

GRUPPO TPS	<i>Italy</i>	<i>FTSE AIM Italia</i>	<i>Engineering</i>
Rating: BUY	Target Price: Euro 9,4 (da €7,0)		Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-0,13%	-0,21%	-0,42%	-0,61%
to FTSE AIM Italia	4,82%	-3,49%	-3,42%	-10,03%
to FTSE STAR Italia	3,14%	-7,07%	-6,51%	-16,19%
to FTSE All-Share	2,56%	-7,01%	-1,89%	-8,79%
to EUROSTOXX	2,71%	-3,02%	-3,06%	-8,84%
to MSCI World Index	2,89%	-4,60%	-7,55%	-20,04%

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia

Stock Data (al 18/09/2019)

Price	€ 4,09
Target price	€ 9,40
Upside/(Downside) potential	129,83%
Bloomberg Code	TPS IM EQUITY
Market Cap (€m)	€ 24,10
EV (€m)	27,1
Free Float	15,21%
Share Outstanding	5991050
52-week high	€ 5,42
52-week low	€ 3,79
Average daily volumes (1y)	3200

Conferimento Gruppo Satiz TPM

Il Gruppo Satiz TPM è una holding operativa a capo di un gruppo di società attive principalmente nell'ambito dei servizi tecnici e ingegneria, oltre che nella comunicazione multimediale e nel digital content management, con particolare focus sul settore automotive. Nel FY17, il valore della produzione consolidato del Gruppo STPM ammonta a circa €15,6 mln con un EBITDA consolidato di circa €1,5 mln ed una PFN di circa €1,9 mln. Il conferimento avviene tramite AuCap riservato ai soci di Satiz TPM per complessivi €320.000.

Key Financials (€m)	2017A	2018E	2019E	2020E
Sales	30,7	33,1	36,8	41,0
EBITDA	5,7	6,5	7,7	9,2
EBIT	4,4	5,0	6,1	8,0
Net Profit	2,8	3,4	4,3	5,6
EPS (€)	0,46	0,57	0,72	0,93
EBITDA margin	18,6%	19,8%	20,9%	22,5%
EBIT margin	14,4%	15,2%	16,6%	19,4%

Risultati del 1H18 di TPS stand alone

I risultati del 1H18 di TPS stand alone sono positivi e in grado di supportare le nostre stime per il FY18F che lasciamo invariate. Il 1H18 è stato caratterizzato dalle attività di consolidamento e riorganizzazione del Gruppo anche a seguito delle operazioni straordinarie effettuate, tra le quali la maggiore rilevanza spetta alle acquisizioni della partecipazione in ICB S.r.l. e in Stemar Consulting S.r.l.

Main Ratios	2017A	2018E	2019E	2020E
EV/EBITDA (x)	4,8	4,1	3,5	2,9
EV/EBIT (x)	6,1	5,4	4,4	3,4
P/E (x)	8,7	7,0	5,6	4,3

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione sulla base di due metodologie: DCF e multipli di un campione di società comparabili. Il DCF restituisce un equity value pari a €56,3mln (WACC 9,42% che include un rischio specifico del 2,5%). Il metodo dei multipli (EV/EBITDA, EV/EBIT, P/E), restituisce un valore pari a €75,1mln al quale abbiamo applicato uno sconto del 25% per tenere conto della inferiore capitalizzazione del Gruppo TPS rispetto ai peers individuati. Pertanto l'equity value calcolato tramite il metodo dei multipli risulta pari a €56,3mln. L'equity value del Gruppo TPS risulta pari a €56,3mln, quindi €9,40 ad azione. Rating BUY e Risk Medium invariati.

Antonio Tognoli

+39 02 87208 703

antonio.tognoli@integraesim.it

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

1. Conferimento Gruppo Satiz TPM

In data 17 settembre il CdA di TPS ha comunicato (vedi comunicato stampa del 17/9/2018) di aver approvato l'integrazione con il Gruppo Satiz TPM (da ora Satiz TPM) da realizzarsi per mezzo del conferimento in natura della totalità delle partecipazioni sociali di TPM. Inoltre il CdA ha anche deliberato un aumento di capitale per complessivi € 5,99 mln allo scopo di continuare la crescita per linee esterne, in linea con quanto realizzato negli ultimi anni.

