

Production date: 12 Aprile 2018 - 6:50 PM CET

Release date: 13 Aprile 2018 - 7AM CET

TPS	Italy	FTSE AIM Italia	A&D
Rating: BUY	Target Price: Euro 7,0 (da €6,4)		Risk: Medium

Stock Performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-1,3%	-6,1%	-6,1%	-8,6%
vs FTSE AIM Italia	-1,6%	-8,4%	-7,7%	-0,4%
vs FTSE All-Share	1,0%	-6,6%	-2,1%	7,9%

Stock Data (at 25/10/2017)

Price	€ 4,46
Bloomberg Code	TPS IM
Market Cap (€m)	26,3
EV (€m)	26,4
Free Float	15,23%
Share Outstanding	5.898.500
52-week high	€ 5,42
52-week low	€ 4,16
Company Agenda	n.a.

Key Financials (€m)	2017A	2018E	2019E	2020E
Sales	19,1	21,9	24,7	27,9
EBITDA	4,2	4,8	6,0	7,7
EBIT	3,4	3,8	4,7	6,2
Net Profit	2,0	2,5	3,1	4,1
EPS	0,34	0,43	0,53	0,70
EBITDA margin	21,7%	21,8%	24,1%	27,6%
EBIT margin	17,6%	17,1%	18,9%	22,1%

Main Ratios	2017A	2018E	2019E	2020E
EV/EBITDA	6,4	5,5	4,4	3,4
EV/EBIT	7,9	7,1	5,7	4,3
P/E	13,0	10,4	8,4	6,4

Antonio Tognoli

+39 02 87208 703

antonio.tognoli@integraesim.it

Mattia Petracca

+39 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

Company overview

TPS è specializzata nella fornitura di servizi tecnologici e supporto ingegneristico per l'industria aerospaziale, con particolare attenzione al mondo degli elicotteri più complessi. Il Gruppo TPS copre l'intero ciclo di vita di un aereo / elicottero, principalmente da parte civile. Ad oggi, la struttura del gruppo vede al vertice TPS SpA che opera come holding operativa controllando sei diverse società con una peculiare specializzazione nei diversi settori delle attività avioniche. TPS impiega 226 dipendenti altamente qualificati ed è presente in Italia attraverso uffici in Lombardia, Piemonte, Trentino e Marche. La sede principale si trova a Gallarate (VA). Fuori dall'Italia, TPS è presente in Svizzera e aprirà un nuovo ufficio a Philadelphia (USA).

FY17 Results

I risultati del FY17 sono molto positivi e in linea con le nostre stime. Il valore della produzione è cresciuto del 30,7% YoY raggiungendo €19,1 mln (€14,6 mln nel FY16). Significativo l'incremento dei ricavi derivanti dalle nuove acquisizioni, oltre ai positivi tassi di crescita organica in tutte le aziende del gruppo. Nel 2017 TPS Group ha riorganizzato la propria azione commerciale aprendo due nuove linee di business legate alle acquisizioni di ICB e Stemar. Attualmente l'organizzazione di TPS Group si basa quindi su 5 SBU. L'Ebitda è cresciuto del 33,2% YoY a €4,15 mln (€3,11 mln nel FY16), così pure l'Ebitda margin che raggiunge il 21,7% (21,3% nel FY16). Più contenuta rispetto a quella dell'Ebitda, la crescita dell'Ebit (+11,6% YoY) è leggermente al disotto delle nostre stime (-9%), a causa dei maggiori ammortamenti connessi alle acquisizioni effettuate.

Valuation Update

Abbiamo valutato TPS attraverso il DCF e i multipli medi di con un campione di società comparabili. Il metodo DCF si traduce in un valore del patrimonio netto di € 40,5 mln, mentre la metodologia dei multipli restituisce un valore di €56,2 mln al quale abbiamo applicato uno sconto del 25% per tenere conto della minore liquidità rispetto ai peers, raggiungendo così € 42,1 mln. Diversamente dalla nota del 26 settembre u.s., il panel dei peers utilizzato ai fini del calcolo dell'equity value, non comprende le sole società quotate all'AIM UK (per mancanza delle stime delle stesse). L'unica società quotata all'AIM UK e per la quale sono disponibili le stime (Filtronic plc) è stata comunque inserita nel panel dei peers.

