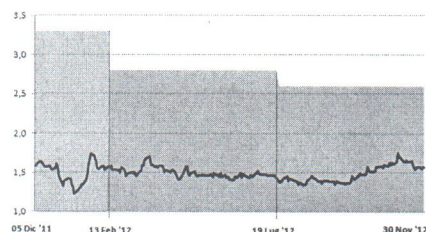


Target price **HOLD** **2,40**
Previous rating (19/07/12) **2,60**



Buy Hold Sell

Market Cap. (mm)	78,93
Enterprise Value (mm)	90,92
N° of shares (mm)	50,00
Free float	23,27%
Beta	0,87

Key financials (Euro)	2011/12	2012/13E	2013/14E
Sales (mm)	64,45	63,16	64,74
Ebitda (mm)	14,20	11,65	13,61
Ebitda margin	22,0%	18,4%	21,0%
Ebit (mm)	11,75	9,11	11,22
Ebit margin	18,2%	14,4%	17,3%
Net profit (mm)	7,78	4,05	6,84
Net debt (cash) (mm)	6,23	9,16	8,52
Net asset value (mm)	28,79	31,01	34,78
Net debt / Equity	0,22	0,30	0,25
Net debt / Ebitda	0,44	0,79	0,63
EV/Sales	1,41	1,44	1,40
EV/Ebitda	6,40	7,81	6,68
P/E	10,15	19,51	11,54
P/BV	2,74	2,54	2,27
ROE (%)	27,02	13,04	19,67
Cash flow per share	-	-	-
Earning per share	0,16	0,08	0,14
Dividend per share	0,06	0,04	0,06

Fonte: Thomson Reuters - Elaborazione: Axia Financial Research

PIQUADRO (1,55 EUR)

Piquadro ha riportato un netto calo del volume d'affari nel primo semestre dell'esercizio (periodo conclusosi il 30 settembre 2012), portandoci a rivedere nuovamente al ribasso le stime sul gruppo e a reiterare il rating HOLD sul titolo.

Il gruppo nel primo semestre ha registrato ricavi pari a € 27,4 mln, in calo del 9% su base annua. Per quanto riguarda la distribuzione geografica del fatturato, la diminuzione dei ricavi del gruppo risulta principalmente imputabile al mercato domestico (-14,6% a 20,2 mln). Per quanto riguarda i canali distributivi, è interessante notare una crescita dei ricavi generati dal canale DOS (+9,1% a 8.415 mila euro), accompagnato da una drastica diminuzione del fatturato del wholesale (-15,3% a 18.980 mila euro), in parte come conseguenza della chiusura di 8 punti di vendita in franchising (in parte compensati dall'apertura di 4 nuovi negozi). Piquadro ha riportato un ebitda di 5.056 mila euro, in calo del 30% su base annua. Il calo del margine operativo è imputabile alla diminuzione complessiva del fatturato del gruppo oltre che al maggior peso delle vendite del canale DOS, tendenzialmente caratterizzate da minore marginalità. Come conseguenza del calo dei margini operativi, l'utile netto del periodo è risultato pari a 2.424 migliaia di euro, a fronte dell'utile netto di 3.908 mila euro riportato nello stesso periodo del 2011.

La posizione finanziaria netta di Piquadro al 30 settembre risulta a debito per 11.992 mila euro, in crescita di 5.764 mila euro dal 31 marzo 2012, incremento in parte imputabile alla stagionalità del business del gruppo.

Ricavi di Piquadro per area geografica

	1H2012	1H2011	diff %
Italia	20.220	23.669	-14,6%
Europa	4.941	4.109	20,2%
Resto del Mondo	2.234	2.325	-3,9%
Totale	27.395	30.103	-9,0%

Fonte: dati societari, dati in migliaia di euro

Consensus

Il parere dei brokers		Nei mesi scorsi			
Raccomandazioni	Attuale	1	2	3	
Strong Buy	0	0	5	0	
Buy	0	0	0	0	
Hold	2	2	2	2	
Underperform	0	0	0	0	
Sell	0	0	0	0	
Totale	2	2	2	2	

Prezzo obiettivo (EUR)

Media	2,60
Mediana	2,60
Massimo	2,60
Minimo	2,60
Deviazione standard	-

Medie dei pareri raccolti da: Axia Financial Research, Centrobanca, Equita Sim, Icbpi, Intermondo Sim, Mediobanca.

Fonte: Thomson Reuters

Gli appuntamenti di oggi

Società quotate

Paesi	Eventi	
Italia	Incontri con la comunità finanziaria	BB Biotech, Union Bancaire Privée.

Operazioni societarie

OPA

Offerente	Obiettivo	Prezzo	Periodo
-----------	-----------	--------	---------

Aumenti di capitale

Società	Periodo	Ammontare
Unione Alberghi Italiani	19/11/2012 19/12/2012	1.998.032 €
D'Amico International Shipping	12/11/2012 11/12/2012	65.100.000 €

Risultati di sintesi del gruppo

	2011/12	2010/11	diff %
Ricavi	27.395	30.103	-9,0%
Ebitda	5.056	7.265	-30,4%
Utile Netto	2.424	3.908	-38,0%

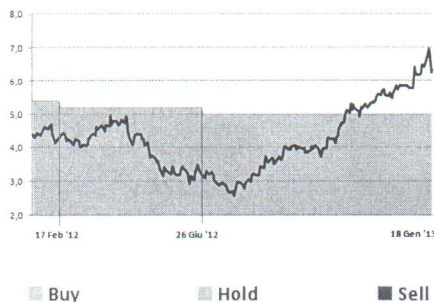
Fonte: dati societari, dati in migliaia di euro

Piquadro, come altri operatori del settore, sta concentrando i propri sforzi sull'espansione della catena di negozi a vendita diretta al fine anche di incrementare la visibilità del proprio marchio. Tale processo comporta tuttavia un incremento dei costi nel breve periodo vista la crescita dei costi di struttura, oltre alla focalizzazione su un canale di vendita tendenzialmente caratterizzato da marginalità più contenuta. Piquadro genera oltre il 70% dei propri ricavi in Italia, pertanto la situazione difficile del mercato italiano si è tradotta in una diminuzione del fatturato del gruppo. Lo scenario di mercato di breve periodo rimarrà caratterizzato da forte incertezza, pertanto riteniamo opportuno reiterare il rating HOLD sul titolo. In seguito alla pubblicazione dei risultati semestrali di Piquadro abbiamo rivisto al ribasso le stime sul gruppo (eps rivisto a 0,08 euro per azione da 0,16).

