

Equity Update

Sector: IT Services

Target Price: €2,37

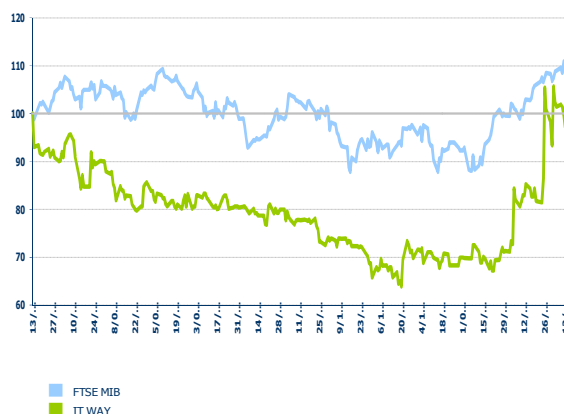
Rating: Buy

Year	Sales € mln	EBITDA € mln	EBIT € mln	Net profit € mln	Adj P/E €	EV/EBITDA x	EV/EBIT x	DPS €	Dividend Yield (%)
2013	99,9	2,5	1,9	-0,5	-27,2	12,4	16,4	0	n.m.
2014	86,2	2,6	2,2	-0,3	-53,0	11,4	13,7	0	n.m.
2015F	93,2	3,2	2,5	1,3	11,2	9,3	11,9	0,02	1,0%
2016F	100,7	3,5	2,8	1,5	9,9	8,6	10,8	0,02	1,0%

	Old	New
Rating	Hold	Buy
Risk Rating	Medium	Medium
Target Price (€)	1,61	2,37

Market Data (€)	
Close Price (€)	2,022
Share Outstanding (m)	7,20
Market Cap. (€/m)	14,56
Market Float (%)	45,13
Avg daily Vol. (000s)	25,2
Past 12 Months	2,37 / 1,31

Performance	3 M	12 M
Absolute	37,1	-4,2
Relative	14,4	-14,9



ITWAY
d o i t y o u r w a y

I risultati economici del FY14 sono in linea con le nostre stime. Migliore delle stime la PFN. I principali dati di bilancio 2014 del Gruppo Itway evidenziano un buon recupero della redditività industriale. Nonostante i ricavi consolidati abbiano subito una flessione del 12.3% YoY (-14% le nostre stime) raggiungendo €89,1 mln, l'Ebitda è invece cresciuto del 6% YoY (5,9% le nostre stime) a €2,6 mln, mentre l'Ebit è cresciuto del 16.1% YoY (+15,8% le nostre stime) a €1,9 mln. Il recupero di redditività è da leggersi in modo ancora più positivo alla luce del contesto macroeconomico che nel 2014 non è stato particolarmente positivo e caratterizzato da pesanti interventi di contenimento della spesa pubblica al servizio della stabilità finanziaria nei Paesi dell'Eurozona.

Invariate le stime FY15-16F. Lasciamo invariate le nostre stime per il biennio 2015-16. Stime che vedono un'ulteriore crescita dell'Ebitda margin che dovrebbe raggiungere il 3,2% nel 2015F e stabilizzarsi nel 2016F. Stimiamo inoltre un ritorno all'utile netto a partire dall'esercizio corrente.

Continua la flessione dell'indebitamento finanziario netto che evidenzia un miglioramento passando dai €16,6 mln di fine 2013 ai €15,4 mln del 31 dicembre 2014. Il miglioramento si deve all'importante opera del management nel contenimento e miglioramento del circolante portata avanti nel periodo, nonché per effetto della riduzione dei volumi di fine esercizio e all'utilizzo di factoring "pro soluto" dei crediti commerciali. In flessione le nostre stime 2015-16F di debiti finanziari netti a €14,9 e €13,8 mln rispettivamente.

Il CdA proporrà all'assemblea degli azionisti di rinnovare l'autorizzazione all'acquisto di azioni proprie, con un potenziale esborso che non dovrà essere superiore alle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. Al dicembre 2014 le azioni proprie in portafoglio erano n. 703.075, pari all'8.89% del capitale sociale.

