

Be Think, Solve, Execute

Company Update

Sector: IT Services

Target Price: €0,80

Rating: BUY

Year	Revenues €m	EBITDA €m	EBIT €m	Net Profit €m	Adj. EPS €m	EV/ EBITDA x	EV/ EBIT x	P/E x
2012	80,4	9,3	4,1	0,7	0,005	9,8	22,2	n.m.
2013	84,4	11,2	4,3	0,4	0,003	8,2	21,4	n.m.
2014F	100,0	12,0	6,1	2,2	0,016	7,5	14,9	29,3
2015F	104,5	14,1	8,5	3,7	0,027	6,4	10,8	17,5

	Old	New
Rating	BUY	BUY
Risk Rating	Medium	Medium
Target (€)	0,80	0,80

Market Data (€)

Close Price (€)	0,48
Share Outstanding (m)	134,9
Market Cap. (€m)	64,1
Market Float (%)	42,9
Avg daily Vol. (000s)	125
Past 12 Months	0,687

Performance

	3 M	12 M
Absolute	-1,8	125,5
Relative	-4,7	104,4



Risultati 1H14 in linea ed in grado di supportare le nostre stime per FY14F. Il valore della produzione è cresciuto del 23,3% YoY raggiungendo €46.2 mln, grazie in particolare all'incremento della divisione Business Consulting, che presenta un valore della produzione pari a €28.4 mln (+29.1% YoY). Le business unit ICT Solutions e ICT Professional Services si attestano complessivamente a €16.5 mln (€16.3 mln al 30 giugno 2013). L'Ebitda si attesta a €6.2 mln, in leggero miglioramento rispetto al 1H13 (€6.1 mln) che aveva beneficiato di partite straordinarie. L'Ebitda margin, pari al 13,3%, subisce una leggera flessione rispetto al 1H13 (13,8%). L'Ebit, pari a €3.3 mln, registra un significativo incremento del 22,5% rispetto a €2.7 mln del 30 giugno 2013; l'ebit margin cresce al 7,0% dal 6,1% del 1H13.

L'indebitamento finanziario netto, pari a €24.7 mln è in miglioramento rispetto ai €27 mln del 31 marzo 2014 grazie alle minori esigenze di finanziamento del circolante, ma peggiora rispetto al dicembre 2013, anche per effetto delle acquisizioni e delle operazioni straordinarie.

L'intenso lavoro del management comincia ad essere visibile. Riteniamo che il miglioramento dei volumi e soprattutto della marginalità sia dovuto in gran parte agli effetti degli accordi pluriennali stipulati ed alle operazioni nella Central Eastern Europe. Il miglioramento della BU Consulting, gli importanti accordi di lungo periodo sottoscritti con istituzioni finanziarie italiane di primario standing costituiscono la base per l'ulteriore sviluppo del gruppo. Inoltre in data 21 luglio Be ha comunicato il lancio di una nuova linea di business focalizzata sul "Digitale" attraverso la nascita di un polo di aziende specializzate nei principali paesi di presenza. L'iniziativa mira a concentrare l'esperienza e le professionalità già presenti nel Gruppo - e ad aggregarne di nuove - per accelerare il processo di crescita e di creazione di valore a supporto delle principali Istituzioni finanziarie europee.

BUY rating e risk medium e TP invariati: La nostra valutazione continua ad essere basata sull'uso di due modelli di valutazione: il DCF con un peso del 70% e il metodo dei multipli con un peso del 30%. La media ponderata delle due metodologie da un valore dell'equity di €0,80 per azione al quale riteniamo di non dover applicare nessuno sconto "small caps", grazie alla minore rischiosità media dell'intero sistema "azienda rete" rispetto ai principali competitors che operano solo in alcuni comparti.

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

La valutazione

Be SpA opera in un settore ciclico ma, crediamo, la creazione di una “azienda rete” integrata consenta di attenuare significativamente la ciclicità complessiva del business e, quindi, del rischio di impresa. In altre parole riteniamo ancora forti le potenzialità di cross selling inesprese che, unite alla durata media dei contratti, dovrebbero consentire nei prossimi anni una volatilità dei risultati più contenuta.