Registrazione al Tribunale di Roma n.521/2002 del 03/09/2002

Axia Multimedia Srl Viale Giulio Cesare 71, 00192 Roma Registro Imprese (REA) 966703 C.F. e P.IVA 06351591000
Presidente Fabrizio Spagna Diffusione: protocolli Internet - Isp: Mclink Roma

Target price **HOLD** **5,30**
Previous rating (26/06/12) **5,00**



Market Cap. (mm)	725,45
Enterprise Value (mm)	1.175,95
N° of shares (mm)	114,18
Free float	30,69%
Beta	1,81

Key financials (Euro)	2011	2012E	2013E
Sales (mm)	2.825,30	2.884,63	2.971,17
Ebitda (mm)	262,70	239,32	244,35
Ebitda margin	9,3%	8,3%	8,2%
Ebit (mm)	150,30	131,66	134,95
Ebit margin	5,3%	4,6%	4,5%
Net profit (mm)	58,80	52,92	56,36
Net debt (cash) (mm)	218,20	246,35	228,61
Net asset value (mm)	554,10	588,75	624,56
Net debt / Equity	0,39	0,42	0,37
Net debt / Ebitda	0,83	1,03	0,94
EV/Sales	0,42	0,41	0,40
EV/Ebitda	4,48	4,91	4,81
P/E	12,34	13,71	12,87
P/BV	1,31	1,23	1,16
ROE (%)	10,61	8,99	9,02
Cash flow per share	1,50	1,45	1,45
Earning per share	0,57	0,46	0,49
Dividend per share	0,23	0,16	0,18

Fonte: Thomson Reuters - Elaborazione: Axia Financial Research

INDESIT (6,19 EUR)

Indesit ha registrato una forte performance in borsa a seguito di voci relative ad una possibile cessione del gruppo, legate a ipotetici contrasti sulla gestione della società tra gli azionisti. Vista l'incertezza legata all'evoluzione di scenari di questo tipo, preferiamo reiterare il rating HOLD sul titolo.

Indesit ha riportato discreti risultati nel terzo trimestre dell'esercizio, tuttavia lo scenario di mercato di breve-medio periodo rimane sfidante. Nel corso dei primi nove mesi del 2012, Indesit ha registrato ricavi pari a 2.104,1 sostanzialmente invariati su base annua. Per quanto riguarda le vendite di elettrodomestici, il gruppo ha riportato un leggero aumento dei volumi di vendita (+0,6% su base annua), accompagnato da un effetto price/mix negativo (-2,4%) ed un effetto valute positivo (+2,1%). Da un punto di vista geografico il mercato presenta una netta differenza tra la performance registrata in Europa Orientale (ricavi +6,7%) e l'Europa Occidentale (-2,0%), con una performance abbastanza variegata in questo segmento. Indesit ha riportato per il periodo un utile operativo di € 60,4 mln, in diminuzione del 40% su base annua. La diminuzione del margine è dovuta principalmente all'effetto price/mix (€ -60 mln) ed a elementi non ricorrenti (€ -14 mln), che hanno più che compensato l'effetto valute positivo (€ +27 mln). Il risultato netto di periodo è pari a € 21,5 mln (eps diluted 0,21 €), a fronte dei 47,0 mln (eps diluted 0,46 €) registrati nei primi nove mesi del 2011. La posizione finanziaria netta di Indesit al 30 settembre 2012 risulta a debito per 450,5 mln, in crescita rispetto al 31 dicembre 2011 (218,2 mln) ma in calo su base annua (€ 467,2 mln).

Consensus

Il parere dei brokers		Nei mesi scorsi			
Raccomandazioni	Attuale	1	2	3	
Strong Buy	1	1	1	1	
Buy	0	1	1	0	
Hold	7	8	8	7	
Underperform	1	0	0	2	
Sell	0	0	0	0	
Totale	9	10	10	10	

Sell Strong Buy

Prezzo obiettivo (USD)

Media	5,47
Mediana	5,00
Massimo	10,50
Minimo	3,50
Deviazione standard	2,55

Medie dei pareri raccolti da: Axia Financial Research, Banca Finnat Euramerica, Banca Imi Equity Research, Bofa Merrill Lynch, Ca Cheuvreux, Equita Sim, Ess/Banca Akros, Exane Bnp Paribas, Goldman Sachs & Co., Icbpi, Intermonste Sim, Kepler Capital Markets, Mediobanca, Unicredit Research.

Fonte: Thomson Reuters

Gli appuntamenti di oggi

Società quotate

Paesi	Eventi	
Stati Uniti	Trimestrali	AMD, Google, Johnson & Johnson, Verizon Communication.

Operazioni societarie

OPA

Offerente	Obiettivo	Prezzo	Periodo
-----------	-----------	--------	---------

Aumenti di capitale

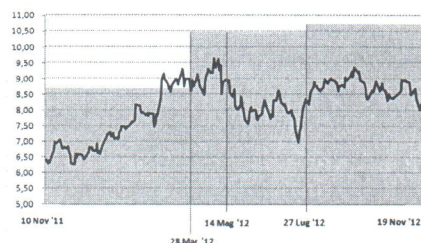
Società	Periodo	Ammontare
---------	---------	-----------

	Ricavi			Margine Operativo (ebit)		
	9M2012	9M2011	diff %	9M2012	9M2011	diff %
Europa Occidentale	1.224,6	1.249,1	-2,0%	80,5	101,3	-20,5%
Europa Orientale	773,2	724,7	6,7%	58,3	64,8	-10,0%
International	106,3	110,6	-3,9%	11,9	12,3	-3,3%
Non Allocati	-	-	-	-90,3	-77,8	16,1%
Totale	2.104,1	2.084,4	0,9%	60,4	100,7	-40,0%

Fonte: dati societari, dati in milioni di euro

Abbiamo effettuato modifiche minime alla valutazione del gruppo. Indesit presenta una forte esposizione verso i mercati italiano, inglese e russo. Sebbene la situazione del mercato italiano (circa un sesto dei ricavi del gruppo nel 2011) rimanga problematica, i mercati russo e inglese hanno riportato buoni risultati di vendita nella prima parte del 2012. Riteniamo inoltre che Indesit non corra il rischio di registrare un'ulteriore diminuzione dei margini operativi visto che l'inflazione sulle principali materie prime utilizzate dal gruppo (plastica e acciaio) rimarrà a nostro avviso contenuta nel breve-medio periodo. In base alle nostre stime per il 2012, Indesit sconterebbe un PE forward pari a 13,7 ed un EV/Ebitda forward pari a 4,9, multipli contenuti rispetto ad altri operatori del settore quali Whirlpool e Electrolux. Preferiamo comunque reiterare il rating HOLD sul titolo.

Target price **BUY** **10,32**
Previous rating (27/07/12) **10,75**



Buy Hold Sell

Market Cap. (mm)	3.990,60
Enterprise Value (mm)	5.863,50
N° of shares (mm)	475,74
Free float	51,24%
Beta	1,42

Key financials (Euro)	2011	2012E	2013E
Sales (mm)	5.654,80	6.113,97	6.480,81
Ebitda (mm)	834,60	1.033,26	1.108,22
Ebitda margin	14,8%	16,9%	17,1%
Ebit (mm)	609,70	795,43	868,43
Ebit margin	10,8%	13,0%	13,4%
Net profit (mm)	451,60	414,71	480,11
Net debt (cash) (mm)	737,10	1.208,76	1.104,29
Net asset value (mm)	2.191,60	2.398,96	2.639,01
Net debt / Equity	0,34	0,50	0,42
Net debt / Ebitda	0,88	1,17	1,00
EV/Sales	1,04	0,96	0,90
EV/Ebitda	7,03	5,67	5,29
P/E	8,84	9,62	8,31
P/BV	1,82	1,66	1,51
ROE (%)	20,61	17,29	18,19
Cash flow per share	0,33	1,16	1,48
Earning per share	0,92	0,87	1,01
Dividend per share	0,27	0,35	0,40

Fonte: Thomson Reuters - Elaborazione: Axia Financial Research

PIRELLI & C. (8,29 EUR)

I risultati riportati da Pirelli nel terzo trimestre dell'esercizio non hanno riservato particolari sorprese, spingendoci ad apportare modifiche minime alla valutazione del titolo. Nel corso del periodo è difatti proseguito il trend di crescita del segmento premium del gruppo con il conseguente impatto positivo sui margini operativi di Pirelli, sebbene l'utile netto di periodo sia stato influenzato dal risultato da partecipazioni negativo a causa della valutazione ad equity della collegata RCS Mediagroup.

Nel corso del trimestre i ricavi del gruppo sono risultati pari a € 1.552,3 milioni, in crescita del 5,1% su base annua, risultato raggiunto grazie alla buon andamento delle vendite del segmento premium, i cui volumi sono risultati in aumento del 12,5% portando ad un incremento di ricavi del 19% a € 525,4 mln. Pirelli ha riportato un utile operativo pari a € 192,1 mln, in crescita del 19,2% su base annua. I driver della crescita del margine operativo del gruppo sono stati l'effetto price/mix positivo ed il progresso nei programmi di efficientamento intrapresi dal gruppo. Il risultato da partecipazioni di periodo è negativo per € 23,7 mln, a fronte di un risultato positivo per € 2,1 mln riportato nello stesso periodo del 2011, situazione imputabile al consolidamento con il metodo del patrimonio netto del risultato della collegata RCS Mediagroup, negativo per € 22,6 mln. L'utile netto di periodo è risultato pari a € 86,6 mln, in calo del 6,4% su base annua. La posizione finanziaria netta di Pirelli al 30 settembre 2012 risulta pari a € 1.868,8 mln, in crescita di 166,1 mln dal 30 giugno 2012, principalmente come conseguenza della stagionalità del business del gruppo. L'indebitamento del gruppo presenta un costo medio del 5,5%. Il 65% dell'indebitamento del gruppo presenta una maturità oltre il 2014.

Risultati del gruppo Pirelli nel 3Q2012

	3Q2012	3Q2011	diff%
Ricavi	1.552,3	1.476,5	5,1%
Ebit	192,1	161,1	19,2%
Ebit margin	12,4%	10,9%	13,4%
Utile Netto	86,6	92,5	-6,4%

Fonte: dati societari, dati in milioni di euro

Consensus

Il parere dei brokers		Nei mesi scorsi		
Raccomandazioni	Attuale	1	2	3
Strong Buy	1	4	4	6
Buy	9	9	9	9
Hold	7	5	5	3
Underperform	2	1	1	1
Sell	0	0	0	0
Totale	19	19	19	19

Prezzo obiettivo (EUR)

Media	10,16
Mediana	9,90
Massimo	14,00
Minimo	8,00
Deviazione standard	1,39

Medie dei pareri raccolti da: Axia Financial Research, Banca Imi Equity Research, Barclays, Ca Cheuvreux, Centrobanca, Citi, Deutsche Bank Research, Equita Sim, Eas/Banca Akros, Exane Bnp Paribas, Goldman Sachs & Co., Hsbc Global Research, Jcpil, Intermonte Sim, Kepler Capital Markets, Mainfirst Bank Ag, Mediobanca, Morgan Stanley, Nomura International Plc, Societe Generale, Ubs.

Fonte: Thomson Reuters

Gli appuntamenti di oggi

Società quotate

Paesi	Eventi
Italia	Incontri con la comunità finanziaria
	Cembre.

Operazioni societarie

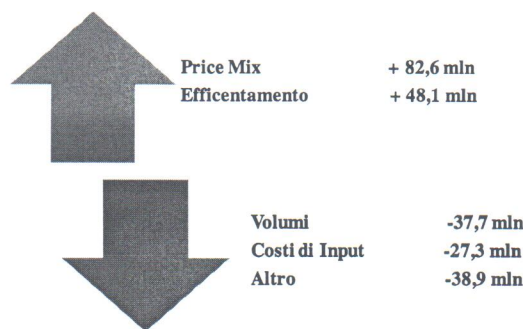
OPA

Offerente	Obiettivo	Prezzo	Periodo
Monte Bianco	Screen Service	0,22 €	12/11/12 30/11/12

Aumenti di capitale

Società	Periodo	Ammontare
D'Amico International Shipping	12/11/2012 11/12/2012	65.100.000 €
Unione Alberghi Italiani	19/11/2012 19/12/2012	1.998.032 €

Componenti della variazione dell'Ebit di Pirelli Tyre nel 3Q2012



Fonte: elaborazione Axia su dati societari, dati in milioni di euro

Pirelli ha rivisto la propria guidance per il 2012. Il gruppo si attende ora per l'esercizio in corso ricavi pari a € 6,15 mld (dai 6,4 mld precedentemente stimati) ed un ebit pari a € 800 mln circa (dal precedente "almeno 800 mln"). Pirelli si attende pertanto un maggiore calo dei volumi, compensato a livello di utile operativo dalla minore inflazione sulle materie prime (da € 60 mln a € 50 mln) e dalla maggiore efficienza operativa raggiunta (miglioramenti per € 155 mln dai 150 precedentemente stimati). La posizione finanziaria netta è ora attesa come maggiore o uguale a € 1,2 mld, valore che corrisponderebbe ad un rapporto PFN/Ebitda pari a 1,1 circa, dal precedente "inferiore a € 1,1 mld". Abbiamo rivisto al ribasso la stima di ricavi per il gruppo a € 6.113 mln (da € 6.390 mln) e mantenuto sostanzialmente inalterata la stima di ebit (da € 796 mln a € 795 mln). La stima di utile netto è stata rivista da € 437 mln a € 415 mln come conseguenza principalmente dei risultati della collegata RCS Mediagroup. Come conseguenza delle modifiche apportate alle stime, abbiamo rivisto il target price sul titolo da € 10,75 a € 10,32 per azione. Complessivamente la trimestrale del gruppo non ha presentato particolari sorprese, confermando come il calo dei volumi venga compensato dall'effetto price/mix dovuto alla crescita del segmento premium. Non riteniamo pertanto necessario modificare il rating sul titolo e reiteriamo

BASTOGI⁽¹⁾**NOT RATED****EQUITY RESEARCH****Update****June 15, 2009****Italy: Investment company**

	Sales	EBITDA	EBIT	Net Profit	EPS (adj.)	DPS	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E (adj.)	Yield
	Eur m	Eur m	Eur m	Eur m	Eur	Eur	X	X	x	X	%
2006A	47.5	-2.6	-9.6	0.7	0.001	0.00	7.6	NM	NM	NM	0.0%
2007A	46.6	25.6	22.2	23.1	0.030	0.00	1.0	NM	NM	NM	0.0%
2008A	18.5	-5.9	-18.5	-21.7	-1.018	0.00	2.8	NM	NM	NM	0.0%
2009E	20.1	0.5	-2.0	-4.0	-0.187	0.00	2.8	NM	NM	NM	0.0%
2010E	24.8	1.5	-1.0	-2.0	-0.112	0.00	2.2	37.6	NM	NM	0.0%

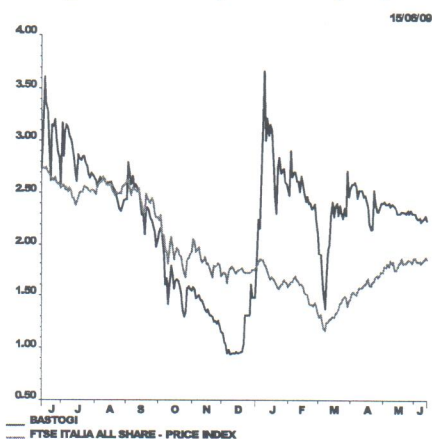
Source: Company data and Banca Aletti & C S.p.A. estimates. Historical multiples on yearly average prices.

Ref. Price 12/06/09 (Eur):	2.24
Tot Mkt Cap. (€m):	39.8
Tot No. of Shares (m):	17,788
Min-Max pr.(52 wks €):	0.9 - 4.1
Bloomberg/Reuters:	B IM/BTGI.MI
-3M vol. avg.	38,943
Price Target (€)	NR

Performance:	-3M	-6M	-1Y
Absolute	-2.8%	138%	-28.5%
Rel. to: MIBTEL	-48.5%	130%	4.1%

Major shareholders:	
Raggio di Luna	75.47%
Free Float	24.53%

Source: Consob; Bloomberg for prices.

Bastogi vs FTSE Italy All-share (-1Y)

Alessandro La Scalia, CFA
 Phone: +39-0243358.123
alessandro.lascalvia@alettibank.it
Andrea Bonfà (HoR)
 Phone: +39-0243358.194
andrea.bonfa@alettibank.it

(1) BANCA ALETTI IS A SPECIALIST OF BASTOGI**Business perimeter redefinition, new management at work**

- **We update our forecasts on Bastogi, after the FY08A/Q1'09A results and the board decision not to make any further hotel investment. NOT RATED.**
- **Discontinuing hotel management activities.** Bastogi has entered into litigation with Tremagi, the industrial counterparty of the hotel management business line and still holding 30% of H2C JV. Accordingly to Bastogi, the business perspectives included in the activity plan at the time of the deal with Tremagi were not consistent with the actual results achieved from the hotel management division. For this reason, Bastogi has initiated a legal action against Tremagi, and stopped the development process of the hotel branch. Bastogi has therefore written-off entirely its participation in H2C, prudentially devaluing assets and to be developed areas, and put the JV in liquidation, asking the counterparty for damage restitution.
- **Visibility on 2009E subject to H2C liquidation results.** A first meeting with the new management (Mr Raschi, CEO) confirmed that the focus is on a smooth and timely liquidation of H2C assets (asset book value: Eur 10m). A new strategy plan on the reduced activities perimeter is now in the making. In the meanwhile, 09E visibility appears to be low, depending on the effective timing of H2C liquidation. However, while we forecast ca Eur 4m net loss, the new perimeter activities should be overall above breakeven level before the interest charges, for an EBITDA09E of Eur 0.5m excluding the hotels to be dismissed. We also assumed a no capital gain sale of the development areas of Treviso, Milan via Gallarate and Rome by the end of this year, and no further losses in 2010E, then ending with a Eur -0.7m impact of the discontinued operation on Group's bottom line. NFP should benefit from deconsolidation, with an overall improving D/E ratio, that we forecast at 1.0x in 09E (from 1.2x in 08A).
- **Main Risks.** We see the timing and amount recovered from the H2C liquidation process as the main risk for the Company. In fact if the disposals should not be enough to rebalance the financial structure, we cannot rule out a capital increase, which could also be necessary should the new plan be aimed to a significant external growth (ie acquisitions). Other risk factors related to the operating activities now in portfolio include: (i) real estate/macro-economic market conditions; (ii) low visibility on the future art market conditions. Finally, we see as potential market-related risks (i) a very limited external liquidity and (ii) unappealing market sector (micro-cap, investment company/holding).

Bastogi: company profile

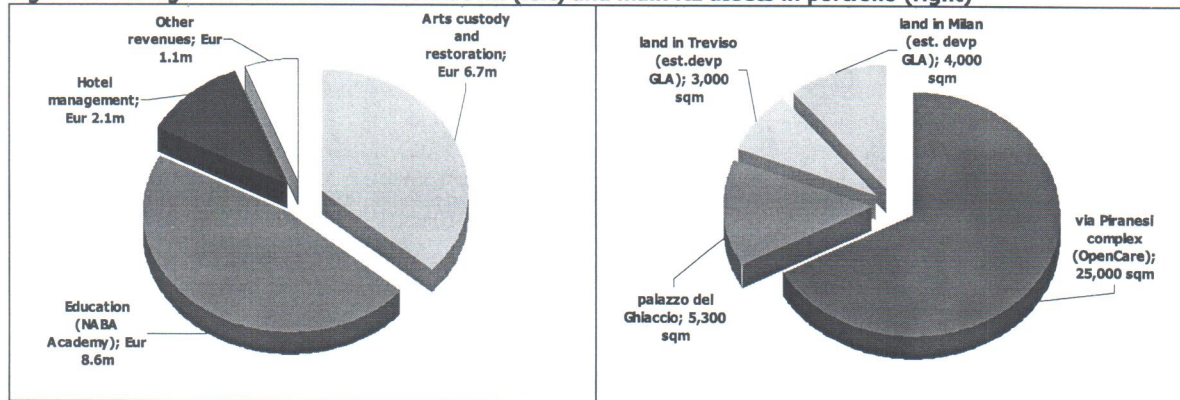
Business description. After the recent segregation of its real estate assets into Brioschi and the restructuring of its control chain, Bastogi has now changed its profile from control holding of a property developer to a smaller but increasingly diversified investment company, retaining its previous participations in non-real estate businesses with a significant bias towards high-end services. Bastogi activities' portfolio now include:

- (i) **Opencare spa** (99% owned) an **arts custody, advisory and restoration company**. Current assets under custody value exceeds Eur 130m, mostly consisting of private arts collections;
- (ii) **NABA** (Nuova Accademia delle Belle Arti, 100% owned), an **Arts and Design academy** based in Milan. Its Bachelor of Honors diploma is fully recognized in Italy and EU. Approximately 1,500 students enrolled for 2007/08 academic courses;
- (iii) a 30k sqm GLA **real estate complex in Milan** (via Piranesi), which includes **Palazzo del Ghiaccio** exposition and events center (approx 5,300 sqm GLA) and an office/laboratory building (ca. 17,000 sqm NLA) with a 8,000 sqm security caveau, mostly occupied by Opencare for its core activities, with a vacancy of ca 3,000 sqm GLA;
- (iv) **Hotel activities:** following the decision not to go on with new investments in the hotel sector, the hotel management project has been significantly reduced, with the aim to maintain only the assets with a positive return profile, while liquidating all the other assets into the JV with Tremagi.

Raggio di Luna is the controlling shareholder, owning a 75.5% equity stake in the stock.

Strategy guidelines. the main investment strategy articulates into three steps: (1) acquisition of property-backed businesses, ie of both real estate asset and operations (2) development to break-even/profitability of the operating activities jointly with value enhancement of the underlying property and (3) investment exit through the disposal of the property, the operating company, or both. However, currently, the management is revising Company guidelines, while focusing on the short-term exit from H2C through its liquidation.

Figure 1: Bastogi— 2008A revenues breakdown (left) and main RE assets in portfolio (right)



Source: Banca Aletti estimates, company data.

Risks. We see the timing and amount recovered from the H2C liquidation process as the main risk for the Company. Also, while the end-08A cash should be in our view sufficient to cover for the losses we envisage for 09E, and the historical perimeter activities cashflows should in our projections be able to repay debt costs, we cannot rule out an equity injection to rebalance the financial structure or to foster further business development. We see also a litigation risk coming from an eventual adverse verdict on H2C, even if we think this is a highly unlikely outcome. Other risks related to the operating activities now in portfolio include low visibility on the future art market conditions, and more in general, on the 2010E-onwards estimates following an expected to come strategic revision by the new management. Finally, we see as potential market-related risks (i) a very limited external liquidity (free float limited to less than Eur 7m) and (ii) unappealing market sector (micro-cap, investment company/holding).