E' previsto che il progetto venga realizzato attraverso l'acquisto da parte di TPS, della totalità di Satiz TPM ed in particolare:

- la deliberazione di un apposito aumento di capitale in natura, e precisamente, di un aumento di capitale sociale a pagamento e in forma scindibile per complessivi massimi € 320.000 – di cui € 40.000 per valore nominale ed € 280.000 a titolo di sovrapprezzo – mediante emissione di massime numero 80.000 nuove, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, del codice civile (l' "Aumento di Capitale in Natura"), in quanto riservato ai Soci STPM;
- la sottoscrizione da parte dei predetti Soci STPM di tale aumento di capitale e relativa liberazione a mezzo del conferimento delle seguenti partecipazioni (il "Conferimento"):
 - una quota da nominali € 288.000 pari al 90% del capitale sociale di STPM, di titolarità di RDG società semplice, a liberazione di complessive n. 72.000 nuove azioni ordinarie TPS;
 - una quota da nominali € 8.000 pari al 2,5% del capitale sociale di STPM, di titolarità del sig. Daniele Rosso, a liberazione di complessive n. 2.000 nuove azioni ordinarie TPS;
 - una quota da nominali € 8.000 pari al 2,5% del capitale sociale di STPM, di titolarità della sig.ra Giulia Rosso, a liberazione di complessive n. 2.000 nuove azioni ordinarie TPS;
 - una quota da nominali € 16.000 pari al 5% del capitale sociale di STPM, di titolarità dell'ing. Massimiliano Anguillesi, a liberazione di complessive n. 4.000 nuove azioni ordinarie TPS.

In particolare, ai fini della realizzazione del Progetto, l'Emittente ha stipulato in data odierna un accordo di investimento con i Soci STPM ai sensi del quale, inter alia, questi ultimi si sono impegnati a sottoscrivere e liberare l'Aumento di Capitale in Natura a mezzo del Conferimento delle partecipazioni sopra indicate al valore convenzionalmente ad esse attribuito dalle parti pari a complessivi € 320.000 (il "Valore Convenzionale").

L'Accordo di Investimento prevede un impegno di lock-up dei Soci STPM per una durata di 24 mesi dal perfezionamento del Conferimento.

Per effetto dell'integrale sottoscrizione e liberazione dell'Aumento di Capitale in Natura (ove approvato dall'assemblea), i Soci STPM verrebbero quindi a detenere complessivamente n. 80.000 azioni ordinarie TPS di nuova emissione pari a circa l'1,34% del capitale sociale post Aumento di Capitale in Natura.

Le partecipazioni oggetto del Conferimento sono state sottoposte ad una valutazione di stima da parte di PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A., il quale ha valutato nel range di € 9,9 – 11,1 milioni il valore complessivo delle suddette partecipazioni quale risultante dall'applicazione del metodo principale del discounted cash flow e, pertanto, per una valorizzazione più alta rispetto al Valore Convenzionale attribuito alle stesse dalle parti dell'Accordo di Investimento ed – in quanto tale – in linea con il disposto di cui al disposto di legge ai fini della liberazione dell'Aumento di Capitale in Natura.

Satiz TPM è una holding operativa a capo di un gruppo di società attive principalmente nell'ambito dei servizi tecnici e ingegneria, oltre che nella comunicazione multimediale e nel digital content management, con particolare focus sul settore automotive, prestando una ampia gamma di servizi di consulenza strategica, direzionale, industriale, amministrativa nonché assistenza in materia di "information technology".

Fig 2 – Gruppo Satiz TPM



Fonte: TPS

Il Progetto si inserisce pertanto nel piano di sviluppo e consolidamento del gruppo TPS (il "Gruppo TPS"), rappresentando uno degli obiettivi strategici per lo stesso, in linea con il piano di espansione per linee esterne, diversificazione ed ampliamento. Con il perfezionamento dell'acquisizione, il Gruppo TPS intende dar vita ad un operatore integrato nel settore del business publishing e dell'editoria tecnica con conseguente creazione di sinergie industriali attraverso la condivisione dei principali processi di supporto del business a ragione dell'integrazione di gruppi di società attivi in contesti di mercato strettamente complementari.

