

**AIM Italia**

**Pre-IPO Research**

**Rating: Hold**

**Target Price: €7,42**

| Year  | Sales<br>€k | EBITDA<br>€k | EBIT<br>€k | Net Profit<br>€k | Eps<br>€ | EV/Ebitda<br>x | EV/Ebit<br>x | P/E<br>x |
|-------|-------------|--------------|------------|------------------|----------|----------------|--------------|----------|
| 2014  | 29.892      | 4.195        | 2.938      | 1.677            | 0,150    | 19,9           | 28,5         | 47,5     |
| 2015F | 33.101      | 4.979        | 3.486      | 1.927            | 0,173    | 16,8           | 24,0         | 41,4     |
| 2016F | 37.973      | 5.893        | 4.243      | 2.435            | 0,218    | 14,2           | 19,7         | 32,7     |
| 2017F | 42.441      | 7.403        | 5.645      | 3.377            | 0,303    | 11,3           | 14,8         | 23,6     |

|              | New    |
|--------------|--------|
| Rating       | Hold   |
| Risk Rating  | Medium |
| Target Price | 7,42   |

| Market Data (€)       |                   |
|-----------------------|-------------------|
| Close Price (€)       | 7,15              |
| Share Outstanding (k) | 11149             |
| Market Cap (€m)       | 79715             |
| Market Float (%)      | 10,0              |
| Avg Daily Vol (n.)    | 45000             |
| Past 12 Months        | Max 13,9 Min 4,03 |

| Performance | 3 M | 12 M |
|-------------|-----|------|
| Absolute    | n.a | n.a  |
| Relative    | n.a | n.a  |



**BioDue**

**L'attività.** Biodue produce e confeziona per conto terzi e per conto proprio prodotti principalmente destinati a farmacie, parafarmacie ed erboristerie, nei settori nutrizionale (integratori alimentari liquidi e solidi), cosmetico e dei dispositivi medici. L'offerta prevede anche prodotti personalizzati Private Label per le realtà retail. BioDue è titolare di 107 marchi registrati (5 con estensione comunitaria) e 14 tra brevetti industriali e commerciali. BioDue collabora con le Università di Siena e di Firenze. La società ha da sempre dedicato massima attenzione all'attività di ricerca e sviluppo (che viene regolarmente spesa). Grazie al processo produttivo, BioDue è in grado di acquisire e sviluppare competenze specifiche che non trovano riscontro in bilancio (intangibles) ma che comportano l'attivazione di sinergie produttive che si riflettono positivamente sul costante miglioramento dell'offerta di prodotto esistente. L'attività è svolta in diversi stabilimenti per un totale di 10,000 m2 ubicati in Tavernelle Val di Pesa, a circa 20 km dal centro di Firenze, dove sono localizzati anche gli uffici, ed il magazzino.

**Il mercato.** BioDue è attiva nel settore dell'health care, prevalentemente nel territorio nazionale dove realizza più del 90% del fatturato. Il settore si caratterizza per l'eterogeneità delle famiglie di prodotti che ne fanno parte e quindi non sempre è agevole un'accurata comparazione dell'offerta del gruppo, che si concentra trasversalmente su nicchie di prodotti all'interno dei vari segmenti. In linea generale, possiamo rilevare che nonostante la contrazione dei consumi registrata, in linea con il rallentamento della crescita economica, il settore evidenzia una buona tenuta e mostra una vocazione anticiclica. Il settore della cosiddetta "nutracetica" rappresenta per BioDue il 50% circa del fatturato. Motivo questo per il quale ci concentreremo su detto settore. Un settore, quello dei nutraceutici, che mostra anche in Italia una continua crescita, sia a valori (+7,6%) sia a volumi (+5,7%) e che concorre all'espansione dell'intero comparto farmaceutico. Euromonitor International's Passport ha definito l'Italia come prima in Europa per la vendita di integratori e vitamine. Analizzando i dati degli ultimi tre anni, il numero di pezzi venduti, che nel 2012 era oltre 147 mln, è arrivato nel 2014 a toccare quota 161 mln, registrando un incremento del 4,9%.