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 Be SpA attraverso due metodi di valutazione: il DCF e i multipli. Per il DCF abbiamo assunto le nostre stime puntuali fino al 2016F ed in seguito assunto un tasso di crescita dei ricavi del 2% fino al 2018F, compatibile con la ciclicità del business.

Di seguito i nostri dati di input:

- Risk free rate pari al 3,0% quale rendimento medio dei BTP decennali;
- Risk premium pari al 8,43% (fonte prof. A. Damodaran)
- Beta pari 0,95x, assunto da Bloomberg
- Long term growth rate prudenziale pari al 2%, compatibile con la ciclicità del business, prevedendo unicamente il recupero dell'inflazione.

Ne risulta un WACC del 9,17%. Di seguito il nostro modello:

Fig. 1 – Il modello DCF

Data in €m	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2018F	TV
EBIT	6,1	8,5	9,5	9,7	9,9	10,1	
% Ebit Margin	6,8%	9,0%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	
Pro-Forma Taxes	(2,1)	(3,0)	(3,3)	(3,4)	(3,5)	(3,5)	
Depreciation+Write off	5,9	5,6	5,5	5,6	5,7	5,8	
Change in W.C.	(10,8)	4,0	6,0	15,0	3,0	3,0	
Investments	(2,0)	(2,0)	(2,5)	(2,5)	(2,5)	(2,5)	
Free Cash Flow	(2,9)	13,1	15,2	24,4	12,6	12,9	175,2
Discounted Period	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	7,0
Disc. Free Cash Flow	(2,4)	10,1	10,7	15,7	7,5	7,0	94,8
Sum of DCF	(2,4)	7,7	18,4	34,1	41,6	48,5	143,3
Enterprise Value							143,3
Net Cash (Debt) 31/12/13							(19,5)
Equity Value							123,9
Value per share							0,92

Fonte: elaborazione Integrae SIM

Con i dati di input di cui sopra, l'equity value risulta pari a 123,9 mln, vale a dire €0,92 per azione.

Di seguito la tabella di sensitivity analysis tra il tasso di crescita perpetuo (TV) e il costo medio ponderato del capitale (WACC).

Fig. 2 – Sensitivity Analysis

	1,4%	1,6%	1,8%	2,0%	2,2%	2,4%	2,6%
8,5%	0,96	0,98	1,00	1,03	1,05	1,08	1,11
8,7%	0,93	0,95	0,97	0,99	1,01	1,04	1,07
8,9%	0,90	0,92	0,94	0,96	0,98	1,00	1,03
9,1%	0,87	0,89	0,90	0,92	0,94	0,96	0,99
9,3%	0,84	0,86	0,87	0,89	0,91	0,93	0,95
9,5%	0,81	0,83	0,85	0,86	0,88	0,90	0,92
9,7%	0,79	0,80	0,82	0,83	0,85	0,87	0,89

Fonte: elaborazione Integrae 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 Be SpA, nella supposizione che nella media dei ratios calcolati, ricadano anche quelli di Be.

Fig. 3 – I competitors

Società	Prezzo	Mkt Cap €m	EV/EBITDA			EV/EBIT			PER			EBITDA Margin %		
	01-ago		2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
IBS Group Holdings Ltd.	18,26							10,70	9,33	7,61	8,8	9,4	10,0	
Drs Data And Research Serv	0,22	7,3	6,49	3,54	12,98	5,56	19,72	8,07			3,7	6,5		
Tieto Oyj	19,53	1426,2	7,18	6,42	6,25	9,83	9,16	8,78	12,72	11,88	11,27	13,0	14,2	14,1
Cap Gemini SA	53,91	8575,1	7,09	6,48	5,99	8,72	8,01	7,32	15,15	13,71	12,57	10,8	11,4	11,9
Emis Group Plc	8,93	565,6	10,63	9,74	9,00	13,85	13,47	12,72	17,50	16,54	15,42	32,3	33,2	34,2
BE	0,50	66,9	7,72	7,08	6,02	20,20	13,88	10,00	188,51	30,64	18,26	14,94	13,38	14,90
Media ponderata			7,29	6,65	6,18	9,15	8,46	7,80	14,95	13,61	12,54	12,25	12,93	13,39