Bastogi Summary Table

EV CALCULATIONS (EUR m)	2006a	2007a pf	2008a	2009e	2010e	2011e	2012e
Price of ordinary share	0.30	0.06	1.53	2.24	2.24	2.24	2.24
Total Shares outst. (000)	675,929	675,929	17,788	17,788	17,788	17,788	17,788
Market Cap (adj.)	202.8	40.6	27.3	39.8	39.8	39.8	39.8
Others	127.7	-1.9	-0.6	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
EV (adj.)	362.5	47.2	51.4	56.0	55.5	53.8	51.8
PROFIT & LOSS (EUR m)							
Sales	47.5	46.6	18.5	20.1	24.8	26.0	26.6
EBITDA	-2.6	25.6	-5.9	0.5	1.5	2.7	2.9
Depr,Amort, Write Offs & Prov	-7.0	-3.3	-12.5	-2.5	-2.5	-2.2	-2.2
EBIT	-9.6	22.2	-18.5	-2.0	-1.0	0.6	0.7
Net Financial Interest	-2.7	-0.5	-1.4	-1.3	-1.0	-1.0	-0.9
Other Financials	15.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Extraordinary Items	0.0	3.0	-5.2	-0.7	0.0	0.0	0.0
Earning Before Tax	2.9	24.9	-25.2	-4.0	-2.0	-0.4	-0.2
Tax	1.6	-2.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Tax rate	n.m.	8%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Minorities	-3.8	0.3	3.6	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Profit (reported)	0.7	23.1	-21.7	-4.0	-2.0	-0.4	-0.2
Net Profit (adj.)	0.7	20.1	-18.1	-3.3	-2.0	-0.4	-0.2
PER SHARE DATA (EUR)							
EPS	0.001	0.034	-1.219	-0.225	-0.112	-0.024	-0.009
EPS (adj.)	0.001	0.030	-1.018	-0.187	-0.112	-0.024	-0.009
CFPS	0.010	0.039	-0.514	-0.086	0.027	0.100	0.114
BVPS	0.189	0.059	1.153	0.928	0.816	0.792	0.783
DPS	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
KEY MARKET RATIOS							
EV/Sales	7.64	1.01	2.78	2.78	2.23	2.07	1.95
EV/EBITDA	nm	nm	nm	nm	37.6	19.6	17.9
EV/EBIT	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm
P/E (adj)	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm
P/CF	nm	nm	nm	nm	nm	22.4	19.6
P/BV	1.6	1.0	1.3	2.4	2.7	2.8	2.9
Dividend Yield (Gross)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
MARGINS AND RATIOS							
Sales growth		-1.8%	-60.2%	8.7%	23.3%	4.7%	2.1%
EBITDA growth		nm	nm	nm	216.8%	86.0%	5.6%
EBIT growth		nm	nm	nm	nm	nm	28.0%
EPS growth		nm	nm	nm	nm	nm	nm
EBITDA margin	-5.4%	54.8%	-32.0%	2.3%	5.9%	10.6%	10.9%
EBIT margin	-20.3%	47.7%	-99.7%	-9.9%	-4.0%	2.1%	2.7%
ROCE (post tax)		10.3%	-0.3%	2.5%	4.9%	7.5%	8.3%
Debt / Equity	0.13	0.20	1.22	1.01	1.12	1.03	0.90
Interest Cover	n.a.	55.2	n.a.	0.4	1.5	2.8	3.3
Payout Ratio	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
NWC/Sales	8.4%	-18.8%	-81.0%	-74.3%	-60.0%	-57.2%	-55.8%
OpFCF/Mkt.Cap	nm	618.7%	-47.3%	22.0%	1.1%	4.3%	5.0%
CASH FLOW (EUR m)							
Net Profit (reported)	4.5	22.8	-25.3	-4.0	-2.0	-0.4	-0.2
Non cash items	-8.2	3.2	12.6	2.5	2.5	2.2	2.2
Cash Flow	-3.7	26.1	-12.7	-1.5	0.5	1.8	2.0
Change in Net Working Capital	nm	12.8	6.3	-0.1	-0.1	0.0	0.0
Capex	nm	212.1	-6.5	10.3	0.0	0.0	0.0
Oper. FreeCashFlow (OpFCF)	nm	250.9	-12.9	8.8	0.4	1.7	2.0
Acquisitions	nm	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividends	nm	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Others (incl.Capital Increase)	nm	-227.6	6.0	-0.6	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	nm	23.4	-6.9	8.1	0.4	1.7	2.0
NOPLAT	nm	17.3	-0.1	1.1	1.8	2.6	2.7
BALANCE SHEET (EUR m)							
Net Tangible Assets	232.3	57.1	64.0	51.2	48.8	46.6	44.4
Net Intangible Assets	0.0	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Net Financial Assets & Others	45.5	3.9	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Total Fixed Assets	277.8	62.4	65.6	52.9	50.4	48.2	46.0
Net Working Capital	4.0	-8.8	-15.0	-15.0	-14.9	-14.9	-14.8
Total Net Assets	281.8	53.6	50.6	37.9	35.5	33.3	31.2
Shareholders Equity	128.1	39.9	20.5	16.5	14.5	14.1	13.9
Minorities equity	109.4	2.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Debt	32.0	8.6	24.8	16.7	16.2	14.5	12.5
Provisions	12.3	3.2	5.4	4.7	4.7	4.7	4.8
Others liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Source: Company data and Banca Aletti & C. S.p.A. estimates. Historical multiples on yearly average prices.

TBS Group

OUTPERFORM

SECTOR: Industrials

Price (Eu):

0.84

Target Price (Eu):

