

FOPE	Italy	FTSE AIM Italia	Luxury Jewelry
Rating: BUY (unch.)	Target Price: €10,24 (prev. €9.0)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	11,61%	15,49%	7,55%	14,65%
to FTSE AIM Italia	15,71%	26,52%	22,41%	18,87%
to FTSE STAR Italia	12,09%	16,06%	8,41%	15,02%
to FTSE All-Share	12,94%	17,36%	13,06%	8,14%
to EUROSTOXX	12,92%	16,70%	14,33%	-4,62%
to MSCI World Index	6,83%	12,50%	7,58%	6,50%

Stock Data

Price	€ 7,90
Target price	€ 10,24
Upside/(Downside) potential	29,6%
Bloomberg Code	FPE IM EQUITY
Market Cap (€m)	37,51
EV (€m)	37,61
Free Float	13,00%
Share Outstanding	5.000.200
52-week high	€ 8,00
52-week low	€ 5,95
Average daily volumes (3m)	1.400

Key Financials (€m)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
Sales	31,3	34,4	37,5	40,5
EBITDA	6,1	7,0	7,9	8,6
EBIT	5,0	5,7	6,5	7,2
Net Profit	3,4	3,9	4,5	5,0
EPS (€)	0,67	0,78	0,90	0,99
EBITDA margin	19,5%	20,3%	21,0%	21,3%
EBIT margin	15,9%	16,5%	17,3%	17,7%

Main Ratios	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA (x)	6,2	5,4	4,8	4,4
EV/EBIT (x)	7,6	6,6	5,8	5,2
P/E (x)	11,2	9,7	8,4	7,5

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



FY18A Results

I risultati del FY18A sono stati molto positivi. Fope ha fatto registrare una crescita sul fatturato di circa l'11.5%, dell'1.9% superiore alle nostre stime, passando da circa €28.03 mln a €31.26 mln. Migliora in modo considerevole anche la marginalità, che passa dal circa 14% a circa 19.5%. L'incidenza dei costi operativi rispetto al fatturato è migliorata per tutte le voci di costo tranne per i costi relativi al personale a causa soprattutto dell'ingresso di 4 nuove risorse qualificate destinate a Fope Jewellery Limited.

Estimates Update

Stimiamo CAGR 18-22E di circa 8.6% con Sales che passano da €31.26 mln del FY18A a circa €43.5 mln nel FY22E. Abbiamo stimato tale crescita includendo volumi di vendita sempre più rilevanti sui mercati esteri, su tutti: USA, Regno Unito, Germania e Emirati Arabi. In linea con quanto avvenuto nel FY18A, abbiamo stimato una gestione leggermente più efficiente dei costi operativi.