**Le stime per il periodo 2015-17F derivano dai seguenti driver di crescita:** Le stime per il periodo 2015-17F derivano dai seguenti driver di crescita: nel settore Industrial, un aumento fisiologico degli ordinativi derivanti dal consolidamento e fidelizzazione della clientela, unito ad un incremento delle vendite del segmento integratori liquidi (CAGR stimato 2014-2017: 12%). Ci aspettiamo un CAGR 2014-17 del 10% per l'intero settore Industrial; nel settore Branded & Private Label per Pharcos stimiamo un miglioramento dell'offerta relativa ai prodotti esistenti e l'avvio del processo di internazionalizzazione delle vendite nel mercato europeo. Ci aspettiamo un CAGR 2014-17 del 7%.

**Valutazione: rating HOLD, target price €7,42, risk medium.** Abbiamo condotto la valutazione del range di BioDue sulla base della metodologia del DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Ciascun modello di valutazione è in grado di cogliere uno o più aspetti della vita di un'azienda: reddituale, patrimoniale, basato sui flussi di cassa, basato sulla comparazione di aziende "simili" quotate. Per questo motivo riteniamo che un corretto mix tra le diverse valutazioni, sia in grado di meglio cogliere il "corretto fair value range" di una società come BioDue caratterizzata da alcuni particolarità (flussi di cassa, management quality, azionisti manager etc.).

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

## L'attività e il modello di business

### L'attività

Biodue produce e confeziona per conto terzi (Industrial) e per conto proprio (Branded) prodotti "chiavi in mano" nei settori nutrizionale (integratori alimentari liquidi e solidi), cosmetico e dei dispositivi medici per farmacie, parafarmacie ed erboristerie. La gamma dell'offerta è integrata con prodotti personalizzati sulla base delle specifiche e con il marchio del retailer committente (Private Label), BioDue è titolare di 107 marchi registrati (5 con estensione comunitaria) e 14 tra brevetti industriali e commerciali.

BioDue collabora con le Università di Siena e di Firenze. La società ha da sempre dedicato massima attenzione all'attività di ricerca e sviluppo (che viene regolarmente spesa).

La combinazione Industrial e Branded&Private Label attiva importanti sinergie produttive. In particolare, l'Industrial si conferma un qualificato «braccio produttivo» che oltre a saturare la capacità produttiva attraverso i prodotti commissionati, trasferisce a BioDue i relativi benefici in termini di sviluppo e innovazione.

L'attività è svolta in diversi stabilimenti per un totale di 10,000 m2 ubicati in Tavernelle Val di Pesa, a circa 20 km dal centro di Firenze, dove sono localizzati anche gli uffici ed il magazzino. Tutti gli stabilimenti, per la particolare categoria merceologica trattata (sanitario-farmaceutica), sono caratterizzati dagli elevati standard di qualità e di sicurezza richiesti dalle normative Europee (CE 852/2004) e USA (certificazione GMP, «Good Manufacturing Practice» e registrazione FDA USA). BioDue pone la massima attenzione al rispetto dei più elevati parametri di qualità e sicurezza richiesti dalle normative europee (Code of Federal Regulations, Title 21, Volume 2, part III, del 01-04-2013) e dalla registrazione presso la FDA Americana (U.S. FDA Registration n. 10725095718)

Il processo produttivo è svolto utilizzando macchinari che rappresentano lo stato dell'arte del settore. Nel corso della sua storia BioDue ha sempre effettuato investimenti per mantenere standard di produzione elevati.

Essendo la produzione gestita su più siti produttivi caratterizzati da vicinanza geografica e concentrati nella stessa località (Sambuca), le tematiche di disaster recovery sono soddisfatte più che ampiamente. Gli impianti presentano costi e tempi di attrezzaggio piuttosto contenuti e possono essere adibiti a più produzioni.

La BioDue si avvale della LaBiotre e la Bioenx, società la cui attività sono funzionali all'intero processo produttivo ed il cui livello di integrazione verticale risulta decisamente elevato.