La media delle due metodologie di valutazione pari a € 41,3 mln (€7,0 per azione) costituisce il nostro target price (da €6,4 per azione). Invariati il nostro BUY rating e il nostro MEDIUM risk.

1. Economics & Financials

Fig. 1 – Il conto economico

P&L (Data in €/mln)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
Value of production	14,60	19,09	22,00	24,64	27,90
Cost of good sold	-6,05	-6,27	-7,27	-8,07	-9,17
Value added	8,55	12,81	14,73	16,57	18,73
Personnel costs	-5,38	-8,58	-9,87	-10,54	-10,96
Other income/cost	-0,06	-0,08	-0,08	-0,07	-0,06
EBITDA	3,12	4,15	4,79	5,96	7,71
<i>Ebitda margin</i>	21,3%	21,7%	21,8%	24,2%	27,6%
Depreciations	-0,10	-0,79	-1,04	-1,29	-1,53
EBIT	3,01	3,36	3,75	4,67	6,18
<i>Ebit margin</i>	20,6%	17,6%	17,0%	19,0%	22,1%
Financial income/charges	-0,13	-0,04	0,04	0,03	0,03
Extraordinary items	-0,20	-0,24	0,00	0,00	0,00
Pre-tax profit	2,68	3,09	3,79	4,70	6,20
Taxes	-0,77	-0,97	-1,17	-1,46	-1,92
Third parties	-0,23	-0,10	-0,09	-0,12	-0,15
Net profit	1,68	2,02	2,52	3,13	4,13

Fig. 2 – Lo stato patrimoniale

A&L (Data in €/mln)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
Intangible assets	0,22	3,17	2,89	2,63	2,39
Tangible assets	0,73	0,82	0,88	0,92	0,97
Financial assets	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Fixed Assets	0,97	4,01	3,79	3,57	3,38
Receivables	5,53	10,57	10,82	12,18	13,76
Payables	-1,61	-2,80	-3,16	-3,56	-4,02
Net working capital	3,92	7,76	7,66	8,62	9,74
Other assets	1,15	1,31	1,54	1,73	1,95
Other liabilities	-1,60	-2,59	-2,63	-2,96	-3,35
Other A&L	-0,45	-1,28	-1,10	-1,23	-1,40
Provisions	-0,90	-2,32	-2,63	-2,96	-3,35
Net invested capital	3,54	8,17	7,72	7,99	8,38
Total equity	3,22	8,03	10,55	13,68	17,81
Net debt (cash)	0,33	0,14	-2,83	-5,69	-9,43
Cover	3,54	8,17	7,72	7,99	8,38

Fig. 3 – II cash flow

CASH FLOW (Data in €/mln)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EBITDA	3,12	4,15	4,79	5,96	7,71
Taxes	-0,77	-0,97	-1,17	-1,46	-1,92
EBITDA net of taxes	2,34	3,18	3,62	4,50	5,78
Change in inventory	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Change in trade receivables	-1,65	-2,42	-0,26	-1,35	-1,58
Change in trade payables	0,63	1,10	0,36	0,40	0,46
Change in OWC	-1,02	-1,32	0,10	-0,96	-1,12
Change in other assets	-0,72	-0,08	-0,23	-0,19	-0,22
Change in other liabilities	0,32	0,28	0,04	0,33	0,39
Change in NWC	-1,42	-1,12	-0,08	-0,82	-0,96
Operating Cash Flow	0,92	2,06	3,54	3,68	4,82
Capex & Disposal	-0,14	-4,50	-0,76	-0,60	-0,60
Change in Provision / TFR	0,63	-0,03	0,31	0,33	0,39
Free Cash Flow	1,40	-2,47	3,09	3,41	4,61
Net interest expenses	-0,13	-0,04	0,04	0,03	0,03
Extraordinary item	-0,20	-0,24	0,00	0,00	0,00
Change on net Equity	0,00	2,88	0,00	0,00	0,00
Net Cash flow before financial payment	1,08	0,13	3,12	3,44	4,63
Financial payables due to banks	-0,23	-0,03	0,00	0,00	0,00
Financial payables due to others	0,22	0,00	0,00	0,00	0,00
Financial payables due to shareholders	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Others	0,00	0,09	-0,12	0,00	0,00
Net Cash flow	1,06	0,19	3,01	3,44	4,63