La valutazione: rating Buy (da Hold), TP €2,37 (da €1,61), risk medium, invariato. Itway opera in un settore ciclico. La particolarità della struttura operativa e dell'approccio integrato al cliente riteniamo consenta di attenuare significativamente la ciclicità complessiva del business e, quindi, del rischio di impresa. Abbiamo condotto la valutazione attraverso due metodi di valutazione, ciascuna al 50%: il DCF e i multipli. Abbiamo applicato all'equity value risultante dalla metodologia dei multipli uno sconto del 20% per tenere conte della minore liquidità rispetto ai comparables. L'aumento del target price a stime di conto economico invariate deriva sia dalla riduzione delle stime dei debiti finanziari netti (che impatta sul valore derivante dalla metodologia dei multipli), sia dalla flessione dei rendimenti (che impatta direttamente l'equity value derivante dalla metodologia del DCF).

Antonio Tognoli
+39 02 7862 5303
antonio.tognoli@integrae.it

I risultati 2014

In un contesto macroeconomico che si conferma ancora non positivo e tuttora caratterizzato da pesanti interventi di contenimento della spesa pubblica al servizio della stabilità finanziaria nei Paesi dell'Eurozona - con particolare forza nei Paesi mediterranei ove il Gruppo svolge le principali attività - la politica industriale del Gruppo Itway ha continuato anche nel corso del 2014 a focalizzarsi sui segmenti di business a più alto valore aggiunto. Gli effetti positivi di questa politica si sono già visti sui mercati italiano, greco e turco, mentre negli altri Paesi in cui il Gruppo opera, il quadro congiunturale ha continuato ad influenzare negativamente l'andamento dell'esercizio. Ciò nonostante, come mostrano i principali risultati reddituali dell'esercizio 2014, il Gruppo Itway ha dimostrato di essersi saputo comunque posizionare a livello industriale nel modo più efficace per contrastare gli andamenti macroeconomici in atto ed essere pronto a cogliere tutte le opportunità in vista della ripresa economica mondiale.

Il settore VAD

Il settore Value Added Distribution (VAD) evidenzia al 31 dicembre 2014 ricavi in flessione del 16,3% YoY a €66 mln, ma l'Ebitda migliora a €1,2 mln (da €1,1 mln del 2013). Il miglioramento è stato reso possibile dalla strategia del management di contenimento dei costi, nonostante il mercato italiano, quello più importante per il Gruppo, abbia continuato a risentire degli effetti negativi della "situazione Paese" e della riorganizzazione distributive di alcuni vendor

La controllata turca ha ottenuto significativi ed importanti incrementi - sia percentuali che in valori assoluti - di volumi e margini, mantenendo la leadership nel segmento IT security del mercato nazionale (piazza che, al di fuori dall'area Euro, si conferma ad oggi una delle poche con significative prospettive di sviluppo).

La controllata greca, a riorganizzazione completata, si è mantenuta in equilibrio, nonostante la situazione difficile in cui continua a versare il Paese ellenico chiudendo il secondo esercizio consecutivo in utile.

La controllata francese, alla fine di un'ulteriore ristrutturazione, ha ridotto le perdite, ma chiude ancora l'esercizio 2014 con un risultato negativo. Le linee di business sono però state chiuse e risultano azzerati tutti i costi, quindi nel corso del 2015 non dovrebbero essere registrate ulteriori perdite significative. L'attività e il ruolo della controllata sono attualmente in fase di riconsiderazione anche alla luce del ruolo che il Gruppo sceglierà di avere in futuro sul mercato francese.

La controllata iberica è quella che più di tutte ha subito il peggioramento della situazione macroeconomica, con contrazioni sia di volumi che di margini che hanno determinato un risultato non ancora positivo. La controllata è in fase di ristrutturazione, sia come focus sulle linee distribuite che come struttura, operazione i cui effetti si coglieranno appieno solo a partire dal 2015.

Il settore VAR

L'esercizio 2014 dell'ASA VAR ha confermato il trend positivo iniziato negli esercizi precedenti, quando sono stati siglati alcuni contratti pluriennali importanti, sia in termini di volumi sia di tecnologie innovative applicate, consolidando volumi e livelli di redditività. Il 2015 è iniziato con un consistente portafoglio ordini, doppio rispetto a quello dello stesso periodo del 2014.

Nell'esercizio 2014 l'ASA VAR ha evidenziato ricavi in crescita dell'1,67% YoY a €23,1 mln. L'EBitda cresciuto dell'1,78% YoY a €1,42 mln.

Gli altri settori

A partire dal 2013 il Gruppo Itway ha fatto il suo ingresso in alcuni settori contigui, ma non coincidenti, a quelli storici VAD e VAR. Queste attività non hanno contribuito ancora in modo rilevante nel 2014 a formare i risultati dell'esercizio, ma sono importanti come testimonianza della strategia di arricchimento e diversificazione dei diversi segmenti business:

I nuovi settori sono:

- Gaming, tramite la partecipazione ad un concessionaria di gioco lecito, su concessione dell'Azienda Monopoli di Stato. La partecipazione del Gruppo Itway è peraltro focalizzata, come partner industriale, unicamente sul supporto tecnologico nella realizzazione e gestione della rete telematica di collegamento tra le macchine da gioco installate e l'Amministrazione Finanziaria;
- Servizi informatici "In the Cloud": "Managed Services", Servizi Gestiti per le PMI in ambiente Rete e Cloud in area Security, Storage Management, Business Continuity, Green IT, Energy Recovery, analisi intelligente dei flussi di videosorveglianza; tracking di persone e cose;
- Servizi assistiti nelle soluzioni N+SOC e MSSP, per il controllo di reti.

Le stime per il biennio 2015-16F

Invariate le nostre stime per il 2015-16F.

Il Gruppo Itway è da tempo ben posizionato nei mercati a valore aggiunto quali la Sicurezza dei sistemi informativi, la Virtualizzazione (ASA VAD, ASA VAR) e il nuovo ed emergente "Cloud Computing" (ASA VAS) e punta a continuare ad operare in questi settori con un ruolo di attore primario nel Sud Europa. Alcuni mercati, come quello del Cloud Computing, sono in crescita, e il Gruppo Itway vi opererà con un ruolo di start-up e concentratore d'iniziativa attraverso la nascente ASA VAS.

In questi mercati il Gruppo opererà soprattutto per aumentare le proprie quote di mercato, anche grazie all'introduzione di nuovi prodotti, e nel recupero di marginalità, accompagnando queste azioni con un'opera di contenimento importante del capitale circolante netto.

Secondo il management, per quanto riguarda Italia e Spagna solo ora comincia a circolare qualche previsione che parla di una qualche "ripresina" già a partire dall'anno in corso. Di tutt'altro tenore le stime per la Turchia (PIL + 4%), dove il management prevede che la controllata continuerà nella sua crescita a due cifre andando sempre più a consolidare la propria leadership di settore a livello nazionale.

In Grecia permangono incertezze su modi e tempi di uscita dalla crisi del Paese, mentre la Francia ormai non rappresenta più un mercato di riferimento per il Gruppo, almeno non con il ruolo che le era stato dato originariamente.

Riteniamo importante l'alleanza siglata con Libanica S.A nell'ottobre 2014, (azionista di Itway con l'8,3% del capitale) ha portato il Gruppo a decidere nell'ottobre 2014 di partecipare con una quota del capitale pari al 17,1% alla costituzione di Itway MENA, società con sede a Dubai - Sharja, negli Emirati Arabi Uniti. La società, sfruttando le conoscenze geopolitiche e tecniche di Libanica e quelle tecnico-specialistiche di Itway, punta ad espandersi nei mercati del Middle

East e in quelli del North Africa (MENA), in forte crescita soprattutto nel campo della Cybersecurity.

Fig. 1 – Il Conto Economico

Data in €m	2013	2014	2015F	2016F
Sales	99,9	86,2	93,2	100,7
Value of production	101,7	89,1	96,4	104,2
Raw Materials	-79,3	-68,3	-73,4	-79,4
Personnel costs	-11,3	-10,3	-11,2	-12,1
Other operating charges/Write off	-8,5	-7,9	-8,6	-9,3
Total costs	-99,2	-86,5	-93,2	-100,7
EBITDA	2,5	2,6	3,2	3,5
EBITDA margin%	2,5%	3,0%	3,4%	3,4%
Depreciations	-0,6	-0,4	-0,7	-0,7
EBIT	1,9	2,2	2,5	2,8
EBIT margin %	1,9%	2,5%	2,7%	2,7%
Net Financial Charges	-1,7	-1,5	-0,5	-0,5
Currencies Net	0,0	0,0	0,0	0,0
Extraordinaries/Others	0,0	0,0	0,0	0,0
Pre-Tax Profit	0,2	0,6	2,0	2,3
Taxes	-0,8	-0,9	-0,7	-0,8
tax-rate	-334,6%	35,0%	35,0%	35,0%
Minorities	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Profit	-0,5	-0,3	1,3	1,5

Fonte: Gruppo Itway e stime Integrae SIM. (2014 rettificato per costi straordinari del personale)

Fig. 2 – Lo Stato Patrimoniale

Data in €m	2013	2014	2015F	2016F
Net Working Capital	12,7	10,1	11,4	12,1
% on sales	12,7%	11,7%	12,2%	12,0%
Net Fixed Assets	16,6	17,6	15,6	15,4
Net investments	29,3	27,7	26,9	27,5
Pers Sev. and Tax Funds	-0,9	-1,8	-0,6	-0,5
NET CAPITAL EMPLOYED	28,4	25,9	26,3	27,0
Shareholders' equity	11,8	10,5	11,8	13,3
Minorities	0,0	0,0	0,0	0,0
Net debt	16,6	15,4	14,5	13,7
COVER	28,4	25,9	26,3	27,0

Fonte: Gruppo Itway e stime Integrae SIM.

Fig. 3- II Cash Flow Model

Data in €m	2013	2014	2015F	2016F
N.F.P. at year beginning	-23,5	-16,6	-15,4	-14,9
Cash Flow	1,1	1,3	1,8	2,0
NWC Change	7,9	2,6	-1,3	-0,7
PSF and Tax F. Allocations	-0,4	0,0	0,0	0,0
Operating Cash Flow	8,6	3,9	0,5	1,2
Capital Expenditures	-0,3	-1,4	-0,4	-0,4
Financial Investments	0,0	-0,5	0,0	0,0
Sale of Fixed Assets	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow	8,3	1,9	0,1	0,8
Dividends	0,0	0,0	0,0	0,0
Change in Equity	0,0	0,0	0,0	0,0
Others	-1,4	-0,7	0,3	-0,1
Change in NFP	6,9	1,2	0,4	0,7
N.F.P. at year end	-16,6	-15,4	-14,9	-14,2

Fonte: Gruppo Itway e stime Integrae SIM

La valutazione

Itway opera in un settore ciclico ma, siamo convinti, che la graduale creazione di un approccio integrato al cliente e lo spostamento del mix di ricavi verso quelli a maggior valore aggiunto, consentano di attenuare significativamente la ciclicità complessiva del business e, quindi, del rischio di impresa. In altre parole la durata media dei contratti, unita alle possibili sinergie operative ancora inesprese, dovrebbero consentire nei prossimi anni una volatilità dei risultati più contenuta rispetto ai principali comparables.

Visibilità del business e rischio connesso, sono due elementi decisamente importanti quanto si valuta una società, soprattutto in un momento congiunturale come quello attuale che vede le società alle prese con un rischio imprenditoriale decisamente più elevato rispetto a quello medio degli ultimi cinque anni.

Abbiamo condotto la valutazione di Itway attraverso due metodi di valutazione: il DCF e i multipli. Per il DCF abbiamo assunto le nostre stime puntuali fino al 2014F ed in seguito assunto un tasso di crescita dei ricavi del 4% fino al 2016F, compatibile con la ciclicità del business.

Di seguito i nostri dati di input:

- Risk free rate pari all'1.5%, quale rendimento dei BTP decennali (Bloomberg);
- Risk premium pari al 7,85%% (Prof. A. Damodaran per l'Italia)
- il market premium è quello calcolato dal Prof. A. Damodaran per l'Italia, pari a 7,85% (Aggiornamento Gennaio 2014);
- Il beta unlevered utilizzato è pari a 0,441%. Lo stesso è stato determinato sulla base del Beta medio relativo allo stesso campione di titoli comparabili usato per la determinazione dell'equity value con la metodologia dei multipli. Precisiamo che la scelta del periodo temporale (5 anni) e la frequenza delle osservazioni (settimanali) è stata scelta in funzione della massimizzazione della significatività della regressione lineare, espressa dal parametro R². Il Beta unlevered risultante dalla regressione lineare (0,441) è stato corretto sulla base della seguente formula: $Beta\ Adjusted = 0,441 * 0,67 + 1 * 0,33$ (Vedi E.J. Elton, M.J. Gruber, S.J. Brown, W.N. Goetzmann – Modern Portfolio Theory and Investment Analysis – John Wiley & Sons, 2009), arrivando a determinare il beta unlevered pari a 0,80. Lo stesso è stato poi levereggiato sulla base del D/E medio (1.279x) degli anni 2014-16F arrivando così a determinare il Beta levered, pari a 0,80.
- Long term growth prudenziale rate pari all'1%, compatibile con la ciclicità del business e prevedendo unicamente il recupero dell'inflazione di lungo periodo.