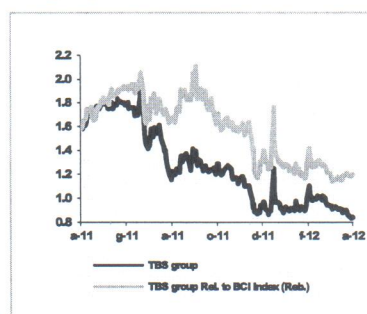
1.80

Andrea Randone +39-02-77115.364
e-mail: andrea.randone@intermonte.it

New Growth Opportunities Thanks To Inflows From Italian Investment Fund

- **2H11 bottom line weaker than expected.** In 2H11, TBS posted revenues of Eu98.8mn, stable YoY but 3% below our estimate. EBITDA before non-recurring items came in at Eu12.1mn, -2% YoY and 4% short of expectations. Non-recurring charges on EBITDA amounted to Eu0.75mn in 2H11, related to restructuring actions on German activities and due diligence operations in the US concerning a possible acquisition that was not completed. Financial charges were higher than expected because of a greater use of factoring entailed by a severe worsening of payment terms experienced in 4Q11. Net profit closed at Eu0.2mn, vs. our estimate of Eu3mn, after an 83% tax rate. Finally, net debt was Eu69.3mn at the end of December, stable YoY and in line with our estimate.
- **Italian Investment Fund has poured in new resources for growth projects.** In February 2012, the state-backed Fondo Italiano Investimenti (Italian Investment Fund) invested Eu20mn in TBS through a Eu10mn reserved rights issue at Eu1.8/share plus a Eu10mn convertible bond. The goal of the Fund's participation is to support growth projects and the group's internationalisation process. As such, on 2nd March, TBS Group acquired a 35% minority stake in REM, an Italian company active in the diagnostic imaging sector. The deal is part of TBS Group's broader strategic plan to strengthen its position in the diagnostic imaging market, which is expected to experience strong growth in the near future. We expect TBS will complete further acquisitions in the coming months with the remaining liquidity cashed in from Fondo Italiano Investimenti. For the time being, the only change we have factored into our model due to this operation is the higher financial charges entailed (the convertible bond has an 8% annual coupon), hence our estimates will be raised as soon as the acquisition process is completed.
- **Change in estimates.** In 2012, a deep turnaround in Germany was approved: we expect the group's German business will break even by 2013, while we expect a negative contribution of about Eu1.5mn on 2012 EBITDA. In our model, we have also increased expected financial charges, not only because of costs related to the Eu10mn convertible bond, but also after assuming a higher spread on existing debt. All in all, we are cutting our 2012 net profit estimate by 46% and reducing the 2013 net result by a more limited 18.7%. The impact on EPS is higher because of a 13% dilution effect after the issue of 5.5mn new shares subscribed by Fondo Italiano Investimenti.
- **OUTPERFORM, TP Eu1.8 (from Eu2.1).** Our target price, calculated through a DCF model, implies a multiple of 5.3x 2013EV/EBITDA, a 10% discount to TBS's peer group. Our target is equal to the price paid by Italian Investment Fund in the rights issue. Moreover, we expect the group to continue growing externally by exploiting the recent new financing. Finally, if Italian public bodies were to begin ensuring compliance with European regulation in terms of payment times to suppliers, that would be an important trigger for the stock that is not included in our estimates.

TBS group - 12m Performance



RATING: Unchanged

TARGET PRICE (Eu): from 2.10 to 1.80

Change in EPS est:	2012E	2013E
	-53.0%	-29.4%

STOCK DATA

Reuters code: TBS.MI
Bloomberg code: TBS IM

Performance	1m	3m	12m
Absolute	-10.3%	-9.3%	-46.8%
Relative	-0.8%	-6.7%	-17.1%
12 months H/L:	1.91/0.83		

SHAREHOLDER DATA

No. of Ord. shares (mn):	42
Total No. of shares (mn):	42
Mkt Cap Ord (Eu mn):	35
Total Mkt Cap (Eu mn):	35
Mkt Float - ord (Eu mn):	6
Mkt Float (in %):	15.7%
Main shareholder:	
Founders	23.4%

BALANCE SHEET DATA

	2012
Book value (Eu mn):	64
BVPS (Eu):	1.59
P/BV:	0.5
Net Financial Position (Eu mn):	-63
Enterprise value (Eu mn):	101

Key Figures	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
Sales (Eu mn)	191	198	218	233	250
Ebitda (Eu mn)	21	20	24	26	29
Net profit (Eu mn)	6	0	3	6	7
EPS - New (Eu)	0.124	0.015	0.079	0.136	0.155
EPS - Old (Eu)	0.124	0.102	0.167	0.192	
DPS (Eu)	0.030	0.024	0.030	0.030	0.030
Ratios & Multiples	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
P/E	6.8	55.6	10.7	6.2	5.4
Div. Yield	3.6%	2.9%	3.6%	3.6%	3.6%
EV/Ebitda	4.9	5.0	4.2	3.8	3.4
ROCE	9.8%	8.0%	11.3%	12.8%	13.6%

The reproduction of the information, recommendations and research produced by Intermonte SIM contained herein, and of any of its parts, is strictly prohibited. None of the contents of this document may be shared with third parties without Company authorization.

TBS group - KEY FIGURES

		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
	Fiscal year end	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
PROFIT & LOSS (Eu mn)	Sales	191	198	218	233	250
	EBITDA	21	20	24	26	29
	EBIT	11	10	14	17	18
	Financial income (charges)	(2)	(4)	(5)	(5)	(4)
	Associates & Others	0	0	0	0	0
	Pre-tax profit (Loss)	9	6	9	12	14
	Taxes	(3)	(5)	(6)	(6)	(7)
	Tax rate (%)	34.8%	87.7%	60.0%	50.0%	50.0%
	Minorities & discontinue activities	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
	Net profit	6	0	3	6	7
	Total extraordinary items	0	(2)	0	0	0
	Ebitda excl. extraordinary items	22	22	24	26	29
	Ebit excl. extraordinary items	14	12	14	17	18
	Net profit restated	5	1	3	6	7
PER SHARE DATA (Eu)	Total shares out (mn) - average fd	37	37	42	42	42
	EPS stated fd	0.153	0.008	0.079	0.136	0.155
	EPS restated fd	0.124	0.015	0.079	0.136	0.155
	BVPS fd	1.564	1.548	1.587	1.707	1.837
	Dividend per share (ord)	0.030	0.024	0.030	0.030	0.030
	Dividend per share (sav)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
	Dividend pay out ratio (%)	17.9%	325.9%	32.7%	19.0%	16.6%
CASH FLOW (Eu mn)	Gross cash flow	13	10	13	16	17
	Change in NWC	(9)	2	(4)	(3)	(3)
	Capital expenditure	(9)	(10)	(9)	(10)	(11)
	Other cash items	(1)	(1)	0	0	0
	Free cash flow (FCF)	(5)	1	0	3	3
	Acquisitions, divestments & others	(8)	0	(3)	0	0
	Dividend	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
	Equity financing/Buy-back	(0)	0	10	0	0
	Change in Net Financial Position	(17)	(0)	7	2	2
BALANCE SHEET (Eu mn)	Total fixed assets	86	87	87	87	88
	Net working capital	59	57	61	64	67
	Long term liabilities	(19)	(18)	(18)	(18)	(18)
	Net capital employed	126	126	130	133	137
	Net financial position	(69)	(69)	(63)	(61)	(59)
	Group equity	57	57	67	72	77
	Minorities	2	3	3	3	4
	Net equity	55	54	64	69	74
ENTERPRISE VALUE (Eu mn)	Average mkt cap - current	35	35	35	35	35
	Adjustments (associate & minorities)	(2)	(3)	(3)	(3)	(4)
	Net financial position	(69)	(69)	(63)	(61)	(59)
	Enterprise value	107	107	101	100	98
RATIOS(%)	EBITDA margin*	11.4%	10.9%	10.9%	11.3%	11.4%
	EBIT margin*	7.5%	6.1%	6.6%	7.2%	7.3%
	Gearing - Debt/equity	120.4%	122.3%	93.6%	84.7%	76.2%
	Interest cover on EBIT	5.2	2.4	2.8	3.7	4.2
	Debt/Ebitda	3.33	3.54	2.63	2.31	2.06
	ROCE*	9.8%	8.0%	11.3%	12.8%	13.6%
	ROE*	10.6%	0.6%	5.6%	8.6%	9.2%
	EV/CE	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
	EV/Sales	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
	EV/Ebit	7.4	8.9	7.0	5.9	5.4
	Free Cash Flow Yield	-14.4%	3.8%	0.4%	7.1%	7.8%
GROWTH RATES (%)	Sales	20.4%	3.6%	10.3%	7.2%	7.2%
	EBITDA*	16.1%	-0.9%	10.3%	10.9%	8.3%
	EBIT*	26.2%	-15.8%	19.4%	16.6%	9.0%
	Net profit	50.3%	-94.5%	981.4%	72.5%	14.4%
	EPS restated	13.5%	-87.8%	421.0%	72.5%	14.4%