Fonte: bilanci TPS Group e stime Integrae SIM

2. I risultati del 2017

I risultati del FY17 sono molto positivi e in linea con le nostre stime:

Fig 4 – Le stime vs i risultati

P&L (Data in €/mln)	FY17A	FY17F	% Ch.	FY16A	% Ch
Value of production	19,1	18,1	5,3%	14,6	30,7%
Ebitda	4,2	4,2	-1,2%	3,1	33,4%
<i>Ebitda margin</i>	<i>21,7%</i>	<i>23,2%</i>		<i>21,3%</i>	<i>2,1%</i>
Ebit	3,4	3,7	-8,9%	3,0	11,5%
<i>Ebit margin</i>	<i>17,6%</i>	<i>20,4%</i>		<i>20,6%</i>	
Net profit	2,0	2,3	-12,3%	1,6	22,1%

Fonte: bilanci TPS e Integrae SIM

TPS ha redatto il bilancio consolidato sulla base dei bilanci dell'esercizio chiuso al 31/12/2017 delle società TPS S.p.A., Neos S.r.l., TPS Aerospace Engineering S.r.l., Adriatech S.r.l., Aviotrace Swiss SA, ICB S.r.l. e Stemar Consulting S.r.l. (secondo semestre) rientranti nel perimetro di consolidamento.

Il valore delle produzioni è cresciuto del 30,7% YoY raggiungendo €19,1 mln (€14,6 mln nel FY16). Significativo l'incremento dei ricavi derivanti dalle nuove acquisizioni, oltre ai positivi tassi di crescita organica in tutte le aziende del gruppo (con l'eccezione della società Aviotrace Swiss che ad inizio 2017 ha completato una commessa di rilevante entità).

Nel 2017 TPS Group ha riorganizzato la propria azione commerciale aprendo due nuove linee di business legate alle acquisizioni di ICB e Stemar. Attualmente l'organizzazione di TPS Group si basa quindi su 5 SBU:

- le attività aeronautiche a supporto del post sales dei clienti;
- le attività ingegneristiche a supporto dei nuovi modelli e di quelli esistenti nei casi di reingegnerizzazione della configurazione velivolo;
- attività di progettazione, certificazione e produzione di parti e componenti per velivoli esistenti, in particolare in ambito medicale, svolta dalla TPS Aerospace Engineering;
- attività di avionica e sviluppo software aeronautico (ICB);
- attività di Cost Engineering e Benchmark, svolta dalla controllata Stemar.

L'Ebitda è cresciuto del 33,2% YoY a €4,15 mln (€3,11 mln nel FY16), così pure l'Ebitda margin che raggiunge il 21,7% (21,3% nel FY16). Più contenuta rispetto a quella dell'Ebitda, la crescita dell'Ebit (+11,6% YoY) è leggermente al di sotto delle nostre stime (-9%), a causa dei maggiori ammortamenti connessi alle acquisizioni effettuate.

Il netto e deciso miglioramento dei risultati economici nel FY17 è diretta conseguenza della crescita del volume d'affari, ottenuta anche con le acquisizioni delle partecipazioni in ICB e Stemar, dell'ingresso di nuovi clienti e in particolare alla sempre forte attenzione ai costi operativi, la cui incidenza percentuale sul valore della produzione scende di 8,6 punti percentuali (32,8% nel FY17 e 41,4% nel FY16) per effetto della gestione integrata delle risorse operative dell'intero gruppo.

Le acquisizioni effettuate hanno chiaramente avuto un significativo impatto sui costi del personale. Tuttavia, crediamo che l'attuale incidenza percentuale dei costi del personale possa diminuire nei prossimi anni per via delle crescenti sinergie di gruppo ed economie di scala.

Riguardo allo stato patrimoniale segnaliamo l'incremento del valore dei crediti commerciali (€10,5 mln da €5,5 mln del FY16) in misura maggiore rispetto alla crescita del volume d'affari principalmente per lo spostamento dei pagamenti di alcuni importanti clienti rispetto alla scadenza di fine anno.

