

Production date: 20 Settembre 2019 - 6:00 PM CET

Release date: 23 Settembre 2019 - 7 AM CET

GRUPPO TPS	Italy	FTSE AIM Italia	Engineering
Rating: BUY	Target Price: Euro 8,4 (da € 8,48)		Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	7,81%	3,50%	1,47%	-1,90%
to FTSE AIM Italia	6,32%	13,05%	9,40%	13,45%
to FTSE STAR Italia	2,52%	4,00%	1,48%	6,00%
to FTSE All-Share	-0,15%	-0,11%	-1,89%	-3,87%
to FTSE Small Cap	1,28%	0,86%	3,96%	7,90%
to FTSE MIB	-0,18%	-0,07%	-2,25%	-5,33%

Stock Data	
Price	€ 4,14
Target price	€ 8,40
Upside/(Downside) potential	102,9%
Bloomberg Code	TPSIM EQUITY
Market Cap (€m)	€ 30,05
EV (€m)	€ 23,03
Free Float	24,59%
Share Outstanding	7.257.710
52-week high	€ 4,50
52-week low	€ 3,40
Average daily volumes (1y)	10.852

Key Financials (€m)	2018A *	2019E	2020E	2021E
Sales	32,1	33,0	37,3	42,0
EBITDA	5,7	5,9	6,7	7,9
EBIT	3,7	3,6	4,0	4,8
Net Profit	2,4	2,0	2,5	3,0
EPS (€)	0,33	0,28	0,34	0,41
EBITDA margin	17,8%	17,9%	18,0%	18,9%
EBIT margin	11,5%	10,9%	10,7%	11,4%

*) pro-forma

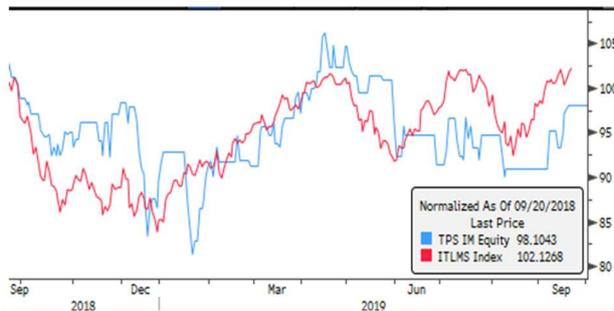
Main Ratios	2018A	2019E	2020E	2021E
EV/EBITDA (x)	4,0	3,9	3,4	2,9
EV/EBIT (x)	6,2	6,4	5,8	4,8
P/E (x)	12,5	14,8	12,1	10,0

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



1H19 Results

I risultati del 1H19 sono leggermente inferiori alle nostre stime, sia a causa dello slittamento di alcuni progetti, sia per effetto di costi straordinari. Il VdP è cresciuto del 68% YoY a €16,5 mln grazie al consolidamento di Satiz TPM. La crescita organica è stata del 12%. L'Ebitda è cresciuto del 32,8% YoY a €2,7mln. L'Ebitda margin del 16,1% è in flessione rispetto al 20,4% a causa della minore redditività media dei settori industriali acquisiti e dei maggiori costi, rispetto alle nostre stime, delle attività propedeutiche all'acquisizione di nuove commesse.

2019-22 estimates

Per il 2019E abbiamo rivisto al ribasso del 5% la stima di fatturato e del 5,3% quella dell'Ebitda, che dovrebbero raggiungere €33,0 mln e €5,9 mln (€34,7 mln e €6,2 mln le precedenti stime) rispettivamente. Per il 2020E ci aspettiamo una fatturato inferiore del 2,5% rispetto alla stima precedente con un Ebitda inferiore del 4,4%. Invariate le stime per il 2021-22E.

