

GRUPPO TPS *Italy* *FTSE AIM Italia* *Engineering*
Rating: BUY Target Price: Euro 8,48 (da € 9,4) Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	0,18%	0,30%	0,12%	-0,20%
to FTSE AIM Italia	0,75%	2,20%	3,45%	2,40%
to FTSE STAR Italia	-1,29%	-1,33%	-2,57%	-1,66%
to FTSE All-Share	-0,75%	-1,27%	-5,62%	0,85%
to EUROSTOXX	-1,06%	-0,24%	-4,34%	-5,36%
to MSCI World Index	-1,49%	-0,34%	-3,07%	-8,84%

Stock Data

Price	€ 4,22
Target price #)	€ 8,48
Upside/(Downside) potential	101,0%
Bloomberg Code	TPS IM EQUITY
Market Cap (€m)	€ 30,52
EV (€m)	€ 23,50
Free Float	24,59%
Share Outstanding	7.232.360
52-week high	€ 4,78
52-week low	€ 3,40
Average daily volumes (1y)	2.946

#) Fully diluted

Key Financials (€m)	2018A *	2019E	2020E	2021E
Sales	32,1	34,7	38,2	42,0
EBITDA	5,7	6,2	7,0	7,9
EBIT	3,7	3,8	4,2	4,8
Net Profit	2,4	2,4	2,6	3,0
EPS (€)	0,33	0,33	0,36	0,42
EBITDA margin	17,8%	17,9%	18,3%	18,9%
EBIT margin	11,5%	11,0%	11,0%	11,4%

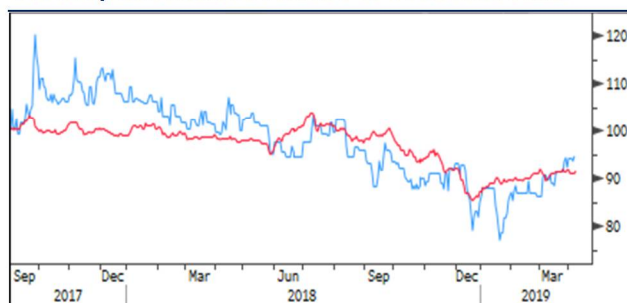
*) pro-forma

Main Ratios	2018A	2019E	2020E	2021E
EV/EBITDA (x)	4,1	3,8	3,4	3,0
EV/EBIT (x)	6,4	6,2	5,6	4,9
P/E (x)	12,7	12,9	11,7	10,2

Antonio Tognoli

+39 02 87208 703

antonio.tognoli@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia

Company overview

Il Gruppo TPS è specializzato nella fornitura di servizi tecnologici e supporto ingegneristico per l'industria aerospaziale, con particolare attenzione al mondo degli elicotteri più complessi, e l'industria automotive. La struttura del gruppo vede al vertice TPS SpA che opera come holding operativa che controlla diverse società ciascuna con una peculiare specializzazione. Il Gruppo TPS è presente in Italia attraverso uffici in Lombardia, Piemonte, Toscana, Puglia e Marche. All'estero il Gruppo TPS è presente in Svizzera, Polonia e USA.

FY18 Results and 2019-22 estimates

Nel FY18 il Gruppo ha riorganizzato la struttura operativa, ampliando la tipologia di servizi tecnici, mantenendo sotto controllo i costi operativi. I risultati del FY18 pro-forma sono positivi, ma inferiori rispetto alle nostre stime. Il fatturato e l'Ebitda sono cresciuti del 3,1% a 32,1 mln e dello 0,7% a €5,7 mln rispettivamente rispetto al 2017 pro-forma. Stimiamo un CAGR 18-22E del valore della produzione del 9,6% che dovrebbe raggiungere €46,2 mln (da €32 mln pro-forma del FY18) e del 12,1% dell'Ebitda a €9,0 mln (da €5,7 mln del FY18).

Valuation Update

Abbiamo valutato il Gruppo TPS attraverso due metodologie: il DCF e i multipli. La media delle valutazioni è pari a € 61,3 mln, vale dire €8,48 per azione (da €9,4). Al nostro target price, che implica un upside potential del 101%, l'EV/Ebitda 2019E continua a rimanere a sconto di circa il 17% rispetto alla media dei comparables. Precisiamo che il target price attuale è stato calcolato sul numero di azioni fully diluted, mentre nella precedente nota il numero di azioni era relativo alla sola operazione STPM, non avendo ancora concluso in data 20/9 l'aumento di capitale.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

INCOME STATEMENT (€/mIn)	FY17A 1)	FY18A 2)	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Value of Production	19,09	24,08	34,73	38,20	42,02	46,23
COGS	6,28	6,62	9,07	9,92	10,84	11,84
Employees	8,58	12,61	19,38	21,22	23,17	25,31
Other Operating Expenses	0,08	0,10	0,05	0,05	0,06	0,07
EBITDA	4,15	4,75	6,23	7,01	7,95	9,01
<i>EBITDA Margin</i>	<i>21,7%</i>	<i>19,7%</i>	<i>17,9%</i>	<i>18,3%</i>	<i>18,9%</i>	<i>19,5%</i>
D&A	0,79	1,58	2,42	2,82	3,16	1,54
EBIT	3,36	3,17	3,81	4,19	4,79	7,47
<i>EBIT Margin</i>	<i>17,6%</i>	<i>13,2%</i>	<i>11,0%</i>	<i>11,0%</i>	<i>11,4%</i>	<i>16,2%</i>
Financial Management	0,04	0,16	0,14	0,15	0,18	0,20
Extraordinary Management	0,24	-0,09	0,00	0,00	0,00	0,00
EBT	3,09	3,11	3,68	4,04	4,61	7,27
Taxes	0,97	0,97	1,10	1,21	1,38	2,18
Net Income	2,11	2,14	2,57	2,83	3,23	5,09
Group Income	2,02	2,03	2,37	2,61	3,01	4,86
BALANCE SHEET (€/mIn)	FY17A 1)	FY18A 2)	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Fixed Asset	4,01	5,71	4,78	3,96	2,80	3,26
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 Indemnities & Other Provisions	2,32	2,64	2,95	3,21	3,50	3,82
NET INVESTED CAPITAL	8,17	10,98	10,32	10,10	9,61	10,81
Share Capital & Reserves	5,75	15,59	17,62	19,99	22,60	25,61
Minorities' Capital	0,17	0,27	0,38	0,58	0,80	1,02
Group Income	2,02	2,03	2,37	2,61	3,01	4,86
Minorities' Income	0,10	0,11	0,20	0,22	0,22	0,23
Equity	8,03	17,99	20,57	23,40	26,62	31,71
Cash & Cash Equivalents	1,60	9,94	13,36	16,62	20,62	24,83
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	-10,52	-13,86	-17,94	-22,23
SOURCES	8,17	10,98	10,05	9,54	8,68	9,48
CASH FLOW (€/mIn)	FY18A 2)	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	
EBIT	3,69	3,81	4,19	4,79	7,47	
Taxes	1,12	1,10	1,21	1,38	2,18	
NOPAT	2,57	2,71	2,98	3,41	5,29	
D&A	2,05	2,42	2,82	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	4,85	5,19	5,90	6,09	
Capex	(2,99)	(1,48)	(2,00)	(2,00)	(2,00)	
FREE CASH FLOW	4,08	3,37	3,19	3,90	4,09	
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	3,42	3,26	4,00	4,21	

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

1.1 FY18A results

Table 2 – FY18 – Actual vs Forecast 1)

FY2018 (€/mln)	Sales	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income
Actual	32,1	5,7	17,9%	3,7	2,4
Forecast	33,1	6,5	19,8%	5,0	3,4
Change	-3,1%	-12,3%	-9,5%	-26,7%	-29,4%

Source: TPS Group and Integrae SIM. 1) Pro-forma con STPM

Nel FY18 il Gruppo TPS ha riorganizzato l'intera struttura operativa, ampliando notevolmente la tipologia di servizi tecnici offerti al mercato e accrescendo il livello professionale dei propri team di lavoro, mantenendo nel contempo uno stretto controllo dei costi operativi e raggiungendo così risultati positivi. In altre parole, **il lavoro del management è stato rivolto alla creazione dei pilastri che consentiranno la crescita futura del gruppo**. In questo quadro rientrano sia l'acquisizione della STPM, sia l'aumento di capitale di €4,96 mln.

I risultati del FY18 pro-forma sono positivi, ma inferiori rispetto alle nostre stime. Il fatturato e l'Ebitda sono cresciuti del 3,1% a 32,1 mln e dello 0,7% a €5,7 mln rispettivamente rispetto al 2017 pro-forma. In flessione rispetto al FY17PF risulta invece l'Ebit (-16,5%) a causa di maggiori ammortamenti.

I risultati di TPS stand alone sono positivi e in linea con le nostre stime. Il fatturato e l'Ebitda sono cresciuti del 10,6% YoY a €21,1 mln e del 4,2% a €4,3 mln rispetto al FY17, mentre quelli di STPM hanno risentito del mancato avvio di una commessa di progettazione in ambito automotive.

Nel corso del FY18 il management del Gruppo TPS ha lavorato al consolidamento delle acquisizioni del 2017 (ICB S.r.l. e Stemar Consulting S.r.l.) e alla definizione di una organizzazione operativa che ne valorizzasse tutte le potenzialità, soprattutto a seguito dell'acquisizione delle STPM, avvenuto nel 2H18.

Acquisizione avvenuta con un preciso obiettivo strategico, oltre alla diversificazione: dar vita ad un operatore integrato nel settore dei servizi tecnici e dell'ingegneria, proseguendo peraltro un processo, già avviato con l'acquisizione della maggioranza delle quote di Stemar Consulting S.r.l., volto alla diversificazione della posizione commerciale rispetto al settore industriale di riferimento, ovvero quello aeronautico.

La volontà di espandersi ad altri settori industriali, e in particolare in quello automotive, è infatti di fondamentale importanza per il Gruppo TPS anche nell'ottica di una ulteriore crescita nel proprio settore di riferimento.

Riteniamo che la dimensione aziendale più rilevante e una minor dipendenza del fatturato del Gruppo TPS dal proprio principale cliente (il maggiore costruttore italiano di velivoli) possono infatti consentire ulteriori opportunità di crescita, anche per linee esterne, che diversamente sarebbero rese più difficili proprio dall'eccessiva dipendenza da questo cliente e da un più limitato settore di operatività. Maggiore diversificazione significa minore rischio.

Da non deve essere sottovalutare il salto dimensionale del Gruppo TPS che nel FY18, è arrivato a consolidare proforma un fatturato superiore a €32 mln.

Sono inoltre evidenti anche le sinergie industriali derivanti dall'integrazione attraverso la condivisione dei principali processi di supporto del business. Da segnalare che, STPM controlla la società TPM Engineering S.r.l., che opera nella

progettazione di autovetture (prototipi, show-car, pre-serie) e che ha maturato negli ultimi anni una specifica specializzazione in veicoli a propulsione elettrica. Risulta quindi evidente il potenziale di sviluppo che si ottiene unendo queste competenze a quelle del Gruppo TPS e di Stemar Consulting S.r.l. (specializzata nei processi di cost engineering automotive).

Nel FY18 il management ha, come dicevamo, riorganizzato l'intera organizzazione operativa con lo scopo di ottimizzarne i processi, suddividendo le attività in 4 business units:

- **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. Da segnalare a tal proposito l'annuncio della Società del 29.03.2019 nel quale si comunica l'acquisizione della maggioranza delle quote della start-up innovativa **Dead Pixels S.r.l.**, specializzata in applicazioni di realtà virtuale e realtà aumentata.