Sostanzialmente pari a zero la PFN dopo investimenti per €4,5 mln, di cui il 35% finanziato dal cash flow e il 65% dai proventi dell'IPO.

3. Le stime per il 2018-20F

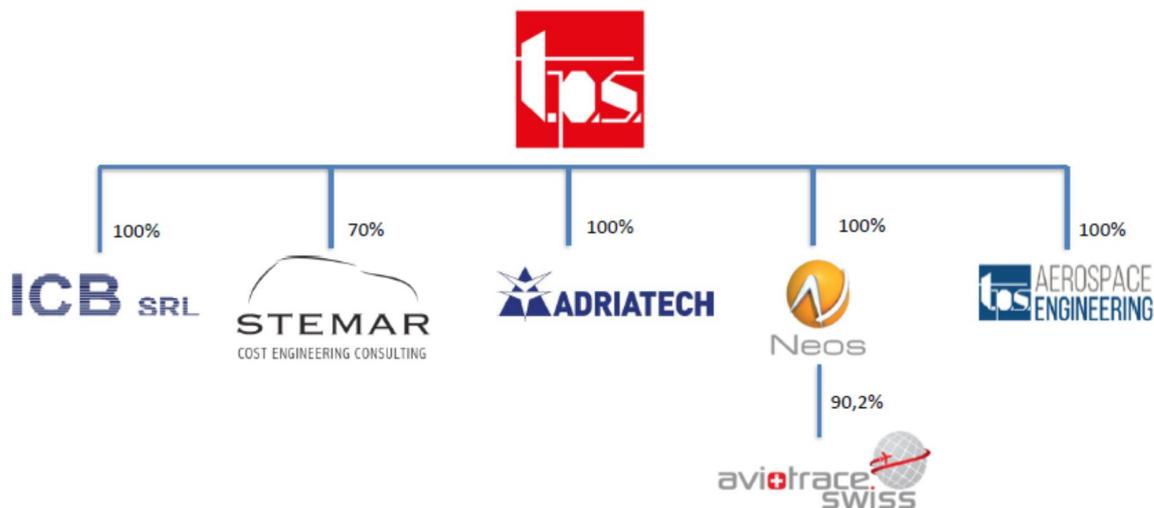
Alla luce dei risultati del FY17, abbiamo modificato le nostre stime come segue:

Fig. 5 – Nuove e vecchie stime 2018-20F

P&L (Data in €/mln)	2018 F		% Ch	2019 F		% Ch	2020 F		% Ch
	New	Old		New	Old		New	Old	
Value of production	22,0	22,0	n.m.	24,6	24,6	n.m.	27,9	27,9	n.m.
Ebitda	4,8	5,2	-7,5%	6,0	6,5	-7,7%	7,7	7,8	-1,3%
<i>Ebitda margin</i>	21,8%	23,6%		24,2%	26,3%		27,6%	28,0%	
Ebit	3,8	4,5	-17,5%	4,7	5,7	-17,7%	6,2	7,0	-11,6%
<i>Ebit margin</i>	17,0%	20,7%		19,0%	23,1%		22,1%	25,1%	
Net profit	2,5	3,0	-16,0%	3,1	4,0	-21,8%	4,1	5,0	-17,5%

Fonte: bilanci TPS e Integrae SIM

Fig. 6 – Perimetro di consolidamento



Fonte: bilanci TPS e Integrae SIM

Abbiamo in particolare effettuato le seguenti assunzioni:

- NEOS S.r.l. ci attendiamo che confermi sostanzialmente quanto fatto nel 2017, anche a seguito della razionalizzazione delle attività sulla produzione di contenuti multimediali per il training, concentrate a livello di Gruppo in ICB S.r.l.;
- Aviotrace Swiss SA ci aspettiamo una progressiva crescita dei ricavi per effetto dell'apertura delle nuove sedi di Monteprandone (AP) e Roma. Gli effetti economici e finanziari si registreranno però solo nel secondo semestre dell'anno;
- TPS Aerospace Engineering S.r.l. ci attendiamo una crescita del volume d'affari e dei margini per l'avvio di alcuni importanti progetti sviluppati nel corso del 2017;
- Adriatech S.r.l. ci aspettiamo una contenuta crescita del volume d'affari e della redditività, quale risultato di una flessione del fatturato legato alla progettazione di interior di elicotteri e di una crescita delle attività di ingegneria e documentazione tecnica;
- ICB S.r.l. prevediamo una modesta crescita del volume d'affari e della redditività. In questo caso il limite sul 2018 appare legato alla complessità nel formare nuove risorse nell'ambito dei servizi avionici. Riteniamo quindi che nel corso dei prossimi esercizi tale attività possa far registrare uno sviluppo decisamente più importante.
- Stemar Consulting S.r.l. ci aspettiamo una crescita, per effetto dell'avvio di alcuni programmi di benchmark automotive che consentiranno un miglioramento tecnico-commerciale della società nel mercato di riferimento.

Con le stime ed assumptions di cui sopra, ci aspettiamo che nel 2018 il fatturato si incrementi del 15% YoY. Grazie anche alla contenuta crescita dei costi di struttura, l'Ebitda dovrebbe crescere

del 15,6% e raggiungere €4,8 mln con l'Ebitda margin che raggiungerebbe il 22,4% (21,7% nel FY17).

La crescita degli ammortamenti attesa, indotta dagli investimenti effettuati, dovrebbe incidere sull'Ebit margin che dovrebbe passare da 17,6% nel FY17A a circa il 17% nel FY18F.

Per quanto riguarda lo stato patrimoniale stimiamo una sostanziale stabilità delle immobilizzazioni, ipotizzando che TPS investa in tecnologie e piattaforme informatiche per complessivi €0,75 mln nel corso dell'esercizio.

Riteniamo in parte straordinaria la crescita del volume dei crediti commerciali di fine 2017. Motivo questo per il quale stimiamo un parziale recupero dell'esposizione creditizia che, alla luce della crescita del volume d'affari stimata, dovrebbe consentire di mantenere sostanzialmente invariato il livello dei crediti.

Il valore dei debiti commerciali segue l'andamento dei costi esterni, in calo per effetto dell'internalizzazione di alcune attività tecniche.

La riduzione dei Fondi per Rischi e Oneri è conseguente alla chiusura degli impegni residui di Adriatech legati alle operazioni di acquisizione.

La PFN, che a fine 2017 è stata fortemente influenzata dai ritardi nei pagamenti, riteniamo che, a parità di perimetro attuale, nel 2018 possa presentare una cassa di circa €2,5 mln.

Le nostre previsioni per il periodo 2018-20F tengono conto della visione strategica del management di TPS. In particolare riteniamo che il Gruppo TPS continuerà a crescere attraverso nuove acquisizioni in Italia e in Europa, con un'attenzione particolare alle competenze manageriali delle società target, allo scopo di rafforzare ed espandere la qualità dei servizi/prodotti lungo tutta la catena del valore. Riteniamo inoltre prevedibile che il management possa continuare ad investire nella diversificazione del business.

Crediamo che gli sforzi maggiori si concentreranno su:

- Settore Aeronautico: TPS Aerospace Engineering ha creato un team altamente specializzato nella progettazione, certificazione e produzione di kit medicali. La Società ha già sviluppato alcuni brevetti aeronautici tra i quali un sistema di barelle per elicotteri e un sistema di trasporto per incubatrici. La Società lavorerà anche per il marketing e la produzione delle strutture sopra menzionate. ICB dovrebbe rafforzare la propria presenza nei servizi di integrazione avionica estendendoli a nuovi clienti. TPS e Adriatech continueranno a crescere nei servizi di documentazione tecnica e ingegneria;
- Centro di formazione: data la forte domanda di tecnici specializzati, saranno operative le nuove sedi di Monteprandone e Roma;
- Produzione: TPS Group sta valutando lo spostamento dai servizi tecnici alla produzione di alcune parti e componenti, anche diversificando rispetto al settore aeronautico e con

un'attenzione particolare a valutare le opportunità legate alle nuove tecnologie di Additive Manufacturing per la costruzione di componenti metallici.

- Estero: TPS Group intende estendere la propria presenza negli USA, con l'apertura della sede a Philadelphia, e su altri territori europei.

Con l'attuale perimetro del Gruppo, prevediamo che nel 2020 i dipendenti saliranno a 273 unità da 147 nel 2016 (16,7% 2016-20 F CAGR).

4. La valutazione

4.1 Competitive analysis

I fattori differenzianti

- **TPS è tra le poche società in grado di seguire il cliente aeronautico attraverso l'intera catena del valore relativa ai servizi tecnici** a supporto del velivolo, laddove altri concorrenti forniscono solo singoli parti del business. L'elevato portafoglio di servizi offerti è un vantaggio per un cliente che mira a tenere sotto controllo i costi attraverso l'uso di pochi ma affidabili fornitori;
- **Un ampio set di risorse IT che supportano il servizio fornito.** Diversamente da qualsiasi concorrente, TPS ha investito in modo significativo in piattaforme informatiche proprietarie a supporto dei servizi erogati.
- **TPS S.p.A. è una PMI innovativa** poiché dedica circa il 5% dei suoi ricavi annuali alla R&S (la soglia limite per l'iscrizione al registro delle PMI Innovative è del 3%).
- **Capitale umano:** il team di TPS ha una lunga e riconosciuta esperienza in servizi tecnici di elevata complessità. Il team di gestione ha un forte background ingegneristico e conoscenza della catena del valore del settore. Il team di TPS offre alta qualità e massima flessibilità per integrarsi nelle dinamiche organizzative del cliente.
- **Certificazioni:** oltre alla certificazione di qualità ISO9001, durante la prima parte del 2017 TPS Group ha ottenuto la certificazione **ISO 9100**, specifica per l'industria aerospaziale. Inoltre, nel corso degli anni sono state raggiunte numerose certificazioni internazionali e da parte di OEM, a testimonianza di una fiducia e affidabilità riconosciute dal mercato. Queste certificazioni sono essenziali per fornire servizi tecnici avanzati in un settore tecnologicamente complesso e rigidamente regolamentato come quello aeronautico:
 - **Certificazione EASA come DOA e POA:** approvazione per la progettazione, la certificazione e la produzione di kit (parti e componenti) per l'industria aeronautica;
 - **EASA Academy Part 147: Approved Maintenance Training Organization.** Un'organizzazione di addestramento (Training Academy) che offre formazione per manutentori aeronautici;
 - **Certificazioni del cliente OEM.** Sono frequenti le ispezioni dei clienti al fine di mantenere TPS nella lista dei loro fornitori. A titolo d'esempio, il Gruppo Leonardo li ha premiati con le qualifiche di fornitore delle divisioni Elicotteri (ex AgustaWestland) e Velivoli (ex Alenia).
- **Selezione mirata degli obiettivi:** negli ultimi anni TPS è stata in grado di selezionare, acquisire, integrare rapidamente ed estrarre valore dalle società acquisite;

I fattori difensivi

- **La forte relazione di lungo termine con Leonardo.** Leonardo è il principale cliente di TPS. Normalmente il contratto di collaborazione sulla specifica attività ha una durata media di 1-3 anni. Il rapporto con le divisioni del Gruppo Leonardo è attivo sin dagli anni di fondazione di TPS e spiega il grado di affidabilità e fiducia con il cliente. Essere presenti in tutta la catena del valore dei servizi tecnici a supporto della costruzione del velivolo costituisce infatti una garanzia per una collaborazione a lungo termine. La natura di Leonardo (una società italiana di sistema) agisce come un chiaro punto di visibilità e un'opportunità per la crescita e l'espansione internazionale di TPS. Dall'altro lato, la natura dei servizi tecnici erogati crea un forte legame con il produttore OEM, rendendo improbabile l'estensione dell'erogazione degli stessi servizi ad un altro OEM. Anche la possibilità di superare il confine tra civile e difesa rappresenta un chiaro ostacolo per altri concorrenti;
- **Barriere d'ingresso del mercato.** L'elevato track record nel settore, le certificazioni, le competenze, la ricerca e sviluppo, i punti di forza tecnici, le competenze distintive della forza lavoro e la reputazione del management costituiscono una formidabile barriera "tangibile e intangibile" all'ingresso per altri player;
- **L'esposizione aerospaziale civile:** l'esposizione A&D di TPS si divide tra Civil Aerospace (90%) e Defense (10%). Le aziende con esposizione aerospaziale civile hanno multipli mediamente più alti per riflettere una crescita più rapida nel settore;
- **L'attività post-vendita dell'OEM:** il business di TPS è principalmente focalizzato sulla flotta esistente in quanto supporta il costruttore nella predisposizione del materiale tecnico per la manutenzione, le pubblicazioni tecniche e fornisce i servizi di ingegneria per ogni variazione/problema verificatosi nel ciclo di vita di un velivolo (che mediamente si aggira attorno ai 30/35 anni). La sostenibilità dei business di TPS non è quindi direttamente collegata ai nuovi ordini di flotta che, comunque sono elevati. Solo il 30% circa degli ordini intake proviene da nuovi ordini di flotte;
- **Visibilità dei ricavi.** Per semplicità si potrebbe dire che oltre il 50% delle entrate ha una copertura media di 18 mesi.
- **L'attività di TPS è parte integrante dell'elicottero venduto.** L'attività di vendita di un elicottero o di un aereo prevede la definizione di un accurato piano di manutenzioni ed ispezioni che sono calibrate sull'uso specifico del velivolo e che lo caratterizzano per l'intero ciclo di vita. Nel collaborare su queste attività TPS si configura come partner dei propri clienti (in primis di Leonardo) più che semplice fornitore.

4.2 I modelli utilizzati

Abbiamo condotto la valutazione sulla base di due metodologie: DCF e 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, siano in grado di meglio cogliere il "corretto fair value" di una società come TPS Group caratterizzata da alcuni particolarità.

Il modello DCF

Di seguito i dati di input:

Fig. 7 – I dati di input

WACC	
Risk Free Rate	1,26%
Market Premium for Italy	8,40%
Beta Unlevered Target	1,00
Tax Rate (Ires + IRAP)	27,90%
D/E	0,25
Beta Relevered	1,18
Alfa (specific risks)	2,50%
Ke	13,67%
Kd	2,50%
Wacc	11,30%

Fonte: elaborazione Integrae SIM

Fig. 8 – Il modello DCF

Cash Flow (Data in €/mln)	2018F	2019F	2020F	2021F	TV
EBIT	3,75	4,67	6,18	7,10	
Operating Taxes	-1,05	-1,30	-1,72	-1,98	
NOPLAT	2,70	3,37	4,45	5,12	
Depreciations	1,04	1,29	1,53	1,65	
Δ NWC	-0,08	-0,82	-0,96	-1,00	
Δ Other A&L	-0,18	0,14	0,16	0,15	
Δ Funds	0,31	0,33	0,39	0,39	
Investments	-0,76	-0,60	-0,60	-0,60	
FCFO	3,04	3,70	4,97	5,71	42,28
Discounted FCFO	2,73	2,99	3,60	3,72	27,55
FCFO actualized	13,0				
TV actualized DCF	27,6				
Enterprise Value	40,6				
NFP (FY17A)	-0,1				
Equity Value	40,5				

Fonte: elaborazione Integrae SIM

Sulla base dei nostri dati di input il valore del Gruppo TPS risulta pari a €40,5 mln.

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

Fig. 9 – Sensitivity analysis (WACC e LTG)

		WACC						
		10,7%	10,9%	11,1%	11,3%	11,5%	11,7%	11,9%
G	1,75%	45,5	44,5	43,5	42,6	41,7	40,9	40,1
	1,50%	44,6	43,7	42,7	41,9	41,0	40,2	39,4
	1,25%	43,8	42,9	42,0	41,1	40,3	39,6	38,8
	1,00%	43,0	42,1	41,3	40,5	39,7	38,9	38,2
	0,75%	42,2	41,4	40,6	39,8	39,1	38,3	37,6
	0,50%	41,5	40,7	39,9	39,2	38,5	37,8	37,1
	0,25%	40,8	40,1	39,3	38,6	37,9	37,2	36,6
	0,00%	40,2	39,4	38,7	38,0	37,3	36,7	36,1

Fonte: elaborazione Integrae SIM

La metodologia dei multipli

Il nostro campione è formato da società che operano nello stesso settore del Gruppo TPS, ma con una capitalizzazione maggiore. Diversamente dalla nota del 26 settembre u.s., il panel dei peers utilizzato ai fini del calcolo dell'equity value, non comprende le sole società quotate all'AIM UK (per mancanza delle stime delle stesse). L'unica società quotata all'AIM UK e per la quale sono disponibili le stime (Filtronic plc) è stata comunque inserita nel panel dei peers.

