

Data produzione: 25 Marzo 2020 - h 18.30

Data pubblicazione: 26 Marzo 2020 - h 7.00

BFC	Italy	FTSE AIM Italia	Media
Rating: BUY (Unch.)	Target Price: €3,15 (Unch.)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	2,94%	21,74%	12,90%	23,89%
to FTSE AIM Italia	18,12%	40,00%	33,77%	51,11%
to FTSE STAR Italia	27,77%	49,32%	31,38%	41,32%
to FTSE All-Share	31,81%	51,86%	37,03%	45,45%
to FTSE Mid Caps	31,23%	52,82%	38,31%	49,95%

Activity

Blue Financial Communication è una casa editrice indipendente con sede a Milano specializzata nell'informazione sul personal business sui prodotti finanziari, con particolare attenzione al mondo del risparmio gestito e della distribuzione. Nata nel 1995 ha sviluppato un'ampia gamma di contenuti informativi sia su carta stampata sia online attraverso siti specializzati. A settembre 2019 viene lanciato il nuovo brand BFC Media che raggruppa le divisioni operative del gruppo.

Stock Data

Price	€ 1,40
Target price	€ 3,15
Upside/(Downside) potential	125%
Bloomberg Code	BLUE IM
Market Cap (€m)	4,45
EV (€m)	5,36
Free Float	23,62%
Share Outstanding	3.175.000
52-week high	€ 1,78
52-week low	€ 0,87
Average daily volumes (3m)	25.000

FY19 Results

I risultati del FY19 sono positivi. Il fatturato, in crescita del 43% YoY a €7,84 mln, risulta tuttavia leggermente inferiore alle nostre stime (€8,12 mln). Grazie agli investimenti effettuati nel corso degli ultimi 4 anni, il CAGR 2015-2019 è del 42,2%. L'Ebitda del FY19 risulta in crescita del 28,8% a €0,92 mln e superiore alle nostre stime (+2,2%). La maggiore dinamica del fatturato rispetto all'Ebitda, quale effetto della minore iniziale redditività degli investimenti dell'anno (€1,12 mln), ha consentito una flessione dell'Ebitda margin all'11,8% (dal 13,1% del FY18). La PFN cresce di €0,57 mln a €0,91 mln quale effetto degli investimenti, ma soprattutto per il supporto alla forte crescita realizzata: il CCN cresce di €0,91 mln a €2,26 mln (era €0,35 mln nel

Estimates Update

Gli investimenti e i costi conseguenti, maggiori delle nostre stime, non ci consentono di mantenere le stime per il periodo 2020-23F. Abbiamo quindi operato un fine-tuning, lasciando invariato il fatturato, ma riducendo l'Ebitda mediamente del 5% per ciascuno degli anni evidenziati. Stimiamo CAGR 19-23E del 22,7% a €17,7 mln (da €8,12 mln del FY19) delle sales e del 50,6% a €4,75 mln (da €0,92 mln) dell'Ebitda rispettivamente nel 2023E. In linea con quanto avvenuto nel 2019, abbiamo stimato una gestione leggermente più efficiente dei costi operativi considerando le economie di scala che maggiori volumi di vendita possono generare.

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity di BFC sulla base della metodologia DCF e dei multipli di mercato di un campione di società comparabili. A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2.5%. Il DCF conduce ad un equity value di €11,3 mln, mentre la metodologia dei multipli esprime un valore - al netto dello sconto del 25% per tenere conto della minore liquidità di BFC rispetto ai comparables del nostro campione - di €8,7 mln. La media dei due valori costituisce il nostro target price: €3,15 (Invariato) per azione. Invariato anche il nostro BUY rating e il nostro medium risk.