LaBiotre è stata creata nel 2011 in partnership con un operatore di settore e si occupa di estrazione dei principi attivi vegetali con tecnologia e know-how proprietario in esclusiva per il cliente finale. LaBiotre fornisce a BioDue materie prime per i prodotti a marchio propri "Selerbe" ed estratti naturali vegetali da utilizzare nel ciclo produttivo.

La Bioenx è stata costituita nel 2014 in partnership con Emanuele Enzo, illustre patologo e ricercatore, già collaboratore di BioDue dal 2007 e sviluppa, brevetta e commercializza materie prime da impiegare in campo cosmetico, alimentare e per dispositivi medici. Bioenx fornisce a BioDue le materie prime utilizzate per la cosmetica. Le altre due aziende funzionali e complementari all'attività di BioDue, non incluse nel perimetro dell'IPO, sono la Puntopack e la Printingpack.

La Puntopack offre soluzioni per il packaging primario, standard o personalizzate alle aziende che operano nei settori dietetico, alimentare, farmaceutico, cosmetico ed industriale. I principali

prodotti sono flaconi in PET, flaconi in vetro, cosmetica, pilloliere, monodose, chiusure, dosatori. La società opera nei due stabilimenti di Tavarnelle Val di Pesa (loc. Sambuca) e di Parma. Essa fornisce a BioDue gran parte del packaging primario (flaconi e fiale principalmente).


La Printingpack offre soluzioni per il packaging secondario (astucci e scatole in cartoncino, cartoni da imballo, espositori da banco). La società opera nello stabilimento di Tavarnelle Val di Pesa (loc. Sambuca) e fornisce a BioDue gran parte del packaging secondario (astucci e foglietti principalmente).

### Il modello di business

Il modello di business di BioDue è incentrato sulla coesistenza di due «anime» produttive:

- Industrial, ovvero produzione in conto terzi finalizzata a raggiungere i principali brand nazionali e internazionali dell'industria farmaceutica (Bracco, Stada, Generix) di cui BioDue è primario interlocutore nazionale. BioDue S.p.A. ha un portafoglio prodotti derivante da circa 130 linee di produzione, che copre un ampio spettro. Tra i più importanti prodotti Industrial distribuiti segnaliamo: Cebion nelle sue diverse formulazioni, Vitakick B12, Pedianasal Iper, Ard Cogiton, Ferzym Fast.





**Fig. 1 – I prodotti Industrial**

| Prodotto   | Principi attivi   | Specifiche prodotto   |
|--|---|---|
|  CEBION IMMUNO PRO® | Vitamina C, Zinco e Fermenti Probiotici di Lactobacillus Rhamnosus                | Mantenimento delle normali difese dell'organismo, riequilibrio della microflora intestinale; stimola una corretta risposta del sistema immunitario  |
|  VITAKICK B12®      | VitaminB12, Niacina, Serina e glutammina  | Normalizzazione delle funzioni del sistema immunitario, del metabolismo energetico e del sistema nervoso e agevola la riduzione di fatica e stanchezza                                    |
|  PEDIANASAL® IPER   | Acqua di mare concentrata, Potassio fosfato monobasico, Potassio fosfato bibasico | Pulizia fosse nasali in caso di raffreddori, riniti allergiche, sinusiti o stati di congestione delle mucose nasali, usato anche per aerosol  |
|  ARD COGITON®       | Ginkgo Bibola, Selenio e Vitamina C   | Protezione del tessuto cerebrale dagli insulti dello stress ossidativo e dall'invecchiamento; favorisce la memoria e le funzioni cognitive  |
|  FERZYM FAST®       | Fermenti Lattici con Pappa Reale, Fibre Vegetali e Papaya Fermentata              | Mantenimento dell'equilibrio della flora intestinale, spesso alterata da trattamenti antibiotici e/o alimentazione non equilibrata. Favorisce, inoltre, le naturali difese dell'organismo |