Queste le società con i multipli per il periodo 2017-19F:

Fig. 10 – I peers

Company	EV/Ebitda			EV/Ebit			P/E		
	2017F	2018F	2019F	2017F	2018F	2019F	2017F	2018F	2019F
Meggitt PLC	9,6	10,8	9,9	12,5	13,6	12,7	14,5	15,2	13,8
Ultra Electronics Holdings plc	9,5	9,1	8,5	10,6	10,6	10,2	13,1	13,0	12,0
L3 Technologies Inc.	14,7	13,6	12,4	17,9	16,4	14,8	23,5	20,8	18,3
Rockwell Collins Inc.	18,9	13,8	12,5	21,5	16,4	15,4	22,0	18,7	17,1
Elbit Systems Ltd							24,8	22,2	20,2
CAE Inc.	10,7	9,9	9,5	15,7	14,5	13,8	21,7	19,0	17,3
Aerospace Industrial Development Corp.	10,2	8,2	7,5	15,0	13,8	12,0	18,8	15,3	11,3
TransDigm Group Inc.	15,1	14,0	13,3	17,5	15,8	14,6	22,9	16,3	17,3
Hexcel Corp.	14,1	12,7	11,4	18,3	16,4	14,6	23,6	21,0	18,3
Triumph Group Inc.	9,3	6,4	5,8	nm	10,5	8,9	11,4	10,3	9,2
Curtiss-Wright Corp.	13,2	12,3	11,4	17,1	15,9	14,5	24,7	21,6	19,5
Esterline Technologies Corp.	9,5	9,6	8,7	14,5	15,1	13,0	18,0	20,2	16,7
HEICO Corp.	22,0	18,7	17,4	26,6	22,8	20,6	45,2	34,4	31,2
Figeac Aero SA	10,4	8,7	7,2	19,5	14,3	11,2	21,0	18,1	14,4
Filtronic plc	12,1	10,1	9,1	13,8	13,0	12,3	14,7	19,6	19,6
Average	12,8	11,3	10,3	17,0	14,9	13,5	21,3	19,0	17,1

Fonte: elaborazione Integrae SIM su dati Infinancials.

L'equity value del Gruppo TPS calcolato con la metodologia dei multipli risulta pari €56,2 mln; valore al quale abbiamo applicato uno sconto del 25% per tenere conto della minore capitalizzazione rispetto ai peers, raggiungendo quindi un valore di €42,1 mln. La media dei due valori costituisce il nostro target price: €7,0 (da €6,4). Invariati il Buy rating 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 analysts who have produced the following analyses hereby 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 them) 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 and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integrae 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 INTEGRAE SIM SpA. INTEGRAE SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of March 29th 2011.

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

INTEGRAE SIM SpA is distributing this report in Italian and in English, starting from the date indicated on the document, to approximately 300 qualified institutional investors by post and/or via electronic media, and to non-qualified investors through the Borsa Italiana website and through the leading press agencies.

Unless otherwise indicated, the prices of the financial instruments shown in this report are the prices referring to the day prior to publication of the report. INTEGRAE SIM SpA will continue to cover this share on a continuing basis, according to a schedule which depends on the circumstances considered important (corporate events, changes in recommendations, etc.), or useful to its role as specialist.

The table below, shows INTEGRAE SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
25/9/2017	Buy	6,4	Medium	FY16 Results

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

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. Integrae 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 Integrae 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. 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.

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.

Risk Total Return – ETR – for different risk and rating 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 evaluating 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 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 is prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

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

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

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

On the Integrae SIM website you can find the archive of the last 12 months regarding 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.