Key Financials (€m)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Sales	7,84	10,00	14,66	16,13
EBITDA	0,92	1,88	3,55	4,15
EBIT	0,12	1,13	2,77	3,33
Net Profit	0,18	0,58	1,65	2,05
EPS (€)	0,06	0,18	0,52	0,65
EBITDA margin	11,8%	18,8%	24,2%	25,7%
EBIT margin	1,5%	11,3%	18,9%	20,7%

Main Ratios	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	5,8	2,8	1,5	1,3
EV/EBIT (x)	45,1	4,7	1,9	1,6
P/E (x)	25,2	7,7	2,7	2,2

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

1. Economics & Financials

Fig. 1 – Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Sales	5,47	7,84	10,00	14,66	16,13	17,74
Other Revenues	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Value of Production	5,47	7,84	10,00	14,66	16,13	17,74
COGS	1,95	2,32	2,75	3,63	3,91	4,30
Commercial costs	0,48	1,25	1,50	2,09	2,25	2,43
Services	1,25	1,78	1,90	2,57	2,77	2,98
Employees	0,55	0,66	0,83	1,19	1,28	1,38
Provisions	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Other Operating Expenses	0,53	0,91	1,14	1,64	1,76	1,90
EBITDA	0,72	0,92	1,88	3,55	4,15	4,75
<i>EBITDA Margin</i>	<i>13,1%</i>	<i>11,8%</i>	<i>18,8%</i>	<i>24,2%</i>	<i>25,7%</i>	<i>26,7%</i>
D&A	0,57	0,80	0,75	0,78	0,82	0,90
EBIT	0,15	0,12	1,13	2,77	3,33	3,85
<i>EBIT Margin</i>	<i>2,8%</i>	<i>1,5%</i>	<i>11,3%</i>	<i>18,9%</i>	<i>20,7%</i>	<i>21,7%</i>
Financial Management	(0,05)	0,13	(0,02)	0,00	(0,00)	(0,00)
EBT	0,10	0,25	1,12	2,77	3,33	3,84
Third parties	0,04	0,01	0,05	0,06	0,08	0,10
Taxes	0,06	0,06	0,49	1,06	1,20	1,40
Net Income	0,01	0,18	0,58	1,65	2,05	2,34
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Fixed Asset	1,70	1,79	2,80	2,50	2,98	3,49
Account receivable	1,30	2,53	2,58	3,35	3,70	4,50
Inventories	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Account payable	1,05	1,54	1,89	2,25	2,40	2,60
Operating Working Capital	0,25	0,99	0,69	1,10	1,30	1,90
Other Receivable	0,28	0,91	0,20	0,30	0,33	0,37
Other Payable	0,19	0,64	0,25	0,25	0,28	0,32
Net Working Capital	0,35	1,26	0,64	1,15	1,35	1,95
Severance Indemnities & Provision	0,04	0,06	0,04	0,05	0,05	0,05
NET INVESTED CAPITAL	2,01	2,99	3,40	3,60	4,28	5,39
Share Capital	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
Reserves and Retained Profits	1,51	1,75	1,84	2,13	2,96	3,98
Net Profit	0,01	0,18	0,58	1,65	2,05	2,34
Equity	1,66	2,08	2,57	3,93	5,16	6,47
Cash and Cash Equivalent	0,76	0,62	0,40	0,50	1,10	1,33
Short-Term Financial debt	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ML Term Financial Debt	1,10	1,53	1,23	0,17	0,23	0,25
Net Financial Position	0,34	0,91	0,83	(0,33)	(0,87)	(1,08)
TOTAL SOURCES	2,01	2,99	3,40	3,60	4,28	5,39
CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
EBIT	0,15	0,12	1,13	2,77	3,33	3,85
Taxes	0,10	0,07	0,54	1,12	1,28	1,50
NOPAT	0,06	0,05	0,59	1,65	2,05	2,35
D&A	0,57	0,80	0,75	0,78	0,82	0,90
Change in receivable	(0,07)	(1,22)	(0,05)	(0,77)	(0,35)	(0,80)
Change in inventories	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Change in payable	0,38	0,48	0,35	0,36	0,15	0,20
Change in OWC	0,30	(0,74)	0,30	(0,41)	(0,20)	(0,60)
Other Changes	(0,07)	(0,18)	0,32	(0,10)	0,00	0,00
Change in Provision	0,01	0,02	(0,02)	0,01	0,00	0,00
OPERATING CASH FLOW	0,86	(0,04)	1,94	1,93	2,67	2,65
Investments	(1,27)	(0,90)	(1,76)	(0,48)	(1,30)	(1,41)
FREE CASH FLOW	(0,40)	(0,94)	0,19	1,45	1,37	1,24
Financial Management	(0,05)	0,13	(0,02)	0,00	(0,00)	(0,00)
Change in Payable to Banks	0,33	0,43	(0,30)	(1,06)	0,05	0,02
Change in Equity	(0,11)	0,24	(0,09)	(0,29)	(0,83)	(1,02)
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	(0,24)	(0,14)	(0,22)	0,10	0,60	0,23

Source: BFC Media and Integræ SIM estimates

1.1 FY19 Results

I risultati del FY19 sono positivi. Il fatturato, in crescita del 43% YoY a €7,84 mln, risulta tuttavia leggermente inferiore alle nostre stime (€8,12 mln). Grazie agli investimenti effettuati nel corso degli ultimi 4 anni, il CAGR 2015-2019 è del 42,2%.

L'Ebitda del FY19 risulta in crescita del 28,8% a €0,92 mln e superiore alle nostre stime (+2,2%). La maggiore dinamica del fatturato rispetto all'Ebitda, quale effetto della minore iniziale redditività degli investimenti dell'anno (€1,12 mln), ha consentito una flessione dell'Ebitda margin all'11,8% (dal 13,1% del FY18). In marginale flessione rispetto al FY18 risulta l'Ebit (€0,12 mln rispetto a €0,15 mln del FY18) quale conseguenza dei maggiori ammortamenti (+42,2%) rispetto al FY18, connessi agli investimenti.

La PFN cresce di €0,57 mln a €0,91 mln quale effetto degli investimenti, ma soprattutto per il supporto alla forte crescita realizzata: il CCN cresce di €0,91 mln a €2,26 mln (era €0,35 mln nel FY18).

Fig. 2 – Economics & Financials

2019	Actual	Forecast	% ch
Sales	7,84	8,12	-3,5%
Ebitda	0,92	0,90	2,6%
<i>Ebitda margin</i>	<i>11,8%</i>	<i>11,1%</i>	
Ebit	0,12	0,36	-66,7%
<i>Ebit margin</i>	<i>1,5%</i>	<i>4,4%</i>	

Source: BFC Media and Integrae SIM estimates

Il 2019 ha visto il consolidamento e la crescita delle diverse aree di attività del gruppo in linea con gli obiettivi del piano quinquennale presentato al mercato. Al 31 dicembre 2019, il Gruppo BFC Media è strutturato nel modo seguente:

- 3 sedi: Milano, Londra, Hong Kong;
- 50 giornalisti;
- 5 Magazine: Forbes, Bluerating, Private, Asset, Cosmo con oltre 120 pagine pubblicitarie al mese;
- 8 siti web verticali con oltre un milione di visitatori unici e oltre 3 milioni di pagine mensili;
- 230.000 iscritti ai siti e 20 newsletter settimanali;
- 220.000 follower nei vari social network;
- 25 format BFCvideo con oltre 600 produzioni originali per i canali SKY, TV SAT e BFCvideo;
- 32 eventi ForbesLIVE e oltre 100 corsi di formazione online, convegni e fiere.
- Il fatturato è diversificato e originato da oltre 400 clienti attivi di cui il 58% pubblicità sui magazine, il 15% digital, il 20% da eventi e formazione e per il restante 7% dal nascente settore video.

Anche nel corso del 2019 il lavoro del management ha portato risultati intangibili molto importanti che, siamo convinti, non mancheranno di produrre reddito nei prossimi anni. Di seguito gli obiettivi raggiunti nel 2019 e contenuti nel piano quinquennale presentato al mercato:

- **MAGAZINE.** Forbes si posiziona come il brand di riferimento per la business community nel mondo e si conferma tale anche per il mercato italiano. Anche i mensili BLUERATING (per il mondo dei consulenti e dei distributori di servizi finanziari), ASSET (per il mondo dell'asset management) e PRIVATE

(per il mondo del private banking), si confermano leader di un settore molto ricco e in costante crescita.

- **WEB e SOCIAL.** Il lancio di Forbes.it è stato un successo e il sito ha superato un milione di utenti unici ogni mese con oltre 200.000 follower in rapida crescita. I siti verticali quali Bluerating.com e Finanzaoperativa.com hanno un target ben definito e consolidato per progetti di comunicazione mirati.
- **GOORUF.** Il social network della consulenza e dell'informazione finanziaria ha emesso il suo token GoorufCoin nel mese di maggio 2019 e nel mese di giugno le attività asiatiche sono passate sotto il controllo della società di Londra Gooruf LTD, al fine di agevolare la prossima crescita anche attraverso operazioni di partnership.
- **BFCspace.** Il 9 luglio 2019 BFC Media ha acquisito il 50,01% della casa editrice GRUPPO B EDITORE che da anni editava i mensili LE STELLE e ORIONE, con l'obiettivo di sviluppare una nuova linea di business verticale legata al crescente interesse per l'industria della NEW SPACE ECONOMY e per offrire servizi di info entertainment alla comunità mondiale degli appassionati di astronomia. Tale progetto prevede anche il lancio di un satellite con un telescopio da mettere a disposizione degli appassionati con un modello innovativo unico al mondo e che verrà presentato entro l'anno in corso. Inoltre, in ottobre è stato lanciato il nuovo magazine mensile COSMO (nato dalla fusione di Le Stelle e Orione) e messo online il nuovo sito www.BFCspace.com.
- **BFCvideo.** Dal 12 giugno è in onda il nuovo canale BFC al numero 511 della piattaforma SKY, e al numero 61 di TV SAT. Infatti, dopo 10 mesi di produzioni video indipendenti, con 16 format e oltre 600 produzioni originali, BFC Media ha deciso di agire autonomamente nel mondo delle produzioni video. Il 7 ottobre a Milano è stato presentato il nuovo palinsesto per il 2020 con 25 nuove produzioni originali. Nel frattempo, la società stati definiti accordi con partner per nuovi progetti e collaborazioni con editori e piattaforme leader quali: EURONEWS, BLOOMBERG TELEVISION, ASKANNEWS e TATATU. Nel quadro delle partnership ad alto valore aggiunto, BFC video ha prodotto anche una serie a puntate in collaborazione con Facebook con il progetto che è stato presentato alla Triennale di Milano il 20 settembre.
- **BFCvoice.** Nel mese di agosto scorso sono state avviate le prime produzioni di BFCvoice. A tal proposito è stato realizzato uno studio di produzione audio nella sede di Milano e sono in programma varie iniziative per integrare l'offerta di servizi multimediali attraverso i podcast.
- **BLUEadvisor.** La piattaforma di servizi on demand per i consulenti finanziari è stata arricchita con nuove funzioni quali la gestione dell'emissione fatture e le prime applicazioni blockchain per la certificazione delle competenze dei consulenti e la conferma dell'iscrizione all'ALBO professionale. Prosegue inoltre lo sviluppo dei contenuti nella sezione ottimizzazione dei portafogli finanziari.
- **BLUEacademy e BLUEmaster.** Nel corso del primo semestre si sono attivati accordi con importanti partner per la sezione academy fra cui Teseo, Giunti Academy e SIAT. Inoltre, si sono tenuti oltre 100 momenti formativi fra corsi in aula, webinar e road show. Nel quarto trimestre è iniziato il primo EXECUTIVE MASTER in CORPORATE SOCIAL
- **RESPONSABILITY MANAGEMENT.** Il database di soggetti iscritti agli eventi e ai momenti formativi organizzati da BFC Media è di oltre 30.000 unità con alta profilazione e qualità dei soggetti.

Da evidenziare che, a differenza di molti altri editori, BFC Media non riceve alcun contributo pubblico.

L'intenso lavoro del management consente a BFC Media di presentarsi al mercato con una offerta rinnovata, grazie anche al consolidamento dell'accordo con Forbes, al definitivo lancio di BlueAdvisor, eliminando e/o incorporando tutti quei prodotti a bassa marginalità e con un palinsesto televisivo importante.

1.2 New estimates FY20E – FY23E

A supporto della crescita futura attesa, nel corso dei primi mesi del 2020 per far fronte alle nuove iniziative, BFC Media ha acquisito e ristrutturato nuovi uffici in Via Melchiorre Gioia 55/b, dove sono state trasferite le attività amministrative e commerciali del gruppo.