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity range di Fope sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Il DCF method (che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali anche un rischio specifico pari al 2.5%) restituisce un equity value pari a €42,2 mln. L'equity value di Fope utilizzando i market multiples risulta essere pari €60,2 mln (includendo un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 51.2 mln. Il target price è quindi di € 10.24 (prev. €9.0). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mIn)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Sales	28,03	31,26	34,40	37,50	40,50	43,50
Other Revenues	0,35	0,38	0,50	0,50	0,50	0,50
Value of Production	28,38	31,64	34,90	38,00	41,00	44,00
COGS	11,60	11,80	13,00	14,15	15,20	16,30
Change in raw material	(0,66)	(0,75)	(0,80)	(0,85)	(0,90)	(1,00)
Services	10,50	10,80	11,80	12,80	13,80	14,80
Employees	2,64	3,28	3,50	3,60	3,80	4,00
Provisions	0,06	0,07	0,07	0,07	0,08	0,08
Other Operating Expenses	0,30	0,35	0,35	0,35	0,40	0,40
EBITDA	3,93	6,10	6,98	7,88	8,62	9,42
<i>EBITDA Margin</i>	<i>14,0%</i>	<i>19,5%</i>	<i>20,3%</i>	<i>21,0%</i>	<i>21,3%</i>	<i>21,6%</i>
D&A	0,85	1,13	1,30	1,40	1,45	1,50
EBIT	3,08	4,97	5,68	6,48	7,17	7,92
<i>EBIT Margin</i>	<i>11,0%</i>	<i>15,9%</i>	<i>16,5%</i>	<i>17,3%</i>	<i>17,7%</i>	<i>18,2%</i>
Financial Management	0,09	(0,22)	(0,20)	(0,20)	(0,20)	(0,15)
EBT	3,17	4,75	5,48	6,28	6,97	7,77
Taxes	0,84	1,40	1,60	1,80	2,00	2,20
NET Income	2,33	3,35	3,88	4,48	4,97	5,57
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mIn)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Fixed Asset	6,89	9,30	11,50	12,10	12,40	12,65
Account receivable	7,99	7,93	8,70	9,20	9,80	10,50
Inventories	4,75	5,70	6,25	6,65	7,00	7,40
Account payable	3,57	4,23	4,40	4,75	5,05	5,40
Operating Working Capital	9,17	9,40	10,55	11,10	11,75	12,50
Other Receivable	0,90	1,30	1,40	1,50	1,60	1,70
Other Payable	1,15	1,16	1,22	1,32	1,40	1,45
Net Working Capital	8,92	9,54	10,73	11,28	11,95	12,75
Severance Indemnities & Provision	2,70	2,76	2,84	2,93	3,02	3,11
NET INVESTED CAPITAL	13,10	16,08	19,39	20,45	21,33	22,29
Share Capital	4,75	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Reserves and Retained Profits	4,84	7,63	9,31	11,25	13,49	15,97
Net Profit	2,33	3,35	3,88	4,48	4,97	5,57
Equity	11,92	15,98	18,19	20,73	23,46	26,54
Cash and Cash Equivalent	3,62	8,02	8,05	10,18	12,48	14,90
Short-Term Financial debt	2,01	2,42	2,75	3,00	3,15	3,25
ML Term Financial Debt	2,79	5,71	6,50	6,90	7,20	7,40
Net Financial Position	1,18	0,10	1,20	(0,28)	(2,13)	(4,25)
TOTAL SOURCES	13,10	16,08	19,39	20,45	21,33	22,29
CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mIn)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	
EBIT	4,97	5,68	6,48	7,17	7,92	
Taxes	1,40	1,60	1,80	2,00	2,20	
NOPAT	3,57	4,08	4,68	5,17	5,72	
D&A	1,13	1,30	1,40	1,45	1,50	
Change in receivable	0,06	(0,77)	(0,50)	(0,60)	(0,70)	
Change in inventories	(0,95)	(0,55)	(0,40)	(0,35)	(0,40)	
Change in payable	0,66	0,17	0,35	0,30	0,35	
Change in OWC	(0,23)	(1,15)	(0,55)	(0,65)	(0,75)	
Other Changes	(0,39)	(0,04)	0,00	(0,02)	(0,05)	
Change in Provision	0,06	0,08	0,09	0,09	0,09	
OPERATING CASH FLOW	4,14	4,27	5,61	6,04	6,51	
Investments	(3,55)	(3,50)	(2,00)	(1,75)	(1,75)	
FREE CASH FLOW	0,59	0,78	3,61	4,29	4,76	
Financial Management	(0,22)	(0,20)	(0,20)	(0,20)	(0,15)	
Change in Payable to Banks	3,33	1,13	0,65	0,45	0,30	
Change in Equity	0,71	(1,67)	(1,94)	(2,24)	(2,49)	
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	4,41	0,03	2,12	2,30	2,42	

Source: Fope and Integrae SIM estimates

1.1 FY18A results

Table 2 – FY18 – Actual vs Forecast

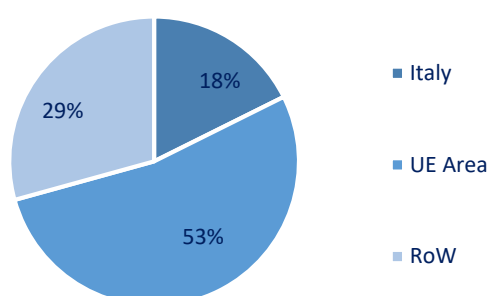
FY2018 (€/mln)	Sales	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
Actual	31,3	6,1	19,5%	5,0	3,3	0,1
Forecast	30,7	4,5	14,6%	3,6	2,7	1,2
Change	1,9%	34,3%	33,6%	37,2%	25,8%	91,7%

Source: Fope

I risultati del FY18A sono stati molto positivi. Fope ha fatto registrare una crescita sul fatturato di circa l'11.5%, dell'1.9% superiore alle nostre stime, passando da circa €28.03 mln a €31.26 mln.