Valuation Update

Abbiamo valutato il Gruppo TPS con due metodologie: il DCF e i multipli. La media delle valutazioni è pari a € 61 mln, vale dire €8,4 per azione (da €8,48). Al nostro target price, che implica un upside potential del 103%, l'EV/Ebitda 2019E continua a rimanere a sconto di circa il 5% rispetto alla media dei comparables. Grazie all'acquisizione di Satiz TPM, il Gruppo TPS non è più configurabile come PMI, restando invece caratterizzato da una fortissima componente innovativa. La dimensione del gruppo, pur rimanendo minore rispetto ai peers del nostro campione, giustifica sempre meno sia il premio aggiuntivo del DCF sia lo sconto del 20% rispetto ai comparables.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY17A 1)	FY18A 2)	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Value of Production	19,09	24,08	33,00	37,25	42,02	46,22
COGS	6,28	6,62	8,20	9,00	10,84	11,84
Employees	8,58	12,61	18,85	21,49	23,17	25,31
Other Operating Expenses	0,08	0,10	0,05	0,06	0,06	0,07
EBITDA	4,15	4,75	5,90	6,70	7,95	9,00
<i>EBITDA Margin</i>	<i>21,7%</i>	<i>19,7%</i>	<i>17,9%</i>	<i>18,0%</i>	<i>18,9%</i>	<i>19,5%</i>
D&A	0,79	1,58	2,30	2,70	3,16	1,54
EBIT	3,36	3,17	3,60	4,00	4,79	7,46
<i>EBIT Margin</i>	<i>17,6%</i>	<i>13,2%</i>	<i>10,9%</i>	<i>10,7%</i>	<i>11,4%</i>	<i>16,1%</i>
Financial Management	0,04	0,16	0,14	0,15	0,18	0,20
Extraordinary Management	0,24	-0,09	0,35	0,00	0,00	0,00
EBT	3,09	3,11	3,11	3,85	4,61	7,26
Taxes	0,97	0,97	0,93	1,16	1,38	2,18
Net Income	2,11	2,14	2,18	2,70	3,22	5,08
Group Income	2,02	2,03	2,03	2,48	3,00	4,85

BALANCE SHEET (€/mln)	FY17A 1)	FY18A 2)	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Fixed Asset	4,01	5,71	4,92	4,44	3,27	3,73
Account Receivable	10,57	11,69	12,65	13,91	15,30	16,83
Account Payable	2,80	1,89	2,07	2,28	2,51	2,76
Operating Working Capital	7,76	9,80	10,57	11,63	12,79	14,07
Other asset	1,31	2,09	1,93	2,10	2,29	2,49
Other liabilities	2,59	3,98	4,01	4,37	4,77	5,20
Net Working Capital	6,48	7,91	8,49	9,36	10,31	11,37
Severance Indemnties & Other Provisions	2,32	2,64	2,95	3,21	3,50	3,82
NET INVESTED CAPITAL	8,17	10,98	10,46	10,58	10,08	11,28
Share Capital & Reserves	5,75	15,59	17,62	19,65	22,12	25,13
Minorities' Capital	0,17	0,27	0,38	0,53	0,75	0,97
Group Income	2,02	2,03	2,03	2,48	3,00	4,85
Minorities' Income	0,10	0,11	0,15	0,22	0,22	0,23
Equity	8,03	17,99	20,17	22,87	26,09	31,18
Cash & Cash Equivalent	1,60	9,94	12,55	15,05	18,69	22,50
Financial Debts	1,32	2,51	2,50	2,50	2,50	2,50
Leasing	0,41	0,42	0,34	0,26	0,18	0,10
Net Financial Position	0,14	-7,02	-9,71	-12,29	-16,01	-19,90
SOURCES	8,17	10,98	10,46	10,58	10,08	11,28

CASH FLOW (€/mln)	FY18A 2)	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
EBIT	3,69	3,60	4,00	4,79	7,46
Taxes	1,12	0,93	1,16	1,38	2,18
NOPAT	2,57	2,67	2,85	3,40	5,28
D&A	2,05	2,30	2,70	3,16	1,54
Change in receivable	3,17	-0,96	-1,26	-1,39	-1,53
Change in payable	-0,43	0,18	0,21	0,23	0,25
Change in others	-0,35	0,20	0,19	0,20	0,22
Change in NWC	2,39	-0,58	-0,87	-0,96	-1,06
Change in provisions	0,06	0,30	0,27	0,29	0,32
OPERATING CASH FLOW	7,07	4,69	4,94	5,90	6,08
Capex	(2,99)	(1,85)	(2,18)	(2,51)	(2,56)
FREE CASH FLOW	4,08	2,84	2,76	3,39	3,52
Financial Management	0,22	0,14	0,15	0,18	0,20
Change in Debt to Bank	(1,63)	(0)	(0)	(0)	(0)
Change in Equity	5,01	0	(0)	(0)	(0)
FREE CASH FLOW TO EQUITY	7,67	2,94	2,73	3,49	3,64

Source: TPS Group and Integrae SIM estimates. 1) TPS stand alone; 2) STPM consolidata da Ottobre

1.1 1H19 results

I risultati del 1H19 sono leggermente inferiori alle nostre stime, sia a causa dello slittamento di alcuni progetti, sia per effetto di costi straordinari.

Il valore della produzione è cresciuto del 68% YoY a €16,5 mln soprattutto per effetto del consolidamento della società Satiz Technical Publishing & Multimedia Srl (SATIZ TPM) e delle sue controllate. La crescita organica a parità di perimetro di consolidamento è stata del 12%.

L'Ebitda è cresciuto del 32,8% YoY a €2,7 mln cui corrisponde un Ebitda margin del 16,1%, in flessione rispetto al 20,4% del 1H18 per effetto sia della minore redditività media dei settori industriali acquisiti sia dei maggiori costi, rispetto alle nostre stime, delle attività propedeutiche all'acquisizione di nuove commesse per il 2H19 (in sostanza sono stati spesi i costi ma non sono ancora visibili i relativi ricavi). L'Ebit cresce dell'8,8% a €1,6 mln e l'Ebit margin, per le stesse ragioni sopra esposte, risulta in flessione: 9,9% rispetto al 15,6% del 1H18.

L'utile netto, dopo oneri straordinari per complessivi €0,3 mln (€0,01 mln nel 1H18), connessi al processo di riorganizzazione del gruppo e all'uscita di alcune figure professionali non più necessarie al progetto industriale, risulta in flessione del 18,4% YoY a €0,77 mln.

La PFN migliora ulteriormente rispetto al FY18 (cassa di €7,9 mln contro €7,0 mln nel FY18), dopo investimenti per €0,5 mln e il pagamento di dividendi per €0,36 mln, a conferma della forte produzione di cassa che ha sempre caratterizzato il gruppo.

1.2 Il cambio organizzativo e strutturale

Il primo semestre 2019 ha visto i primi risultati dell'operazione di ristrutturazione societaria (semplificazione della struttura e dell'organizzazione societaria e conseguente riduzione dei costi complessivi, che riteniamo sarà pienamente visibile dal prossimo anno) a seguito dell'acquisizione della società Satiz TPM (che comprendeva le controllate TPM Engineering S.r.l. e Satiz Poland sp.zoo). Inoltre, nel corso del 1H19 è stata completata la fusione della società TPM Engineering S.r.l. (specializzata in ingegneria e progettazione automotive) in Satiz TPM, che ne deteneva l'intera partecipazione. Sarà invece completata nel 2H19 l'operazione di fusione per incorporazione di ICB S.r.l. (servizi avionici e software aeronautico) nella capogruppo TPS S.p.A.

L'operazione di acquisizione di Satiz TPM, realizzata alla fine del 2018, ha consentito al Gruppo TPS un'importante crescita dimensionale e, soprattutto, la diversificazione industriale verso i settori automotive e ferroviario. La strategia di crescita di TPS è infatti indirizzata sia verso i servizi tecnici e di progettazione nel settore industriale aeronautico, core business storico del Gruppo, sia alla differenziazione degli ambiti industriali in cui operare al fine di erogare servizi tecnici e d'ingegneria a un sempre maggior numero di clienti. In questa direzione va inquadrato l'investimento realizzato nella prima parte del 2019 con l'apertura di una nuova sede operativa a Firenze che avrà il compito di erogare servizi di ingegneria, documentazione tecnica e certificazione impianti nel settore Oil&Gas.

Nel 1H19 è inoltre entrata nel Gruppo TPS la società Dead Pixels S.r.l. di cui è stata acquisita una partecipazione dell'80%. Dead Pixels è una start-up innovativa cresciuta nell'ambito dell'incubatore imprese del Politecnico di Torino e possiede un elevato know-how su applicazioni operative delle tecnologie digitali di realtà aumentata e di realtà virtuale. Lo scopo dell'investimento è quello di rafforzare la

presenza di TPS in questi servizi digitali e supportare i processi tecnici e manutentivi dei clienti attraverso approcci tecnologicamente innovativi.

Nel corso dei primi sei mesi il management ha quindi proseguito la definizione delle nuove procedure operative e gestionali per ciascuna Business Units (SBU), nelle quali sono stati suddivisi i servizi tecnici offerti al mercato, allargandone appunto le competenze e l'organizzazione alle attività automotive e ferroviario che sono i principali settori di riferimento di Satiz TPM. Dal 2019 la struttura operativa del Gruppo TPS è quindi stata organizzata su quattro Strategic Business Unit:

- **technical publishing & training.** Questa SBU raccoglie le attività di documentazione tecnica, del supporto logistico integrato e della formazione del Gruppo TPS, sia in ambito aeronautico che automotive e ferroviario. La Training Academy del Gruppo (la società svizzera Aviotrace Swiss SA) vede le sue attività formative confluire all'interno di questa SBU;
- **engineering & cost engineering.** Nella seconda SBU confluiscono tutte le attività di progettazione e ingegneria, oltre che quelle relative alla certificazione aeronautica dei progetti (TPS Aerospace Engineering S.r.l.). In particolare entrano a far parte di questa SBU l'attività di progettazione automotive, concentrata nella neo-controllata TPM Engineering S.r.l, e l'attività di cost engineering, che fa capo a Stemar Consulting S.r.l.;
- **avionic services & informative technologies.** Questa SBU raccoglie le competenze in ambito software avionico, test software e integrazione di sistemi della controllata ICB S.r.l. con le competenze in ambito di sviluppi informatici presenti in varie società del Gruppo TPS;
- **digital content management.** Nella quarta SBU confluiscono le attività relative alla generazione e alla gestione di contenuti multimediali per la commercializzazione del prodotto o per l'erogazione di programmi formativi su media elettronici. Questa SBU vedrà nel 2019 una forte spinta nella direzione di applicativi di realtà aumentata e di realtà virtuale orientati a sviluppi tecnici negli ambiti industriali nei quali opera il Gruppo TPS. In questa SBU rientra la start-up innovativa **Dead Pixels S.r.l.**, specializzata in applicazioni di realtà virtuale e realtà aumentata.

Nel 2019-20E il management intende continuare il proprio percorso di crescita, sia organica sia per linee esterne, così come più volte dichiarato. In questa ambito rientra l'aumento di capitale realizzato nel 2018 che ha avuto lo scopo di dotare il Gruppo TPS delle risorse finanziarie che serviranno a nuove operazioni mirate di M&A, capaci di allargare la catena del valore dei servizi tecnici offerti ai settori industriali di riferimento, soprattutto quello aeronautico.

In altre parole il lavoro del management volto alla riorganizzazione dell'intera struttura operativa che consente un notevole ampliamento della tipologia di servizi tecnici offerti al mercato e accresce ulteriormente il livello professionale dei team di lavoro, mantenendo nel contempo uno stretto controllo dei costi operativi **è stato rivolto alla creazione dei pilastri che consentiranno la crescita futura del gruppo.**

1.3 New 2019-20E estimates

A seguito dei risultati del 1H19, abbiamo rivisto le nostre stime per il 2019-20E e lasciato invariate quelle per il 2021-22E.

Table 2 – 2019-20E estimates Updates

€ mln	2019			2020		
	Old	New	Var %	Old	New	Var %
Value of production	34,7	33,0	-5,0%	38,2	37,3	-2,5%
Ebitda	6,2	5,9	-5,3%	7,0	6,7	-4,4%
Ebit	3,8	3,6	-5,5%	4,2	4,0	-4,5%

Source: Integrae SIM

Per il 2019E abbiamo rivisto al ribasso del 5% la stima di fatturato e del 5,3% quella dell'Ebitda, che dovrebbero raggiungere €33,0 mln e €5,9 mln (€34,7 mln e €6,2 mln le precedenti stime) rispettivamente. Per il 2020E ci aspettiamo una fatturato inferiore del 2,5% rispetto alla stima precedente con un Ebitda inferiore del 4,4%.

Invariate le stime per il 2021-22E.

Abbiamo stimato una gestione più efficiente dei costi operativi considerando sia le economie di scala derivanti dalla nuova organizzazione, sia i maggiori volumi di attività.

2. Valuation

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

2.1 DCF Method

Table 3 – WACC

WACC		7,20%
Risk Free Rate	1,50% α (specific risk)	1,25%
Market Premium	9,02% Beta Adjusted	0,73
D/E (average)	42,86% Beta Relevered	0,95
Ke	9,29% Kd	3,20%

Source: Integrae SIM

Abbiamo ridotto il rischio specifico, che ora è pari al 1,25% (dal 2,5% precedente), considerato che il raddoppio della dimensione e la diversificazione dell'attività conseguente all'acquisizione di Satiz TPM tende a ridurre fortemente il rischio imprenditoriale rispetto al Gruppo TPS prima dell'acquisizione della stessa.

Ne risulta quindi un WACC del 7,2%

Table 4 – DCF Valuation

DCF Equity Value		61,81
FCFO actualized	10,55	19%
TV actualized DCF	44,24	81%
Enterprise Value	54,79	100%
NFP (2018A)	(7,0)	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di €61,8 mln.**

Table 5 – Equity Value - Sensitivity analysis

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		5,7%	6,2%	6,7%	7,2%	7,7%	8,2%	8,7%
2,5%		108,7	94,8	84,3	75,9	69,2	63,7	59,1
2,0%		96,4	85,6	77,2	70,3	64,7	60,0	55,9
1,5%		87,1	78,4	71,4	65,7	60,9	56,8	53,2
1,0%		79,7	72,6	66,7	61,8	57,6	54,0	50,9
0,5%		73,8	67,8	62,8	58,5	54,8	51,6	48,8
0,0%		68,9	63,8	59,4	55,7	52,4	49,6	47,0
-0,5%		64,8	60,3	56,5	53,2	50,3	47,7	45,4

Source: Integrae SIM

2.2 Market multiples

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

Table 6 – Market Multiples

Company	EV/Ebitda				EV/Ebit				P/E			
	2019E	2020E	2021E	2022E	2019E	2020E	2021E	2022E	2019E	2020E	2021E	2022E
Meggitt PLC	11,9	11,1	9,9	9,5	14,9	13,8	12,5	11,8	17,2	15,6	14,1	13,3
CAE Inc.	12,2	11,3	10,7		18,5	16,7	15,6		25,0	22,3	19,9	
Aerospace Industrial Development Co	11,8	9,6	7,8		18,5	15,1	10,3		14,2	12,1	7,7	
TransDigm Group Inc.	15,6	13,7	12,6	11,6	20,0	15,3	14,0	13,2	28,8	24,3	20,7	18,8
Triumph Group Inc.	8,0	7,4	7,1		12,8	10,6	9,7		9,9	8,2	7,5	
HEICO Corp.	29,4	27,0	24,5	22,7	34,9	31,9	29,0	27,0	55,7	50,2	45,6	42,0
Figeac Aero SA	8,2	7,2	6,5		17,4	13,9	11,6		17,1	13,6	11,4	
Ricardo plc	6,7	6,4	6,4		8,6	8,2	8,5		10,6	10,0	10,4	
Bertrandt AG	5,9	5,5	5,1		9,2	8,9	7,8		11,0	10,4	8,9	
EDAG Engineering Group AG	5,2	4,3	3,7	3,5	10,8	7,7	6,9	5,7	13,6	10,5	8,7	7,5
Akka Technologies SA	9,2	8,1	7,8	6,7	10,8	9,7	8,9	7,7	15,9	13,0	12,0	4,3
SOGCLAIR SA	7,1	6,0	5,4		13,1	9,7	8,3		14,1	10,3	9,2	
Average	10,9	9,8	9,0	10,8	15,8	13,5	11,9	13,1	19,4	16,7	14,7	17,2

Source: Infancials

L'equity value medio del Gruppo TPS utilizzando i market multiples EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E risulta essere pari a 75,6 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 20% (dal 25%) in modo da includere nel prezzo la minore liquidità rispetto alle società incluse nel panel, oltre che una capitalizzazione più inferiore. La riduzione dello sconto è dovuta al raddoppio della dimensione del Gruppo e alla diversificazione industriale che tende a ridurre fortemente il rischio complessivo d'impresa. Pertanto, ne risulta un **equity value di €60,1 mln.**

2.3 Equity Value

Table 7 – Equity Value

Average Equity Value	€ mln
DCF	61,8
Multiples	60,1
Average	61,0
Number of shares (mln)	7,3
Equity Value per share (€)	8,4

Source: Integrae SIM

L'equity value medio risulta quindi pari a €61 mln, vale a dire €8,4 (prev. €8,48) per azione. Confermiamo il nostro rating BUY e rischio MEDIUM.

Grazie all'acquisizione di Satiz TPM, il Gruppo TPS non è più configurabile come PMI, restando invece caratterizzato da una fortissima componente innovativa. In altre parole la dimensione del gruppo, pur rimanendo minore rispetto ai comparables del nostro campione, giustifica sempre meno sia il premio addizionale applicato al DCF sia lo sconto del 20% rispetto ai comparables.

Disclosure Pursuant to Article 69 Et seq. of Consob (Italian Securities Exchange Commission) Regulation No. 11971/1999

Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi is Integrae SIM's currently Head of Equity Research. Mattia Petracca is currently a financial analyst.

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
20/09/2018	Buy	9,4	Medium	1H18 Results
09/04/2019	Buy	8,5	Medium	Update

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

Equity Total Return (ETR) for different risk categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR >= 7.5%	ETR >= 10%	ETR >= 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR <= -5%	ETR <= -5%	ETR <= 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRÆ SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integræ 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 Integræ SIM states that:

- Integræ SIM S.p.A. It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Nominated Adviser of the TPS Group S.p.A.;
- Integræ 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 TPS Group S.p.A.;
- Integræ SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by TPS Group S.p.A.
- At the Integræ SIM website you can find the archive the last 12 months of the conflicts of interest between Integræ SIM and issuers of financial instruments, and their group companies, and referred to in research products produced by analysts at Integræ.