L'operazione è altresì volta ad ampliare l'offerta commerciale del Gruppo TPS principalmente al settore automotive, già fortemente presidiato dal Gruppo STPM.

Nel 2017, il Gruppo Satiz TPM ha presentato i seguenti dati consolidati:

- Fatturato di € 15.6mln;
- EBITDA margin 10%;
- Net Financial position (€ 0.5mln);
- Employees: 195.

Di seguito il conto economico consolidato pro-forma del 2017.

Fig 3 – Il conto economico consolidato pro-forma del 2017

Income Statement <i>in €/mln</i>	Gruppo TPS FY17	Gruppo TPM FY17	Elisioni	Consolidato 2017
Value of production	19,09	15,62	-3,56	31,14
COGS	-6,27	-5,94	3,56	-8,65
Value Added	12,81	9,68	-0,002	22,49
Personnel costs	-8,58	-8,04		-16,62
Other income (cost)	-0,08	-0,10		-0,18
EBITDA	4,15	1,55	-0,002	5,70
<i>Ebitda margin</i>	<i>21,7%</i>	<i>9,9%</i>		<i>18,3%</i>
Depreciations	-0,79	-0,48		-1,27
EBIT	3,36	1,06	-0,002	4,42
<i>Ebit margin</i>	<i>17,6%</i>	<i>6,8%</i>		<i>14,2%</i>
Financial income (charges)	-0,04	-0,16	0,002	-0,20
Extraordinary items	-0,24	0,00		-0,24
Pre-tax profit	3,09	0,90	0,000	3,99
Taxes	-0,97	-0,26		-1,23
Net profit	2,11	0,64		2,76

Fonte: TPS

Il gruppo TPS e il Gruppo Satiz TPM hanno azionisti diversi e un diverso Consiglio di Amministrazione, organizzazione del gruppo e sede.

Tuttavia, TPS Group e Satiz TPM condividono:

- Il management per alcune posizioni (ad esempio, CEO, Managing Director, CFO);
- Stessi sistemi di controllo di gestione industriale;
- Gestione intercompany dei contratti per un'efficiente gestione di picchi di attività nel campo dell'editoria tecnica e dell'ingegneria (ricavi intercompany nel 2017 pari a circa € 4,0 mln);
- Sviluppo di sistemi informatici di Satiz TPM a supporto delle attività del Gruppo TPS.

Attualmente, il Gruppo TPS e il Gruppo Satiz TPM stanno già in parte beneficiando di sinergie di costo, condivisione di know-how e opportunità di cross-selling.

Il nuovo assetto societario e organizzativo consente inoltre al nuovo Gruppo TPS di guardare a nuove operazioni di M&A al fine di allargare ulteriormente la propria catena del valore, portando avanti un percorso di crescita per linee esterne che ha sinora dimostrato tutta la sua validità anche grazie alla capacità del management della Società nell'integrare con rapidità ed efficienza nuove realtà nel tessuto organizzativo e di controllo operativo del Gruppo.

Grazie al conferimento di Gruppo Satiz TPM, il Gruppo TPS sarà maggiormente bilanciato in termini di esposizione settoriale (60% aerospace e 40% automotive) e consentirà di ridurre in termini percentuali la dipendenza da un singolo cliente (Leonardo, che attualmente rappresenta il 60% del fatturato, passa al 40%).

Con questa nuova struttura societaria, il Gruppo TPS risulta essere operativo nei seguenti settori industriali:

- **Aerospace**
 - Technical publishing and services
 - Engineering and design
 - 3D Components production
- **Automotive**
 - Technical publishing and services
 - Engineering and design

E' possibile che il nuovo Gruppo possa ampliare il proprio raggio d'azione anche nel settore automotive offrendo anche in questo settore il 3D Components production in modo da meglio sfruttare le sinergie operative con la parte produttiva del settore aerospace.

Una volta consolidata la presenza nei settori automotive e aerospace, riterremo "fisiologico" l'ingresso nel settore navale, in modo da implementare il processo di diversificazione.