Le nuove collezioni presentate nel corso del 2018, in occasione di eventi fieristici e direttamente alla rete distributiva, hanno riscosso ottimi risultati così come continuano ad ottenere alto gradimento le collezioni "time less" presenti sul mercato da più anni.

Chart 1 – Sales Breakdown FY18A



Source: Fope

L'82% del fatturato di Fope è stato realizzato all'estero e in particolare, il 53% in Paesi dell'Area UE e il 29% nel Resto del Mondo (RoW).

Il positivo risultato commerciale è imputabile principalmente alla crescita dei volumi di vendite registrata sui mercati esteri, in particolare europei, con la Germania e Regno Unito in testa, e il mercato americano.

Con riferimento al mercato del Regno Unito, nel mese di marzo 2018, Fope ha completato il progetto di costituzione della Fope Jewellery Limited. L'apertura della nuova società del Gruppo è un'iniziativa che fa seguito alla strategia di Fope di consolidare e rafforzare la presenza diretta sui propri principali mercati di riferimento. La presenza diretta delle risorse Fope sul territorio consente di incrementare e rafforzare il rapporto di partnership con le gioiellerie concessionarie dei prodotti Fope, offrendo puntuali servizi di customer service, affiancamento nelle azioni di comunicazione e marketing, monitoraggio della visibilità e immagine di Fope nel punto vendita. Con l'obiettivo di ottenere il massimo coinvolgimento sul futuro del business, Fope Jewellery Limited è stata costituita coinvolgendo nella compagine societaria le tre risorse chiave che si occupano della gestione delle vendite e dei clienti. La quota di possesso di Fope è infatti pari al 75% del capitale e il restante 25% è di proprietà dei tre manager locali.

Il mercato italiano, in crescita del 9% YoY, ha beneficiato principalmente del contributo dei volumi di vendita realizzati con i concessionari che operano nelle aree turistiche oltre che al contributo positivo della boutique di Venezia.

Con riferimento invece ai mercati "RoW", i principali mercati in cui è presente Fope (su tutti USA e Emirati Arabi) hanno continuato a segnare un trend di crescita. Segnaliamo inoltre l'apertura di nuovi concessionari in Australia e Nuova Zelanda.

Migliora in modo considerevole anche la marginalità, che passa dal circa 14% a circa 19.5%. L'incidenza dei costi operativi rispetto al fatturato è migliorata per tutte le voci di costo tranne per i costi relativi al personale a causa soprattutto dell'ingresso di 4 nuove risorse qualificate destinate a Fope Jewellery Limited.

Gli investimenti in immobilizzazioni sono pari a circa €3.5 mln e sono riferiti principalmente ad attrezzature e apparecchiature tecnologiche utilizzate nel processo produttivo, beni a supporto dell'attività commerciale (stand per la fiera di Basilea) e l'avanzamento lavori riferiti all'ampliamento della sede (non soggetta ad ammortamento).

Nonostante le Capex del 2018 siano state più elevate rispetto a quelle stimate, la NFP è migliore rispetto alle nostre stime (Actual di €0,1 mln vs Forecast di €1.2 mln). Questo risultato è stato possibile oltre che per merito del flusso generato dalla gestione reddituale anche grazie a una gestione più efficiente della riscossione dei crediti commerciali (DSO passa da 104gg a 92.5gg) soprattutto per l'effetto positivo del mercato americano. Per i debiti commerciali, tuttavia, Fope non ha modificato le politiche di gestione dei pagamenti e il miglioramento in termini di giorni di rotazione è imputabile alla scadenza temporale di alcuni pagamenti effettuati oltre la chiusura dell'esercizio. L'incremento dello stock di magazzino di circa €1 mln è imputabile, oltre che a volumi di vendita più elevati, anche ad una disponibilità a fine esercizio di una quantità di materia prima "oro fino" e diamanti superiore rispetto all'anno precedente.

1.2 New estimates FY19E – FY22E

Table 3 – Estimates Updates

€/mln	FY2019E	FY2020E	FY2021E	FY2022E
Sales				
New	34,4	37,5	40,5	43,5
Old	33,1	35,8	38,7	41,8
Change	3,8%	4,8%	4,8%	4,2%
EBITDA				
New	7,0	7,9	8,6	9,4
Old	5,6	6,0	6,5	7,0
Change	24,6%	30,9%	32,7%	34,2%
EBITDA %				
New	20,3%	21,0%	21,3%	21,6%
Old	13,7%	16,6%	16,6%	16,6%
Change	47,9%	26,6%	28,3%	30,5%
EBIT				
New	5,7	6,5	7,2	7,9
Old	4,6	4,9	5,3	5,8
Change	23,3%	31,1%	34,4%	37,3%
Net Income				
New	3,9	4,5	5,0	5,6
Old	3,4	3,6	3,9	4,2
Change	15,0%	23,7%	27,3%	32,0%
NFP				
New	1,2	-0,3	-2,1	-4,3
Old	-2,0	-4,9	-8,1	-11,6
Change	-160,2%	-94,3%	-73,6%	-63,2%

Source: Integrae SIM

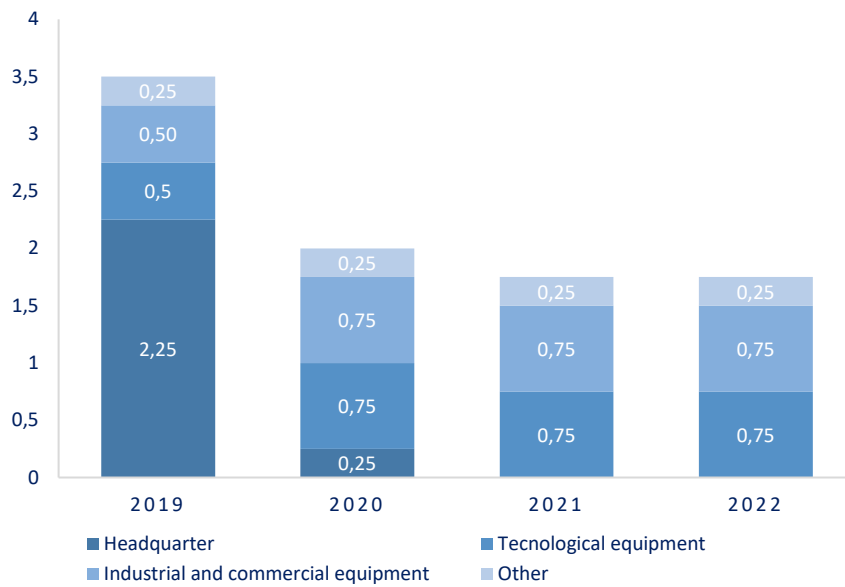
Stimiamo CAGR 18-22E di circa 8.6% con Sales che passano da €31.26 mln del FY18A a circa €43.5 mln nel FY22E. Abbiamo stimato tale crescita includendo volumi di vendita sempre più rilevanti sui mercati esteri, su tutti: USA, Regno Unito, Germania e Emirati Arabi.

In linea con quanto avvenuto nel FY18A, abbiamo stimato una gestione leggermente più efficiente dei costi operativi considerando le economie di scala che maggiori volumi di vendita possono generare. Inoltre, non ci aspettiamo un aumento rilevante dei costi del personale per i prossimi anni (al contrario di quanto avvenuto nel FY18A) ma piuttosto una graduale diminuzione dell'incidenza fino ad arrivare a fine piano a circa quanto è stato registrato nel FY17A.

Il peggioramento rispetto alle nostre precedenti stime della NFP risente della revisione delle nostre stime relative alle Capex: per gli anni FY19E-22E avevamo stimato circa €4.8 mln mentre nella nostra revisione abbiamo incrementato tale importo a circa €9 mln.

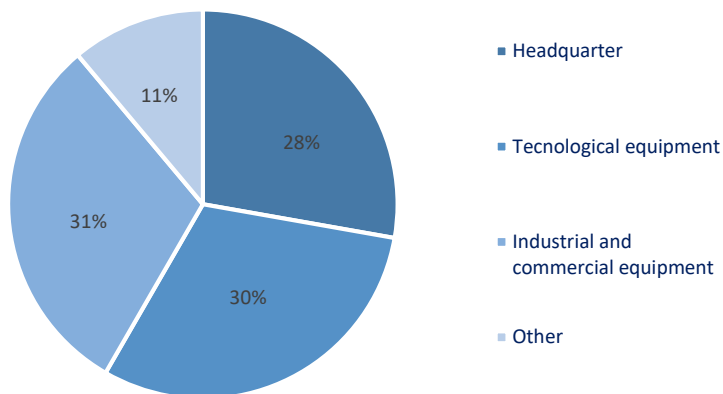
1.3 Investment plan FY19E – FY22E

Chart 2 – Capex Breakdown FY19E-FY22 (year)