* Excluding extraordinary items

Source: Intermonte SIM estimates

Details

In 2H11, TBS posted revenues of Eu98.8mn, stable YoY but 3% below our estimate. EBITDA before non-recurring items came in at Eu12.1mn, -2% YoY and 4% short of expectations. Non-recurring charges on EBITDA amounted to Eu0.75mn in 2H11, related to restructuring actions on German activities and due diligence operations in the US concerning a possible acquisition that was not completed. Financial charges were higher than expected because of a greater use of factoring entailed by a severe worsening of payment terms experienced in 4Q11. Net profit closed at Eu0.2mn, compared to our estimate of Eu3mn, after an 83% tax rate.

TBS Group - Half yearly P&L

(Eu mn)	2H10A	2010A	1H11A	2H11A	2011A	2H11E	A. Vs. E.
Total Revenues	99.83	190.66	98.7	98.81	197.51	102.26	-3.4%
<i>YoY growth</i>	<i>23.3%</i>	<i>20.4%</i>	<i>8.7%</i>	<i>-1.0%</i>	<i>3.6%</i>	<i>2.4%</i>	
EBITDA adjusted	12.41	21.80	9.5	12.14	21.60	12.66	-4.1%
<i>YoY growth</i>	<i>22.7%</i>	<i>16.1%</i>	<i>0.8%</i>	<i>-2.2%</i>	<i>-0.9%</i>	<i>2.0%</i>	
<i>EBITDA margin</i>	<i>12.4%</i>	<i>11.4%</i>	<i>9.6%</i>	<i>12.3%</i>	<i>10.9%</i>	<i>12.4%</i>	
EBITDA IFRS	12.01	20.70	8.2	11.40	19.60	12.42	
<i>YoY growth</i>	<i>18.8%</i>	<i>10.2%</i>	<i>-5.6%</i>	<i>-5.1%</i>	<i>-5.3%</i>	<i>3.4%</i>	
<i>EBITDA margin</i>	<i>12.0%</i>	<i>10.9%</i>	<i>8.3%</i>	<i>11.5%</i>	<i>9.9%</i>	<i>12.1%</i>	
D&A	(4.01)	(7.43)	(4.00)	(5.49)	(9.49)	(4.03)	
<i>on sales</i>	<i>4.0%</i>	<i>3.9%</i>	<i>4.1%</i>	<i>5.6%</i>	<i>4.8%</i>	<i>3.9%</i>	
EBIT adjusted	8.40	14.38	5.5	6.66	12.11	8.63	-22.9%
<i>YoY growth</i>	<i>27.5%</i>	<i>26.2%</i>	<i>-8.6%</i>	<i>-20.8%</i>	<i>-15.8%</i>	<i>2.7%</i>	
<i>Restated EBIT margin</i>	<i>7.5%</i>	<i>7.6%</i>	<i>5.5%</i>	<i>6.7%</i>	<i>6.2%</i>	<i>8.4%</i>	
EBIT IFRS	7.00	11.28	4.2	4.66	10.11	7.13	
<i>EBIT margin</i>	<i>7.0%</i>	<i>5.9%</i>	<i>4.3%</i>	<i>4.7%</i>	<i>5.1%</i>	<i>7.0%</i>	

Source: Company data (A) and Intermonte SIM estimates (E)

ItalTBS - Net Profit

(Eu mn)	2H10A	2010A	1H11A	2H11A	2011A	2H11E	
EBIT IFRS	7.00	11.28	4.2	5.91	10.11	8.38	
Financial Income (Charges)	(1.08)	(2.15)	(1.87)	(2.38)	(4.25)	(2.01)	
Associates	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
Pretax	5.94	9.13	2.33	3.53	5.86	6.37	-44.6%
Taxes	(3.82)	(3.18)	(2.21)	(2.93)	(5.14)	(3.01)	
<i>tax rate</i>	<i>-64.3%</i>	<i>-34.8%</i>	<i>-94.9%</i>	<i>-82.9%</i>	<i>-87.7%</i>	<i>-47.2%</i>	
Minorities/disc. operations	(0.06)	(0.36)	0.00	(0.42)	(0.42)	(0.35)	
Net Income	2.06	5.59	0.12	0.19	0.31	3.01	-93.8%
<i>YoY growth</i>	<i>-20.0%</i>	<i>50.3%</i>	<i>0.1%</i>	<i>0.2%</i>	<i>-94.5%</i>	<i>2.9%</i>	

Source: Company Data & Intermonte SIM estimates