Fonte: elaborazione Integrae SIM su dati Infinancials

Dalla tabella precedente, notiamo come l'EBITDA margin di Be SpA sia mediamente più elevato del 10-20% in tutti gli anni di stima (al netto di Emis Group Plc, decisamente fuori media) rispetto alla media del campione. Maggiore redditività prospettica che giustificerebbe un maggiore apprezzamento in termini reddituali. In realtà, l'EV/EBITDA è mediamente più basso rispetto alla media dei ratios considerati soprattutto per il 15F, esercizio in cui tutti i benefici della ristrutturazione cominceranno ad essere maggiormente visibili. Siamo convinti che nel 2016F la maggiore redditività di Be SpA possa essere ancora più visibile di quanto non lo sia al momento.

Il valore medio di Be SpA calcolato attraverso la metodologia dei multipli e tenuto conto delle nostre stime, risulterebbe pari a €65, più basso di quello calcolato attraverso il DCF. Riteniamo che la differenza sia dovuta unicamente al fatto che le metodologie relative (multipli) tendono a sottovalutare il "corretto fair value" in periodi di mercato depresso come quello attuale (e viceversa). A differenza delle metodologie assolute (tra le quali il DCF), i multipli di mercato non appaiono infatti del tutto in grado di catturare le potenzialità di crescita della redditività espresse dai flussi di cassa attesi.

Per calcolare il nostro target price abbiamo quindi effettuato una media ponderata delle due metodologie, con un peso del 70% al DCF (per catturare il valore futuro che riteniamo ancora non espresso dal prezzo di borsa) e del 30% per quello dei multipli. Il valore così calcolato risulta pari a €0.80 per azione.

Fig. 4 – Media ponderata dei valori risultati dalle due metodologie

Dati in €	
Enterprise value DCF	0,92
Valore metodologia multipli	0,50
Valore medio	0,80

Source: Elaborazione Integrae SIM

Riteniamo di non dover applicare un sconto "small cap" grazie sia alla minore rischiosità media dell'intero sistema "azienda rete" rispetto ai principali competitors che operano solo in alcuni comparti, sia alla più elevata redditività che lo stesso è in grado di assicurare.

Proprio per la ragione precedente, Be dovrebbe semmai trattare a premio rispetto ai principali peers, tenuto anche conto della maggiore redditività complessiva (misurata dal maggiore EBITDA margin) che l'intero sistema è in grado di esprimere.

Confermiamo quindi il nostro BUY rating, target price a €0.8 per azione e il medium risk.

Fig. 5 - Conto Economico consolidato

Data in €mln	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Sales	55,4	68,2	69,8	85,0	74,6	74,9	80,1	85,8	90,9
Other revenues	4,9	2,2	5,5	3,8	5,8	9,5	10,0	10,0	11,0
Revenues	60,3	70,4	75,3	88,9	80,4	84,4	90,1	95,8	101,9
Production costs	-27,5	-30,0	-31,1	-34,8	-28,7	-29,1	-31,3	-34,4	-36,6
Personnel costs	-30,8	-35,1	-34,4	-41,1	-40,9	-41,6	-43,2	-44,0	-46,1
Other costs	-1,6	-1,3	-1,8	-2,8	-1,5	-2,5	-2,3	-2,2	-2,1
Total costs	-59,9	-66,3	-67,3	-78,8	-71,1	-73,2	-76,7	-80,6	-84,8
EBITDA	0,4	4,1	8,0	10,1	9,3	11,2	13,5	15,2	17,1
Ebitda margin	0,7%	6,0%	11,5%	11,9%	12,5%	14,9%	16,8%	17,7%	18,8%
Amortisation	-2,9	-3,7	-4,0	-4,0	-4,1	-6,0	-6,2	-6,2	-6,4
Depreciation	-2,4	-0,3	-0,5	-0,1	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
EBIT	-4,9	0,1	3,5	6,0	4,1	4,3	6,3	8,0	9,7
Ebit margin	-8,9%	0,2%	5,0%	7,1%	5,5%	5,7%	7,8%	9,3%	10,7%
Net financial charges	-2,0	-2,0	-1,4	-2,3	-2,9	-2,4	-2,5	-2,0	-1,5
Pre-tax profit	-6,9	-1,9	2,1	3,7	1,2	1,9	3,8	6,0	8,2
Taxes	-1,2	-1,4	-1,1	-2,4	-0,8	-1,5	-1,5	-2,4	-3,3
Minorities	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	0,2	0,0	-0,3	-0,4	-0,3
Gain/Loss from assets to be discontinued	0,3	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net profit	-8,0	-3,3	0,8	1,2	0,7	0,4	2,0	3,2	4,6