Nel 2019 il management intende continuare il proprio percorso di crescita, sia organica sia per linee esterne (così come dichiarato in sede di IPO e ribadito in sede di aumento di capitale). L'aumento di capitale realizzato nel 2018 ha avuto come scopo 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.

A seguito dei risultati del FY18, modifichiamo le nostre stime 2019-22F come segue:

1.2 New estimates FY19E – FY22E

Table 3 – Estimates Updates

€/mln	FY2019E	FY2020E	FY2021E	FY2022E
Sales				
New	34,7	38,2	42,0	46,2
Old	36,8	41,0	43,5	46,5
Change	-5,7%	-6,8%	-3,4%	-0,6%
EBITDA				
New	6,2	7,0	7,9	9,0
Old	7,7	9,2	9,8	10,2
Change	-19,3%	-24,1%	-18,9%	-11,7%
EBITDA %				
New	17,9%	18,3%	18,9%	19,5%
Old	21,0%	22,5%	22,5%	21,9%
Change	-14,4%	-18,5%	-16,0%	-11,2%
EBIT				
New	3,8	4,2	4,8	7,5
Old	6,1	8,0	8,3	8,8
Change	-37,6%	-47,4%	-42,3%	-15,1%
Net Income				
New	2,6	2,8	3,2	5,1
Old	4,3	5,6	5,8	6,1
Change	-40,0%	-49,2%	-44,4%	-16,6%
NFP				
New	-10,5	-13,9	-17,9	-22,2
Old	-7,9	-14,2	-14,0	-14,2
Change	33,7%	-2,5%	28,1%	56,5%

Source: Integrae SIM

Stimiamo un CAGR 18-22E del valore della produzione del 9,6% che dovrebbe raggiungere €46,2 mln (da €32 mln pro-forma del FY18) e del 12,1% dell'Ebitda a €9,0 mln (da €5,7 mln del FY18).

In linea con quanto avvenuto nel 2018, 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 4 – WACC

WACC		7,67%
Risk Free Rate	2,00% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	9,02% Beta Adjusted	0,73
D/E (average)	63,93% Beta Relevered	1,07
Ke	11,10% Kd	3,20%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2.5%, nonostante la diversificazione dell'attività conseguente all'acquisizione di STPM tenda a ridurre fortemente il rischio imprenditoriale.

Ne risulta quindi un WACC del 7,67%

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		67,35
FCFO actualized	12,53	21%
TV actualized DCF	47,80	79%
Enterprise Value	60,33	100%
NFP (2019F)	(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 €67,35**.

Table 6 – Equity Value - Sensitivity analysis

€/mln	WACC						
	6,2%	6,7%	7,2%	7,7%	8,2%	8,7%	9,2%
2,5%	111,4	98,9	89,1	81,2	74,7	69,3	64,6
2,0%	100,4	90,4	82,4	75,8	70,2	65,5	61,5
Growth Rate (g)	1,5%	91,8	83,6	76,9	71,2	66,4	62,3
	1,0%	84,9	78,0	72,2	67,4	63,1	59,5
	0,5%	79,1	73,3	68,3	64,0	60,3	57,0
	0,0%	74,3	69,3	64,9	61,1	57,8	54,9
	-0,5%	70,3	65,8	62,0	58,6	55,6	52,9

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 7 – Peers main ratios

FY2018													
	Meggitt PLC	CAE Inc.	Aerospace Industrial Development Corp.**	TransDigm Group Inc.	Triumph Group Inc.	HEICO Corp.	Figeac Aero SA	Ricardo Plc	Bertrand AG	EDAG Engineering Group AG**	Akka Technologies SA**	SOGELAIR SA**	Mediana
Country	UK	Canada	USA	USA	USA	USA	France	USA	Germany	Germany	France	France	
Mkt Cap (€/mln)	4.063	7.987	30.187	24.622	963	12.000	395	345	692	394	1.270	75	1.117
EV (€/mln)	5.945	6.011	1.321	31.168	2.261	11.398	676	434	569	515	1.550	105	1.435
Growth YoY													
Net Sales	4%	5%	2%	9%	-9%	17%	15%	8%	3%	10%	13%	8%	8%
Ebitda	-2%	15%	N/A	10%	N/A	22%	-7%	-9%	7%	N/A	N/A	N/A	7%
Ebit	-4%	26%	N/A	12%	N/A	23%	-35%	-12%	13%	N/A	N/A	N/A	12%
Net Income	-39%	38%	20%	60%	-890%	39%	-7%	-24%	8%	78%	35%	15%	17%
Profitability													
ROE	7%	17%	17%	N/A	-66%	20%	13%	12%	12%	16%	19%	11%	13%
ROI	6%	12%	9%	16%	-21%	14%	5%	13%	8%	8%	9%	7%	8%
ROIC	7%	13%	9%	16%	-18%	18%	6%	14%	11%	11%	12%	9%	11%
ROCE	7%	17%	17%	N/A	-66%	20%	13%	12%	12%	16%	19%	11%	13%
ROA	4%	6%	6%	9%	-10%	10%	4%	6%	6%	5%	4%	4%	5%
EBITDA %	21%	23%	15%	47%	-6%	26%	19%	12%	10%	7%	7%	9%	13%
EBIT %	12%	16%	9%	43%	-11%	21%	9%	8%	7%	5%	6%	6%	9%
Net Income %	9%	12%	7%	25%	-13%	15%	8%	5%	5%	3%	4%	4%	6%
Dividend Yield	3%	1%	4%	N/A	1%	0%	N/A	3%	3%	5%	1%	3%	3%
EPS	0,23	1,29	2,22	16,20	-8,60	1,96	0,95	0,35	4,69	1,02	2,62	2,18	163%
Capital Structure													
Debt/Asset	0,26 x	0,22 x	0,40 x	1,06 x	0,38 x	0,20 x	0,45 x	0,18 x	0,28 x	0,26 x	0,48 x	0,24 x	0,27 x
Debt/Equity	0,50 x	0,55 x	1,02 x	-7,12 x	3,19 x	0,33 x	1,45 x	0,35 x	0,55 x	0,79 x	2,35 x	0,57 x	0,56 x
Interest Coverage	6,67 x	6,96 x	23,13 x	#N/A N/A	-3,63 x	18,91 x	8,00 x	14,62 x	19,99 x	3,87 x	5,96 x	7,16 x	7,16 x
NFP/EBITDA	2,43 x	0,98 x	3,05 x	6,05 x	-6,87 x	1,04 x	4,09 x	0,56 x	1,28 x	1,97 x	2,07 x	0,57 x	1,62 x
Equity/Asset	0,51 x	0,40 x	0,39 x	-0,15 x	0,12 x	0,62 x	0,31 x	0,51 x	0,51 x	0,33 x	0,21 x	0,41 x	0,39 x
Asset Utilization													
Quick Ratio	0,85 x	0,72 x	0,69 x	3,08 x	0,44 x	1,10 x	0,80 x	0,32 x	1,94 x	0,65 x	1,37 x	1,30 x	0,83 x
Fixed Asset Turnover	5,14 x	1,67 x	3,35 x	10,69 x	4,18 x	12,49 x	1,91 x	8,15 x	3,73 x	10,56 x	18,39 x	14,52 x	6,64 x
Asset Turnover	0,44 x	0,51 x	0,78 x	0,34 x	0,78 x	0,69 x	0,51 x	1,13 x	1,30 x	1,59 x	1,25 x	1,16 x	0,78 x

Source: Bloomberg. **) Dati 2017

Table 8 – Market Multiples

Company	EV/Ebitda				EV/Ebit				P/E			
	2018E	2019E	2020E	2021E	2018E	2019E	2020E	2021E	2018E	2019E	2020E	2021E
Meggitt PLC	11,7	10,3	9,5	8,9	14,7	13,2	12,2	10,9	16,5	14,8	13,5	12,3
CAE Inc.	12,5	10,3	9,5	9,0	17,9	14,4	13,3	12,5	25,1	20,8	18,6	17,4
Aerospace Industrial Development Corp.	12,1	10,4	8,7		18,6	16,1	11,5		13,4	12,1	8,4	
TransDigm Group Inc.	19,3	16,6	15,7	14,6	21,9	18,7	17,2	16,1	27,0	27,3	23,9	21,3
Triumph Group Inc.	11,0	7,1	6,2	5,9	nm	11,2	8,9		10,8	8,2	5,9	
HEICO Corp.	28,2	25,2	23,1	21,9	34,0	30,2	27,6	26,0	51,8	45,5	41,6	38,4
Figeac Aero SA	8,6	7,0	5,9		16,3	12,3	10,1		17,1	13,2	11,0	
Ricardo plc	7,1	6,7	6,5	6,4	9,1	8,7	8,5	8,9	11,7	11,2	10,8	11,2
Bertrand AG	7,5	6,4	5,9	5,5	11,0	9,3	8,2	7,4	13,9	11,8	10,4	9,1
EDAG Engineering Group AG	6,8	5,6	5,1		11,3	9,4	8,5		13,4	10,3	9,1	
Akka Technologies SA	10,6	8,5	7,7	7,2	13,5	10,5	9,2	8,6	24,5	14,1	12,5	10,9
SOGELAIR SA	5,7	5,2	4,8	4,2	11,5	8,2	7,1	6,0	12,8	10,8	9,6	8,0
Average	11,8	9,9	9,0	9,3	16,3	13,5	11,9	12,1	19,8	16,7	14,6	16,1

Source: Infinaancials

Table 9 – Market Multiples Valuation

€/mln	2019E	2020E	2021E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	62,0	63,4	73,7
EV/EBIT	51,5	49,7	57,7
Equity Value			
EV/EBITDA	72,5	77,2	91,7
EV/EBIT	62,0	63,5	75,7
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	54,4	57,9	68,8
EV/EBIT	46,5	47,7	56,7
Average	50,4	52,8	62,7

Source: Integrae SIM

L'equity value medio del Gruppo TPS utilizzando i market multiples EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E risulta essere pari a 73,8 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità rispetto alle società incluse nel panel oltre che a una capitalizzazione più bassa, nonostante la diversificazione tenda a ridurre fortemente il rischio imprenditoriale. Pertanto, ne risulta un **equity value di € 55,3 mln.**

2.3 Equity Value

Table 10 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	61,3
Equity Value DCF (€/mln)	67,4
Equity Value multiples (€/mln)	55,3
Target Price (€)	8,48

Source: Integrae SIM

L'equity value medio risulta quindi pari a € 61,3 mln, vale a dire € 8,48 (prev. €9,4) per azione. Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM. Precisiamo che il target price attuale è stato calcolato sul numero di azioni fully diluted, mentre il target price precedente era stato calcolato sul numero di azioni ante aumento di capitale e post conferimento di STPM.

Table 11 – Implied valuation multiples

Implied Valuation Multiples	2019E	2020E	2021E
EV/EBITDA	8,2x	6,8x	5,5x
EV/EBIT	13,3x	11,3x	9,1x

Source: Integrae SIM

Notiamo come, al nostro target price di €8,48 per azione (+ 101% dal prezzo attuale), l'EV/Ebitda 2019F sia a sconto di circa il 17% rispetto alla media del comparables.

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, Board Member of AIAF - Associazione Italiana Analisti Finanziari, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV, member of Organismo Italiano di Contabilità - OIC, international account working group and Journalists guild. Mattia Petracca is current 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

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.