Ne risulta un WACC del 5,11%. Di seguito il nostro modello:

Fig. 4 – I principali dati di input

Main Input	
BTP 10 anni lordo	1,5%
Beta levered	0,80
1-T=t (tax rate)	34,1%
Debt/D+E	65%
Equity/D+E	35%
Rm-Rf=risk premium	8,7%
Ke=cost of capital=Rf+beta*(Rm-Rf)	8,5%
1-t	65,9%
interest rate	5,0%
Kd=cost of debt=(1-t)*interest rate	3,3%
LT growth	1,00%
WACC	5,11%

Fonte: elaborazione e stime Integrae SIM.

Fig. 5 – Il modello DCF

Discounted cash flow (dati in mln di euro)	2015F	2016F	2017F	2018F	2018F	TV
Sales	93,2	100,7	105,8	111,0	116,6	
EBIT	2,3	2,5	2,7	2,8	2,9	
EBIT margin	2,45%	2,51%	2,51%	2,51%	2,51%	
Tax rate	34,1%	34,1%	34,1%	34,1%	34,1%	
Imposte figurative sull'Ebit	1,5	1,7	1,7	1,8	1,9	
NOPAT	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0	
Ammortamenti	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	
Gross operating cash flow	1,5	1,7	1,7	1,7	1,8	
Variazione Capitale circolante netto	-0,8	-0,7	1,6	1,6	1,6	
Net operating cash flow	0,7	0,9	3,3	3,3	3,3	
Capex	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	
Free Cash Flow (FCF)	0,3	0,4	3,0	3,0	3,0	1,7
Discount factor	0,951	0,905	0,861	0,819	0,779	0,779
Discounted free cash flow	0,30	0,40	2,54	2,46	2,38	31,8

Fonte: Stime Integrae SIM

Il nostro modello DCF da una stima dell'equity value (dopo i debiti finanziari al 31 Dicembre 2014) di €17,14 mln, vale a dire €2,38 per azione. Di seguito la tabella relativa all'analisi di sensitività:

Fig. 6 – Sensitivity Analysis tra WACC e LTG

	3,61%	4,11%	4,61%	5,11%	5,61%	6,11%	6,61%
0,25%	3,77	2,89	2,23	1,70	1,27	0,91	0,62
0,50%	4,23	3,24	2,48	1,90	1,43	1,05	0,73
0,75%	4,78	3,63	2,78	2,12	1,61	1,19	0,84
1,00%	5,44	4,08	3,11	2,38	1,81	1,35	0,97
1,25%	6,23	4,62	3,49	2,66	2,03	1,52	1,11
1,50%	7,21	5,26	3,94	2,99	2,27	1,71	1,27
1,75%	8,45	6,03	4,46	3,36	2,55	1,93	1,44

Fonte: elaborazione Integræ SIM.

Abbiamo anche effettuato un'analisi dei multipli di alcune società europee quotate. Il nostro campione è formato da società europee operanti nei diversi settori di attività in cui opera Itway, nella supposizione che nella media dei ratios calcolati, ricadano anche quelli di Itway stessa.

Fig. 7 – I competitors

Società	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2014F	2015F	2016F	2014F	2015F	2016F	2014F	2015F	2016F
ECS Holdings Ltd.	6,7								
SYNNEX Corporation	14,1	10,8	10,0	9,7	7,4	6,8	10,8	8,2	7,8
EMC Corporation	15,7	13,1	11,8	7,5	6,7	6,1	9,8	9,0	8,3
Guidance Software Inc.	nm	nm	n.m.	n.m.	n.m.	27,2	nm	nm	nm
Sinodata Co Ltd	n.m.	116,5	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Positivo Informatica SA	15,6	5,7	3,3		4,6	4,3		6,9	6,3
Digital China Holdings Ltd	10,3	7,6	8,2	10,9	7,3	6,5	13,2	8,9	8,1
Hewlett-Packard Company	10,3	8,9	8,4	5,8	5,0	4,9	7,7	6,8	6,6
Media	12,11	27,10	8,34	8,47	6,17	9,29	10,38	7,98	7,41

Fonte: Stime Integræ SIM e Infinancials.

L'equity value calcolato attraverso la metodologia dei multipli, risulta di €21,2 mln. Allo stesso, abbiamo applicato uno sconto del 20%, raggiungendo un valore di €16,95 mln, in linea con quello risultante dalla metodologia dello sconto dei flussi di cassa, DCF (€17,14). La media dei valori risultanti dalle diverse metodologie, costituisce il target price: €2,37 per azione (al netto delle azioni proprie in portafoglio).

Il giudizio sulla ragionevolezza dello sconto è stato calcolato con riguardo alla minore liquidità rispetto ai comparables che, presumibilmente, caratterizzerà il titolo post quotazione. A tale riguardo si è tenuto conto anche dello studio condotto da W.L. Silber (Discount on restricted stock: the impact of liquidity on stock prices in Financial Analysis Journal, vol. 47, 1997, pp 60-64, più recentemente confermato da J.D. Finnerty, the impact of transfer restriction on stock prices, Working paper, Analsys Group/Economics, Cambridge, Ottobre 2002, che ha individuato uno sconto medio variabile tra il 15% e il 25%). Lo sconto di liquidità, diversamente dalla sconto di minoranza, non necessariamente è incorporato nelle quotazioni di mercato (T. Onesti, Sconti di minoranza e sconti di liquidità, Cedam, 2001). Si ritiene opportuno sottolineare che tale studio, che ha trovato grande applicazione negli Stati Uniti, è stato recentemente richiamato anche dalla scienza aziendalistica italiana quale strumento per la valutazione dello sconto per "lack of marketability" anche per i titoli quotati caratterizzati da contenuti volumi di

scambi tali da non renderne efficiente la formazione del prezzo (c.d. titoli sottili) (Cfr Landa, Zacchini, Onesti, La valutazione della Aziende, Giappichelli 2013, p.531 e ss.gg.).

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: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integrae SIM's current Head of Research, Associazione Italiana Analisti Finanziari – AIAF Board member, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV member, 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
21/07/2014	Hold	1,78	Medium	FY13 e 1Q14 Results
13/11/2014	Hold	1,61	Medium	1H14 Results
21/11/2014	Hold	1,61	Medium	9M14 Results

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.

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.

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

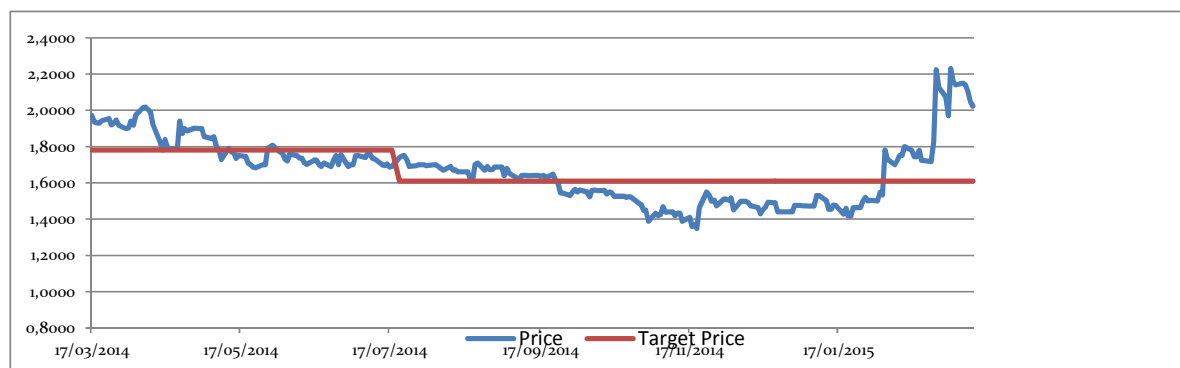
Risk Total Return - ETR - for different risk and rating categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR >= 7.5%	ETR >= 10%	ETR >= 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR <= -5%	ETR <= -5%	ETR <= 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRAE SIM SpA prefers to use for 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.

Price, target price and rating history (also see table above) in the last 12 months:



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 IT Way 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 IT Way S.p.A.*