Source: Be Spa e stime Integrae SIM

Fig. 6 - Stato Patrimoniale

Data in €mln	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Non current assets	67,7	68,2	71,4	75,6	75,6	82,3	78,0	78,0	78,0
Current assets	35,2	35,7	37,2	42,8	37,2	29,8	30,0	32,0	35,0
Asset held for sale	6,9	2,2	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total assets	109,8	106,1	109,4	118,4	112,9	112,1	108,0	110,0	113,0
Shareholders' equity	14,6	31,1	32,7	34,2	34,4	45,9	47,8	51,0	55,6
Non current liabilities	35,9	36,8	27,7	18,3	22,2	22,2	5,2	6,0	7,4
Current liabilities	55,8	35,5	47,5	65,9	56,2	44,0	55,0	53,0	50,0
Liabilities held for sale	3,5	2,7	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total liabilities	109,8	106,1	109,4	118,4	112,9	112,1	108,0	110,0	113,0

Source: BEE TEAM e stime Integrae SIM

Fig. 7 – I debiti finanziari netti

Data in €mln	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Cash	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4	6,3	6,0	6,0	6,0
Other cash equivalent	4,0	2,9	3,1	3,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other financial receivables	0,1	1,7	0,1	2,7	8,0	2,7	2,5	2,5	2,5
Liquidity	4,1	4,6	3,2	6,0	9,4	9,0	8,5	8,5	8,5
Current bank debt	13,1	8,1	20,3	34,0	20,8	16,4	15,2	14,5	14,0
Other current financial debt	12,8	1,0	1,6	1,0	7,5	1,0	1,0	1,0	1,0
Current financial debt	25,9	9,1	21,9	35,0	28,3	17,4	16,2	15,5	15,0
Non current bank debt	16,3	19,0	12,9	5,3	12,3	10,8	11,5	12,3	14,2
Other non current financial debt	5,2	2,1	1,1	3,3	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Non current financial debt	21,5	21,1	14,0	8,6	12,3	11,1	11,5	12,3	14,2
Net financial debt	43,3	25,7	32,7	37,5	31,3	19,5	19,2	19,3	20,7

Source: Be SpA e stime Integræ SIM

**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 current Vice President of Associazione Italiana Analisti Finanziari – AIAF, Vice President of Associazione Nazionale Private Investment Banking – ANPIB, and member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV.

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, 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 SpA's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
30/5/2013	Buy	0,52	Medium	1Q13 Results
8/7/2013	Buy	0,52	Medium	2013-15F Plan
2/8/2013	Buy	0,52	Medium	1H13 Results
6/12/2013	Buy	0,52	Medium	9M13 Results
17/4/2014	Buy	0,80	Medium	FY13 Results
4/6/2014	Buy	0,80	Medium	1H14 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.

Conflicts of interest, including potential conflicts and related organizational measures are set forth in this disclaimer section.

Rating system

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.

Rendimento Totale Atteso – ETR – per differenti categorie di rischio e di rating			
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		

The methods that INTEGRAE SIM SpA prefers to use for value the company under analysis and the Expected Total Return 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 (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:

