions di cui sopra, ne risulta un WACC del 9,7%.

Fig. 9 – DCF Model

Cash Flow Model (dati in €000)	2017	2018	2019	2020	2021
EBIT	88,2	943,6	1.662,0	2.497,2	2.840,1
Imposte teoriche	(27,7)	(296,3)	(521,9)	(784,1)	(891,8)
NOPAT	60,5	647,3	1.140,1	1.713,1	1.948,3
Ammortamenti	247,1	331,5	404,0	389,8	429,3
Δ CCN	(26,4)	(118,4)	(213,8)	(148,6)	(207,6)
Δ Altri fondi	(53,3)	(50,0)			
Flusso di cassa operativo	227,9	810,4	1.330,3	1.954,3	2.169,9
Investimenti	(275,0)	(850,0)	(550,0)	(350,0)	(200,0)
Free Cash Flow	(47,1)	(39,6)	780,3	1.604,3	1.969,9
	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0
DCF	(42,9)	(32,9)	590,8	1.107,1	1.239,0
NPV Flussi	2.861,0				
NPV TV	10.577,5				
Ent. Value	13.438,5				
PFN	979,0				
Equity Value	14.417,5				

Source: Integrae SIM

L'equity value di BFC risulta pari a €14,4 mln.

Fig. 10 – Sensitivity analysis

	WACC						
	8,22%	8,72%	9,22%	9,72%	10,22%	10,72%	11,22%
1,75%	19,4	17,9	16,6	15,5	14,5	13,6	12,8
1,50%	18,8	17,4	16,2	15,1	14,2	13,3	12,6
1,25%	18,2	16,9	15,8	14,8	13,9	13,1	12,3
G 1,00%	17,7	16,5	15,4	14,4	13,6	12,8	12,1
0,75%	17,2	16,0	15,0	14,1	13,3	12,5	11,9
0,50%	16,7	15,6	14,7	13,8	13,0	12,3	11,7
0,25%	16,3	15,3	14,3	13,5	12,8	12,1	11,5

Source: Integrae SIM

5.2 Multiples valuation

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

Queste le società con i multipli per il periodo 2017-20F (Fonte Infinaicals), le stesse utilizzate per il calcolo del Beta.

Figura 11 – I comparables del settore publishing e online

Publishing	EV/Ebitda				EV/Ebit				P/E			
	2017F	2018F	2019F	2020F	2017F	2018F	2019F	2020F	2017F	2018F	2019F	2020F
Morningstar Inc.												
Thomson Reuters Corp.	11,4	11,0	10,4		16,2	15,3	14,5		19,3	17,8	16,4	
Pearson PLC	8,9	9,1	8,5	8,4	11,4	11,2	10,5	10,7	14,0	13,5	12,4	11,8
FactSet Research Systems Inc.	15,8	14,4	13,6	12,9	16,4	15,3	14,2	13,4	22,4	20,4	18,9	17,8
Class Editori Spa												
S&P Global, Inc.	13,8	12,9	11,9	11,0	14,2	13,4	12,2	11,2	22,7	20,5	18,3	16,5
Cairo Communication S.p.A.	5,3	4,6	4,4		9,2	6,8	6,4		16,6	12,9	8,3	
GEDI Gruppo Editoriale S.p.A.	4,9	4,2	4,3		7,9	6,9	6,5					
Media	10,0	9,4	8,9	10,8	12,6	11,5	10,7	11,8	19,0	17,0	14,9	15,3

Online	EV/Ebitda				EV/Ebit				P/E			
	2017F	2018F	2019F	2020F	2017F	2018F	2019F	2020F	2017F	2018F	2019F	2020F
Moneysupermarket.com Group plc	13,7	12,7	12,0	11,5	16,0	14,7	13,6	13,0	20,4	18,6	17,0	15,8
Bankrate Inc.	9,4	8,4	7,9		189,8	17,1	15,7		17,1	14,4	12,4	
Gruppo MutuiOnline S.p.A.	9,9	9,1	8,5		11,2	10,0	9,2		16,1	14,4	13,4	
Triboo SpA												
Media	11,0	10,1	9,5	11,5	72,4	14,0	12,8	13,0	17,9	15,8	14,3	15,8
Media Ponderata	10,3	9,6	9,1	11,2	27,5	12,3	11,7	12,5	18,7	16,6	14,6	15,6

Source: Integrae SIM

Ai fini del calcolo dell'equity value, abbiamo effettuato una media ponderata dei multipli per il peso che il fatturato del settore online rappresenta – secondo le nostre stime – rispetto al fatturato totale per ciascuno degli anni considerati.

L'equity value calcolato attraverso la metodologia dei multipli, risulta di €16,9 mln. Allo stesso, abbiamo applicato uno sconto del 25%, raggiungendo un valore di €12,7 mln, leggermente inferiore a quello risultate dalla metodologia dello sconto dei flussi di cassa, DCF (€14,4 mln).

Il fair value di BFC determinato come media aritmetica semplice dei due valori, risulta di €13,5 mln, vale a dire €4,26 per azione (da €2,82 della nostra nota del 29 settembre 2016). Invariato pertanto il nostro buy rating, e il nostro risk medium, mentre il target price cresce a €4,26 (da €2,82) per azione.

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 Integræe SIM's current Deputy Chairman and Head of Research, Board Member of AIAF - Associazione Italiana Analisti Finanziari, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV, member of Organismo Italiano di Contabilità - OIC, international account working group and Journalists guild.

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
10/05/16	-	Buy	2,82	Medium	Initiation of coverage
23/09/16		Buy	2,82	Medum	1H16 Results

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

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 >= 22.5%	ETR >= 25%	ETR >= 30%
HOLD	-20% < ETR < 22,5%	-20% < ETR < 25%	-15% < ETR < 30%
SELL	ETR <= -25%	ETR <= -20%	ETR <= -15%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRAE SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integrae SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies).

The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

In order to disclose its possible interest conflict Integrae SIM states that:

- Integrae SIM S.p.A. It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities BFC 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 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 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.