2. L'aumento di capitale

Il CdA del 17/9 ha inoltre deliberato un aumento del capitale sociale per complessivi € 5,99 mln allo scopo reperire ulteriori risorse finanziarie, con l'obiettivo del perseguimento della politica di espansione del nuovo gruppo integrato. L'aumento di capitale è articolato nel modo seguente:

- un aumento del capitale sociale a pagamento ed in via scindibile da liberarsi in danaro per complessivi massimi € 4.999.999 (comprensivi di sovrapprezzo) mediante emissione di massime n. 1.250.000 nuove azioni prive di indicazione del valore nominale espresso ed aventi le medesime caratteristiche delle azioni in circolazione, da offrire in opzione ai soci;
- un ulteriore aumento del capitale sociale a pagamento ed in via scindibile da liberarsi in danaro per complessivi massimi €1.000.000 (comprensivi di sovrapprezzo) mediante

emissione di massime n. 250.000 nuove azioni prive di indicazione del valore nominale espresso ed aventi le medesime caratteristiche delle azioni in circolazione, con esclusione del diritto di opzione, in quanto riservato alla sottoscrizione da parte di investitori istituzionali/professionali.

Con le risorse raccolte, il Gruppo TPS intende dotarsi di mezzi finanziari per proseguire la propria strategia di crescita e di sviluppo, riteniamo anche per linee esterne. Il management del Gruppo ritiene inoltre l'operazione funzionale a rafforzare il patrimonio nonché ad aumentare rapidamente il flottante e ad ampliare nel contempo la base azionaria ad investitori italiani ed esteri di primario standing, in modo da favorire altresì la stabilità del titolo nonché una maggiore liquidità e diffusione dello stesso (siamo convinti che non appena le condizioni complessive lo consentano, il Gruppo TPS possa passare al mercato ufficiale).

3. I risultati del 1H18 di TPS stand alone

I risultati del 1H18 di TPS stand alone sono positivi e in grado di supportare le nostre stime per il FY18F che lasciamo invariate.

Fig 1 – Il 1H18A e il FY18F

Income Statement highlights (€/mln)	1H18	1H17	% Ch.	FY18F	FY17A	% Ch.
Value of production	9,85	8,92	10,4%	22,00	19,09	15,3%
Ebitda	2,01	1,96	2,7%	4,79	4,15	15,5%
Ebit	1,53	1,76	-12,7%	3,75	3,36	11,5%
Net profit	1,00	0,96	4,4%	2,52	3,13	-19,5%

Fonte: TPS e Integrae SIM

Il 1H18 è stato caratterizzato dalle attività di consolidamento e riorganizzazione del Gruppo anche a seguito delle operazioni straordinarie effettuate, tra le quali la maggiore rilevanza spetta alle acquisizioni della partecipazione in ICB S.r.l. e in Stemar Consulting S.r.l.

L'ingresso delle due società nel Gruppo ha richiesto interventi organizzativi e gestionali mirati all'ottenimento delle sinergie attese e all'avvio di nuove strategie commerciali. Stemar Consulting, in particolare, ha richiesto l'allestimento di un'officina attrezzata in Poirino (TO) dedicata alle attività di benchmark, la cui inaugurazione è avvenuta nei primi giorni di settembre.

Il fatturato consolidato del Gruppo TPS nel primo semestre 2018 è cresciuto del 10,4% YoY raggiungendo €9.8 mln. L'Ebitda è cresciuto del 2,7% YoY a €2,0 mln, mentre l'Ebit è sceso del 12,7% a €1,53 mln. La minore dinamica dell'Ebitda rispetto a quella del fatturato è principalmente dovuta a lavori in corso e a maggiori costi del personale per far fronte alla

crescita attesa per il 2H18. Particolarmente importante è al riguardo l'incidenza del valore aggiunto sul valore della produzione che raggiunge il 71% (dal 69% del 1Q17) la quale sta ad indicare la diversa e più efficiente organizzazione del lavoro ed una minore incidenza delle prestazioni esterne, oltre al diverso perimetro di consolidamento conseguente all'ingresso nel gruppo della SBU Cost Engineering.

La flessione dell'Ebit è invece dovuta al maggior peso degli ammortamenti legati agli investimenti effettuati nell'ultimo anno. Ciò nonostante, grazie anche ai minori oneri straordinari, il risultato netto di periodo è cresciuto del 4,4% YoY a 1,0 mln.

Sul fronte patrimoniali segnaliamo:

- la diminuzione del Capitale Circolante, principalmente per effetto del rientro dell'esposizione verso alcuni principali clienti – come sempre particolarmente alta alla fine dell'esercizio - e alla riduzione delle prestazioni esterne sia per l'internalizzazione di attività che per le professionalità acquisite con l'ingresso di Stemar Consulting e ICB nel perimetro societario;
- la Posizione Finanziaria Netta, che subisce un netto miglioramento passando da un debito netto di 0,14 mln del FY17 a cassa netta per €1,45 mln del 1Q18. Il miglioramento è conseguente ai risultati di periodo e al parziale rientro delle posizioni creditorie nei confronti dei principali clienti.

Nel corso del 1H18 il Gruppo ha inoltre proceduto al trasferimento, che dovrebbe essere completato nella seconda parte dell'anno, delle attività di produzione di TPS Aerospace Engineering presso una nuova officina allestita presso la sede di Adriatech. Con la progressiva chiusura della sede di Trento il management punta a ridurre i costi operativi e ottenere una maggiore efficienza di TPS Aerospace Engineering nel processo di progettazione (già realizzata in Adriatech), certificazione e produzione dei componenti aeronautici.

Sono inoltre proseguiti i lavori di definizione delle nuove procedure operative e gestionali per le 5 Strategic Business Unit (SBU) nelle quali sono stati suddivisi i servizi tecnici offerti al mercato:

- **Technical Publishing & Training**, dedicata alle attività tecniche a supporto del Post Sales dei nostri clienti (documentazione tecnica e IETP, cicli manutentivi e supporto logistico integrato, predisposizione materiale multimediale per programmi di training tecnico, erogazione dei costi per manutentori);
- **Engineering & Consulting**, dedicata alle attività ingegneristiche a supporto dei nuovi modelli e di quelli esistenti nei casi di reingegnerizzazione della configurazione velivolo;
- **Design, Certification and Production of Parts and Components** (TPS Aerospace Engineering), dedicata alla progettazione, certificazione ed eventualmente produzione di parti e componenti per velivoli esistenti, in particolare in ambito medicale;
- **Avionica**, in cui confluisce gran parte delle attività della neo-acquisita ICB, e in particolare tutto lo sviluppo di software aeronautico;
- **Cost Engineering** (Stemar Consulting), sia in ambito aeronautico che automotive.

Grazie agli specifici investimenti realizzati nel 2017, nel corso del primo semestre 2018 la capogruppo, TPS S.p.A. ha confermato lo status di PMI Innovativa, a riconoscimento della propensione verso l'innovazione tecnologica nell'applicazione del proprio modello di business.

Il 1H18 è stato dedicato anche all'ottenimento della certificazione ISO 9100:2016 (specificata per il settore aeronautico), attività che ha richiesto un grande impegno in tutta la struttura aziendale e una revisione integrale di tutte le procedure operative, permettendo al Gruppo TPS un ulteriore miglioramento dei processi di controllo.

Intenso lavoro è stato dedicato anche all'attività formativa predisposta, anche con il supporto di strutture esterne specializzate per preparare giovani ingegneri all'ingresso nel Gruppo. Per l'acquisizione di nuove attività e per compensare il seppur minimo turnover di personale, risulta infatti strategico poter disporre in tempi rapidi di risorse con le necessarie competenze tecniche e già selezionate.

Anche sotto questo punto di vista, il Gruppo TPS sta dimostrando una reattività e una capacità progettuale che non ha uguali tra i nostri competitor.

4. Economics & Financials

Fig. 4 – Il conto economico

Income statement	2017A PF	2018E	2019E	2020E
Value of production	31,14	33,09	36,83	41,00
Cost of good sold	-8,65	-8,17	-9,43	-10,83
Value added	22,49	24,92	27,40	30,18
Personnel costs	-16,62	-18,23	-19,53	-20,80
Other income/cost	-0,18	-0,15	-0,15	-0,15
EBITDA	5,70	6,54	7,72	9,23
<i>Ebitda margin</i>	<i>18,3%</i>	<i>19,8%</i>	<i>20,9%</i>	<i>22,5%</i>
Depreciation	-1,27	-1,50	-1,60	-1,26
EBIT	4,43	5,04	6,11	7,96
<i>Ebit margin</i>	<i>14,2%</i>	<i>15,2%</i>	<i>16,6%</i>	<i>19,4%</i>
Financial income/charges	-0,20	-0,15	-0,10	-0,04
Extraordinary items	-0,24	0,00	0,00	0,00
Pre-tax profit	3,99	4,90	6,01	7,93
Taxes	-1,23	-1,45	-1,72	-2,35
Net profit	2,76	3,44	4,29	5,57

Fonte: TPS e stime Integræ SIM

Fig. 5 – Lo stato patrimoniale

Balance sheet	2017A PF	2018E	2019E	2020E
Intangible assets	3,94	3,26	2,27	1,62
Tangible assets	0,89	0,99	1,02	1,04
Financial assets	0,08	0,08	0,08	0,08
Fixed assets	4,92	4,33	3,36	2,74
Receivables	14,86	14,63	16,39	18,39
Payables	-2,32	-2,20	-2,85	-3,43
Net working capital	12,54	12,42	13,54	14,96
Other assets	2,21	2,04	1,37	1,37
Other liabilities	-4,45	-4,01	-4,15	-4,76
Other A&L	-2,24	-1,96	-2,78	-3,38
Provisions	-2,58	-2,83	-3,73	-4,70
Net Invested Capital	12,63	11,95	10,39	9,62
Total Equity	10,52	13,97	18,26	23,84
Net debt/(cash)	2,11	-2,02	-7,87	-14,22
Cover	12,63	11,95	10,39	9,62

Fonte: TPS e stime Integrae SIM

Fig. 6 – Il cash flow

Cash flow	2017A PF	2018E	2019E	2020E
EBITDA	5,70	6,54	7,72	9,23
Taxes	-1,23	-1,45	-1,72	-2,35
EBITDA net of taxes	4,47	5,09	5,99	6,87
Change in trade receivables	-3,11	0,23	-1,76	-2,00
Change in trade payables	1,53	-0,12	0,64	0,58
Change in OWC	-1,57	0,11	-1,12	-1,42
Change in other assets	-0,12	0,17	0,67	0,00
Change in other liabilities	0,18	-0,43	0,14	0,61
Change in NWC	-1,52	-0,15	-0,30	-0,82
Operating Cash Flow	2,95	4,94	5,69	6,06
Capex & Disposal	-5,30	-1,21	-0,65	-0,65
Change in Provision	0,02	0,25	0,90	0,97
Free Cash Flow	-2,33	3,97	5,95	6,38
Net interest expenses	-0,20	-0,15	-0,10	-0,04
Extraordinary item	-0,24	0,00	0,00	0,00
Change on net Equity	0,63	0,30	0,00	0,00
Net Cash flow	-2,14	4,13	5,85	6,35

Fonte: TPS e stime Integrae SIM

5. La valutazione

5.1 Competitive analysis

Accanto ai fattori differenzianti e difensivi di TPS rispetto ai propri comparables, in parte propri anche TPM (vedi studio del 13/4/2018), l'operazione di conferimento ne aggiunge di ulteriori. Primo fra tutti la diversificazione che, come noto, contribuisce a ridurre il rischio complessivo d'impresa.

Abbiamo condotto la valutazione sulla base di due metodologie: DCF e multipli di un campione di società comparabili.

5.2 Il modello DCF

Di seguito i dati di input:

Fig. 7 – I dati di input

WACC	
Risk Free Rate	1,89%
Market Premium for Italy	8,40%
Beta Unlevered Target	0,70
Tax Rate (Ires + IRAP)	27,90%
D/E	0,25
Beta Relevered	0,83
Alpha (specific risks)	2,50%
Ke	11,33%
Kd	2,50%
WACC	9,42%

Fonte: elaborazione Integrae SIM

Fig. 8 – Il modello DCF

Discounted FCF	13,5
Terminal Value	45,0
Enterprise Value	58,5
NFP (FY17A)	2,1
Equity Value	56,3

Fonte: elaborazione Integrae SIM

Sulla base dei nostri dati di input il valore del Gruppo TPS risulta pari a €56,3 mln (TP €9,40 ad azione).

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						
		8,8%	9,0%	9,2%	9,4%	9,6%	9,8%	10,0%
G	1,75%	66,3	64,3	62,5	60,7	59,1	57,5	56,0
	1,50%	64,4	62,6	60,8	59,2	57,6	56,1	54,7
	1,25%	62,7	60,9	59,3	57,7	56,2	54,8	53,5
	1,00%	61,0	59,4	57,8	56,3	54,9	53,6	52,3
	0,75%	59,5	57,9	56,5	55,0	53,7	52,4	51,2
	0,50%	58,1	56,6	55,2	53,8	52,5	51,3	50,1
	0,25%	56,7	55,3	53,9	52,7	51,4	50,3	49,1
	0,00%	55,4	54,1	52,8	51,6	50,4	49,3	48,2

Fonte: elaborazione Integrae SIM

5.3 La metodologia dei multipli

Il nostro campione è formato da società che operano nello stesso settore del Gruppo TPS, ma con una capitalizzazione maggiore.

Fig. 10 – Peers: main ratios

Company	Profitability					Capital Structure	
	ROE	ROCE	EBITDA margin	EBIT margin	Net Profit margin	Net Debt/Equity	Net Debt/EBITDA
Meggitt PLC	13,96	6,74	25,11	14,65	17,26	0,38	1,90
Rockwell Collins Inc.	17,33	6,94	22,75	16,39	10,33	1,07	4,16
CAE Inc.	15,60	11,03	21,98	14,92	12,26	0,27	1,04
Aerospace Industrial Developme...	13,73	11,79	15,34	10,60	6,35	0,94	2,90
TransDigm Group Inc.	-33,14	15,89	46,23	41,09	17,03	-3,77	6,86
Triumph Group Inc.	-65,60	-11,01	10,35	-11,33	-13,30	3,11	4,23
Esterline Technologies Corp.	6,79	7,39	14,84	9,73	5,86	0,25	1,58
HEICO Corp.	16,20	13,06	24,31	20,18	12,20	0,50	1,68
Figeac Aero SA	12,87	6,12	19,57	9,89	8,14	1,03	3,67
Ricardo plc	11,32	13,79	11,84	8,08	4,95	0,15	0,58
Bertrandt AG	11,95	13,72	9,79	6,48	4,42	0,22	0,84
EDAG Engineering Group AG	9,54	9,03	7,80	3,79	2,00	0,70	1,85
Akka Technologies SA	15,84	12,53	7,10	5,64	2,94	0,73	2,06
SOGELAIR SA	10,87	12,93	9,16	6,64	3,74	0,13	0,52
Peer median	12,41	11,41	15,09	9,81	6,11	0,44	1,88
Gruppo TPS (Consolidato Pro-forma FY17A)	26,19	29,09	18,55	14,41	8,98	0,20	0,37

Fonte: elaborazione Integrae SIM su dati Infanciales.

Si evince come il nuovo Gruppo TPS abbia multipli di profittabilità e di struttura del capitale decisamente migliori rispetto al panel di riferimento:

- Profitability ratios:
 - ROE e ROCE di TPS (FY17A) superiori di oltre 2x rispetto alla mediana del panel;
 - EBITDA margin, EBIT margin e Net Profit margin nettamente superiori alla mediana del panel;
- Capital Structure
 - Il net debt di TPS rispetto a Equity e EBITDA è nettamente inferiore rispetto a quello della mediana del panel di riferimento. In particolare, Net Debt/Equity pari a meno della metà mentre Net Debt/EBITDA inferiore di circa 5x rispetto alla mediana delle società inserite del panel.

Fig. 11 – Peers: main ratios

Company	Country	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
Meggitt PLC	GBR	11,1x	10,4x	9,9x	14,2x	13,2x	12,1x	16,2x	15,0x	13,6x
Rockwell Collins Inc.	USA	14,6x	13,6x	12,5x	18,9x	16,7x	15,5x	20,1x	18,2x	16,7x
CAE Inc.	CAN	11,1x	10,4x	9,7x	15,6x	14,5x	13,6x	21,3x	19,4x	17,5x
Aerospace Industrial Developme...	TWN	8,3x	7,6x	6,8x	15,4x	11,8x	9,5x	12,7x	10,6x	8,0x
TransDigm Group Inc.	USA	16,2x	14,9x	14,1x	18,4x	16,6x	15,6x	20,9x	22,0x	19,5x
Triumph Group Inc.	USA	11,1x	8,8x	7,6x	50,8x	14,2x	11,2x	12,0x	10,1x	7,4x
Esterline Technologies Corp.	USA	11,0x	9,6x	9,6x	17,7x	14,6x	14,4x	25,1x	20,3x	19,8x
HEICO Corp.	USA	26,2x	24,1x	22,7x	31,6x	28,7x	26,8x	49,5x	45,6x	41,6x
Figeac Aero SA	FRA	8,8x	7,3x	6,3x	16,6x	12,9x	10,9x	20,1x	14,8x	11,6x
Ricardo plc	GBR	8,5x	8,2x	8,2x	11,0x	10,6x	10,6x	14,5x	13,8x	14,0x
Bertrandt AG	DEU	8,1x	6,8x	5,9x	11,4x	9,6x	8,5x	16,1x	13,1x	11,4x
EDAG Engineering Group AG	CHE	8,0x	7,0x	6,3x	13,2x	11,0x	9,5x	16,6x	12,5x	11,3x
Akka Technologies SA	FRA	11,5x	9,5x	8,4x	13,9x	11,4x	9,9x	21,4x	16,0x	13,4x
SOGECLAIR SA	FRA	7,7x	6,0x	5,4x	13,8x	9,5x	8,1x	18,3x	12,2x	10,3x
Peer median		11,1x	9,2x	8,3x	15,5x	13,0x	11,1x	19,2x	14,9x	13,5x

Fonte: elaborazione Integrae SIM su dati Infinaicals.

Ai fini valutativi, sono stati analizzati esclusivamente i multipli EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E per gli anni 2018E e 2019E, mentre i multipli relativi al 2020E, per uno scopo unicamente prudenziale non sono stati considerati.

Fig. 12 – Valutazione multipli

TPS GROUP			
<i>in €/mln</i>	2018E	2019E	
Ebitda	6,5	7,7	
Ebit	5,0	6,1	
Net profit	3,4	4,3	
Net Debt (Cash)	- 2,0	- 7,9	
<hr/>			
Market Multiples	2018E	2019E	
EV/EBITDA	11,1x	9,2x	
EV/EBIT	15,5x	13,0x	
P/E	19,2x	14,9x	
<hr/>			
Enterprise Value (EV) in €/mln	2018E	2019E	
EV/EBITDA	72,3	70,6	
EV/EBIT	78,2	79,5	
P/E	66,1	63,9	
<hr/>			
Equity Value (EV) in €/mln	2018E	2019E	
EV/EBITDA	74,4	78,5	
EV/EBIT	80,2	87,4	
P/E	66,1	63,9	
<hr/>			
Average Equity Value in €/mln	73,6	76,6	75,1
<hr/>			
Equity value post discount in €/mln	55,2	57,4	56,3

L'equity value del Gruppo TPS calcolato con la metodologia dei multipli risulta pari €75,1 mln; valore al quale abbiamo applicato uno sconto del 25%, nonostante i migliori ratios di profittabilità e struttura del capitale di TPS rispetto ai peers (vedi Fig. 10), per tenere conto della minore capitalizzazione rispetto agli stessi, raggiungendo quindi un valore di €56,3 mln.

La media dei due valori costituisce il nostro target price: €9,4 (da €7,0). Invariati il rating e il rischio (Buy e 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
25/09/2017	Buy	6,4	Medium	FY16 Results
13/04/2018	Buy	7,0	Medium	FY17 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 INTEGRAE 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.