Source: Integrae SIM

Chart 3 – Capex Breakdown FY19E-FY22 (plan period)



Source: Integrae SIM

2. Valuation

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

2.1 DCF Method

Table 4 – WACC

WACC		10,47%
Risk Free Rate	2,00% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	9,02% Beta Adjusted	0,93
D/E (average)	25,00% Beta Relevered	1,10
Ke	12,91% Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2.5%. Ne risulta quindi un WACC di 10.47%

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		42,2
FCFO actualized	10,5	25%
TV actualized DCF	31,8	75%
Enterprise Value	42,3	100%
NFP (FY18A)	0,1	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di €42.2 mln.**

Evidenziamo come, nonostante le stime riviste al rialzo per gli anni di piano FY19E-22E, il DCF method restituisce un “*enterprise value*” molto simile a quello della nostra precedente nota (€ 42.2 mln) in quanto il piano investimenti stimato molto più “aggressivo” impatta in modo rilevante sui flussi di cassa.

Table 6 – Equity Value - Sensitivity analysis

€/mln	Growth rate (g)	WACC						
		9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%
2,5%		60,4	55,7	51,7	48,2	45,1	42,3	39,9
2,0%		56,8	52,7	49,1	45,9	43,1	40,6	38,4
1,5%		53,7	50,1	46,8	44,0	41,4	39,1	37,0
1,0%		51,0	47,7	44,8	42,2	39,8	37,7	35,8
0,5%		48,7	45,7	43,0	40,6	38,4	36,5	34,7
0,0%		46,6	43,8	41,4	39,2	37,1	35,3	33,7
-0,5%		44,7	42,2	39,9	37,8	36,0	34,3	32,7

Source: Integrae SIM

2.2 Market multiples

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

Table 7 – Peers main ratios

FY18A	Fope S.p.A.		Pandora A/S		Tiffany & Co.		Compagnie Financiere Richemont		KeringSA		LVMH Most		Hermes International		Peer Median
	Italy	Denmark	USA	Switzerland	France	France	France	France	France	France	France	France	France	France	
Country															
Mkt Cap (€/mln)	37,51	35.528	11.937	42.491	64.478	161.710	62.054	52,272							
EV (€/mln)	37,61	5.292	11.019	34.927	65.212	167.876	59.230	47,079							
Growth YoY															
Net Sales	11,5%	0,1%	4,2%	3,1%	26,3%	9,8%	6,7%	5,4%							
Ebitda	55,2%	-12,7%	7,7%	2,5%	38,2%	15,9%	11,8%	9,8%							
Ebit	61,3%	-17,4%	10,2%	4,5%	47,3%	21,4%	13,3%	11,7%							
Net Income	43,5%	-12,5%	-4,7%	52,1%	108,0%	18,4%	14,1%	16,3%							
Profitability															
ROE	20,9%	78,0%	11,8%	8,1%	34,0%	20,7%	28,3%	24,5%							
ROI	52,1%	38,9%	11,7%	6,8%	15,0%	14,6%	31,6%	14,8%							
ROIC	30,9%	50,8%	19,9%	8,7%	19,9%	19,8%	46,5%	19,9%							
ROCE	22,9%	78,0%	18,5%	16,2%	34,0%	20,7%	28,3%	24,5%							
ROA	15,4%	27,5%	8,5%	10,4%	15,8%	8,8%	20,9%	13,1%							
EBITDA %	19,5%	32,5%	24,0%	21,7%	30,9%	26,0%	38,3%	28,4%							
EBIT %	15,9%	28,2%	18,6%	14,8%	27,2%	21,0%	35,6%	24,1%							
Net Income %	10,7%	22,1%	8,9%	11,1%	27,2%	13,6%	22,0%	17,8%							
Dividend Yield	4,8%	0,8%	4,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%							
EPS	0,5	47,17	4,77	2,16	29,49	12,64	13,31	13,0							
Capital Structure															
Debt/Asset	0,18 x	0,35 x	0,18 x	0,32 x	0,21 x	0,15 x	0,01 x	0,20 x							
Debt/Equity	0,36 x	1,04 x	0,31 x	0,56 x	0,45 x	0,32 x	0,01 x	0,39 x							
Interest Coverage	-22,58 x	214,37 x	N/A	28,37 x	44,20 x	61,20 x	N/A	52,70 x							
NFP/EBITDA	0,02 x	0,71 x	0,03 x	-0,09 x	0,54 x	0,53 x	-0,45 x	0,28 x							
Equity/Asset	0,50 x	0,33 x	0,59 x	0,57 x	0,47 x	0,46 x	0,75 x	0,52 x							
Asset Utilization															
Quick Ratio	2,12 x	0,55 x	2,10 x	2,20 x	0,48 x	0,46 x	0,28 x	0,52 x							
Fixed Asset Turnover	3,36 x	9,20 x	4,63 x	5,08 x	6,08 x	3,23 x	4,18 x	4,86 x							
Asset Turnover	0,97 x	1,24 x	0,86 x	0,51 x	0,58 x	0,65 x	0,90 x	0,75 x							