Inoltre, in data 10 marzo 2020, BFC Media ha presentato la sua domanda di partecipazione al bando di gara indetta dal MIPAAF Ministero delle Politiche Agricole Alimentari e Forestali, per il: "Servizio di raccolta, elaborazione e diffusione del segnale televisivo originato dalle riprese delle corse negli ippodromi italiani e stranieri e servizi annessi" del valore complessivo a base d'asta pari a € 54,99 mln (IVA esclusa). A tal fine BFC Media ha ottenuto le certificazioni necessarie per garantire la massima efficienza e sicurezza della sua organizzazione. Il progetto preparato da BFC Media, avvalendosi dell'esperienza e della collaborazione di numerosi esperti dei vari settori coinvolti, coprirà quanto richiesto dal bando, ma ampliando gli aspetti trattati alle tematiche sportive, culturali e sociali sul mondo del cavallo.

Gli investimenti e i costi conseguenti agli stessi, maggiori delle nostre stime, non ci consentono di mantenere le stime per il periodo 2020-23F. Abbiamo di conseguenza operato un fine-tuning delle stesse, lasciando invariato il fatturato, ma riducendo l'Ebitda mediamente del 5% per ciascuno degli anni evidenziati. Nel contempo abbiamo stimato il 2023E.

Fig. 3 – Estimates Updates

€ mln	2020E			2021E			2022E		
	New	Old	% ch	New	Old	% ch	New	Old	% ch
Sales	10,00	10,10	-1,0%	14,66	14,66	0,0%	16,13	16,13	0,0%
Ebitda	1,88	2,00	-5,9%	3,55	3,76	-5,5%	4,15	4,37	-5,0%
<i>Ebitda margin</i>	<i>18,8%</i>	<i>19,8%</i>		<i>24,2%</i>	<i>25,6%</i>		<i>25,7%</i>	<i>27,1%</i>	
Ebit	1,13	1,55	-27,0%	2,77	3,29	-15,7%	3,33	3,87	-13,9%
<i>Ebit margin</i>	<i>11,3%</i>	<i>15,3%</i>		<i>18,9%</i>	<i>22,4%</i>		<i>20,7%</i>	<i>24,0%</i>	

Source: Integrae SIM

Stimiamo CAGR 19-23E delle sales del 22,7% a €17,7 mln (da €8,12 mln del FY19) e del 50,6% a €4,75 mln (da €0,92 mln) dell'Ebitda rispettivamente nel 2023E.

In linea con quanto avvenuto nel 2019, 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 già avvenuto nel 2019) ma piuttosto una graduale diminuzione dell'incidenza fino ad arrivare al FY23E al 7,8% (8,4% nel FY19).

RISCHI LEGATI ALLA DIFFUSIONE DEL VIRUS COVID-19

Secondo il management *“la diffusione del Coronavirus ha generato varie problematiche, in particolare per quanto riguarda la realizzazione di eventi e, tenendo conto che una parte delle attività di BFC Media si fonda sull’organizzazione di convegni e conferenze che basano una gran parte del loro successo sulla presenza fisica di partecipanti, tali eventi dovranno essere posticipati nella seconda parte dell’anno 2020. In questa fase, non è possibile stimarne puntualmente gli effetti, ma lo sarà solo nella prossima semestrale. BFC Media, nel rispetto della normativa imposta dal governo italiano, ha adeguato la sua struttura organizzativa privilegiando il cosiddetto smart working. Al momento, tutte le funzioni operative sono attive con esclusione degli eventi”*.

2. Valuation

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

2.1 DCF Method

Fig. 4 – WACC

WACC		11,52%
Risk Free Rate	1,65% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	7,37% Beta Adjusted	1,00
D/E (average)	0,00% Beta Relevered	1,00
Ke	11,52% Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2.5%. Ne risulta quindi un WACC dell'11,52%

Fig. 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		11,3
FCFO actualized	3,9	32%
TV actualized DCF	8,3	68%
Enterprise Value	12,2	100%
NFP (FY19A)	0,9	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di €11,3 mln.**

Fig. 6 – Equity Value - Sensitivity analysis

€/mln		WACC						
		10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%
Growth rate (g)	2,5%	15,4	14,3	13,4	12,6	11,9	11,3	10,7
	2,0%	14,6	13,7	12,9	12,1	11,5	10,9	10,3
	1,5%	13,9	13,1	12,4	11,7	11,1	10,5	10,0
	1,0%	13,3	12,6	11,9	11,3	10,7	10,2	9,7
	0,5%	12,8	12,1	11,5	10,9	10,4	9,9	9,4
	0,0%	12,3	11,7	11,1	10,6	10,1	9,6	9,2
	-0,5%	11,9	11,3	10,7	10,2	9,8	9,4	9,0

Source: Integrae SIM

2.2 Market multiples

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

Fig. 7 – Market Multiples – Publishing and Online

Publishing	EV/Ebitda				EV/Ebit				P/E			
	2019F	2020F	2021F	2022F	2019F	2020F	2021F	2022F	2019F	2020F	2021F	2022F
Thomson Reuters Corp.	24,1	19,6	18,3	16,5	40,4	29,8	28,0	23,6	51,9	37,7	33,6	30,5
Pearson PLC	7,7	9,6	9,6	9,7	9,9	13,7	14,1	13,9	10,0	14,1	14,0	14,1
FactSet Research Systems Inc.	21,1	19,9	18,9	17,4	22,1	21,2	20,5	18,9	27,1	26,4	25,1	23,3
S&P Global, Inc.	20,2	17,9	16,8	15,7	20,7	18,7	17,3	16,2	29,4	25,7	23,4	21,5
Cairo Communication S.p.A.	4,9	4,8	5,2		7,2	6,6	6,9		6,3	6,1	5,6	
GEDI Gruppo Editoriale S.p.A.	11,0	5,5	6,0		nm	16,4	14,0		19,0	23,1		
Media	14,8	12,9	12,5	14,8	20,1	17,7	16,8	18,2	24,0	22,2	20,4	22,3

Online	EV/Ebitda				EV/Ebit				P/E			
	2019F	2020F	2021F	2022F	2019F	2020F	2021F	2022F	2019F	2020F	2021F	2022F
Moneysupermarket.com Group plc	11,6	12,3	11,4	10,8	13,4	14,0	13,0	12,1	16,7	17,4	16,0	15,0
Gruppo MutuiOnline S.p.A.	14,4	13,6	12,9		19,4	15,4	14,5		18,5	17,8	16,4	
Triboo SpA	6,0	4,4	3,5		62,6	16,7	9,3			23,5	12,8	
Media	10,7	10,1	9,2	10,8	31,8	15,4	12,2	12,1	17,6	19,6	15,1	15,0
Media Ponderata	13,8	11,9	11,0	12,6	23,0	16,9	14,8	14,8	22,4	21,3	18,0	18,3

Source: InfFinancials

L'equity value di BFC Media utilizzando i market multiples EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E risulta essere pari a circa € 11,6 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità di BFC Media rispetto alle società incluse nel panel oltre che a una capitalizzazione più bassa. Pertanto, ne risulta un **equity value di € 8,7 mln.**

2.3 Equity Value

Table 8 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	10,0
Equity Value DCF (€/mln)	11,3
Equity Value multiples (€/mln)	8,7
Target Price (€)	3,15

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a € 10,0 mln. Il target price è quindi di € 3,15 (Invariato). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

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

Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. INTEGRÆ SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRÆ and other intermediaries: 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 Integræe SIM's currently Head of Equity Research. Mattia Petracca is currently a financial analyst.

Disclaimer

This publication was produced by INTEGRÆ SIM SpA. INTEGRÆ SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of March 29th 2011.

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

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

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

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

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
9/4/2019	0,895	Buy	3,58	Medium	FY18 Results

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

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRÆ SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRÆ SIM SpA shall not be directly and/or indirectly held liable for the correctness or completeness of said sources.

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRÆ SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRÆ SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRÆ SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integræe SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integræe SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRÆ SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integræe 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, Integræe 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) 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 BFC Media S.p.A.;
- Integrae SIM S.p.A. It pays, or has paid in the past 12 months inside of the engagement of specialist, research services in favor of BFC Medi S.p.A.;
- Integrae SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by BFC Media 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.