*Dati FY17A

Source: Bloomberg

Table 8 – Peer stock performance

Company Name	1W	1M	3M	6M	YTD
Pandora A/S	2,1%	-6,9%	20,8%	-20,1%	20,8%
Tiffany & Co.	2,0%	11,4%	31,5%	-17,3%	31,5%
Compagnie Financiere Richemont	2,7%	-5,1%	15,1%	-9,3%	15,1%
Kering SA	3,5%	6,1%	24,9%	11,4%	24,9%
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton	4,5%	8,4%	26,8%	8,3%	26,8%
Hermes International SCA	0,7%	5,4%	21,4%	3,2%	21,4%
Median	2,4%	5,8%	23,2%	-3,1%	23,2%
FOPE	6,3%	11,6%	15,5%	7,6%	11,3%

Source: Bloomberg

Table 9 – Market Multiples

Company name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)			P/E (x)		
	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E
Pandora A/S	6,1	5,8	5,5	7,4	7,7	7,1	9,0	7,8	7,2
Tiffany & Co.	11,1	10,4	9,6	14,3	13,3	12,1	20,1	18,3	16,9
Compagnie Financière Richemont SA	11,1	10,0	9,1	14,3	12,6	12,0	18,9	16,8	15,7
Kering SA	10,7	9,7	9,0	12,1	10,9	10,0	16,0	14,4	13,2
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE	11,6	10,8	10,0	14,1	13,0	12,1	19,5	17,9	16,5
Hermes International SCA	20,5	18,8	17,5	22,8	20,8	19,6	35,9	32,7	30,7
Peer Median	11,1	10,2	9,4	14,2	12,8	12,0	19,2	17,3	16,1

Source: Infinaicals

Table 10 – Market Multiples Valuation

€/mln	2019E	2020E	2021E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	77,5	80,2	80,7
EV/EBIT	80,5	82,9	86,2
P/E	74,4	77,5	80,1
Equity Value			
EV/EBITDA	76,3	80,5	82,8
EV/EBIT	79,3	83,1	88,3
P/E	74,4	77,5	80,1
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	57,2	60,4	62,1
EV/EBIT	59,5	62,4	66,3
P/E	55,8	58,2	60,1
Average	57,5	60,3	62,8

Source: Integrae SIM

L'equity value di Fope utilizzando i market multiples EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E risulta essere pari a circa € 80.3mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità che il titolo Fope ha rispetto alle società incluse nel panel oltre che a una capitalizzazione più bassa. Pertanto, ne risulta un **equity value di € 60.2mln.**

2.3 Equity Value

Table 11 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	51,2
Equity Value DCF (€/mln)	42,2
Equity Value multiples (€/mln)	60,2
Target Price (€)	10,24

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a circa € 51.2 mln. Il target price è quindi di € 10.24 (prev. €9.0). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 12 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA	7,3x	6,5x	5,9x
EV/EBIT	9,0x	7,9x	7,2x
P/E	13,2x	11,4x	10,3x

Source: Integrae SIM

Table 13 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA	5,4x	4,8x	4,4x
EV/EBIT	6,6x	5,8x	5,2x
P/E	9,7x	8,4x	7,5x

Source: Integrae SIM

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: Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi and Mattia Petracca. 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	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
05/09/2018	7.00	Buy	9.0	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 INTEGRAE SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integrae SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies).

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

Conflict of interest

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

Integrae SIM S.p.A. It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Nominated Adviser of the Fope S.p.A.;

Integrae SIM S.p.A. It pays, or has paid in the past 12 months inside of the engagement of specialist, research services in favor of Fope S.p.A.;

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