Fonte: BioDue

- Branded, ovvero marchio proprio, e Private Label, ovvero la produzione personalizzata per clienti retail (farmacie, parafarmacie, erboristerie). I prodotti branded riguardano:
  - la dermocosmesi, (linea Pharcos). Pharcos è la linea dedicata alla dermocosmesi e deriva dall'unione di due termini, "farma" e "cosmesi", come per anticipare quello che oggi è comunemente indicato con il concetto di "cosmeceutico". Per prima in Italia ha valorizzato nella pratica dermocosmetica l'applicazione di molecole oggi largamente utilizzate (acidi grassi essenziali omega-6, acido glicolico, beta-sitosterina, acido cogico, melatonina ed enzimi di riparazione del DNA):

**Fig. 2 – I prodotti branded: Pharcos**

| Categoria                       | Prodotti  | Specifiche prodotto  |
|---------------------------------|---|--|
| DERMATOLOGIA MOLECOLARE         |  Linea "FOTOKER": composta da creme dermatologiche, fluidi dermatologici e integratori alimentari                    | Prevenzione della comparsa di danni a carico del DNA causati dai raggi UV. Tali prodotti lasciano sulla pelle un film protettivo che proteggono da varie forme di tumore cutaneo                                     |
| ACRONOMIE CUTANEE               |  Linea "CROMOVIT": composta da integratori alimentari (capsule) e prodotti cosmetici (crema)                         | Riequilibrio di alcuni processi che sono presenti nella depigmentazione della cute   |
| DERMONORMALIZZANTI              |  Linea "LIPOSKIN": costituita da integratori alimentari (comprese), prodotti cosmetici (crema) e detergenti liquidi  | Mantenimento di una pelle normale attraverso prodotti indicati per pelli caratterizzate da eccessiva secrezione di sebo  |
| VASOPROTEZIONE E FOTOPROTEZIONE |  Attraverso le rispettive linee "Teleangyl" e "Helioskin": costituite da integratori alimentari e prodotti cosmetici | Aumento delle difese della pelle durante l'esposizione solare, favorendo tempi di esposizione più lunghi anche nei fototipi maggiormente sensibili e raggiungimento di un'abbronzatura uniforme nei soggetti normali |

Fonte: BioDue

Il prodotto viene distribuito attraverso la prescrizione medica garantita dai circa 4.000 dermatologi italiani che per una maggiore fidelizzazione vengono regolarmente visitati (almeno 1 volta al mese) ed informati da un'equipe di 40 informatori scientifici. Attualmente i prodotti a marchio Pharcos sono distribuiti principalmente in Italia e in America Latina.

- la linea oculistica (BioDue Oftalmica – biOfta). La linea oculistica BioDue Oftalmica, oggi chiamata «biOfta», opera attraverso una rete di agenti monomandatari (ad oggi vengono coperti 4.000 oculisti su un totale di circa 8.000 oculisti in Italia). I prodotti più venduti sono i sostituti lacrimali che allo stato attuale vengono acquistati da terzi e commercializzati con marchio biOfta. Per la produzione degli stessi è infatti necessario essere dotati di una reparto sterile che BioDue prevede di creare a breve all'interno dello stabilimento cosmetico con un reparto di riempimento sterile, una dedicata agli strip monodose e una a quelli pluridose con tecnologie estremamente innovative.

**Fig. 3 – I prodotti branded: biOfta**

|                        | Prodotti  | Specifiche prodotto   |
|------------------------|---|---|
| INTEGRATORI ALIMENTARI |  IPOLAC MGD®<br>VITREOIAL®<br>TAURETIN-A®<br>CITINERV® | Segmento oculare anteriore<br>Segmento oculare intermedio<br>Segmento oculare posteriore<br>Nervo ottico            |
| COSMESI OFTALMICA      |  OFTALDERM®  | Cosmesi e igiene dell'area periorbitale, comprendente salviette e detergente per l'igiene ed gel per il trattamento |
| COMFORT OCULARE        |  ALTIAL®<br>IPOLAC SPRAY®                              | Sostituto lacrimale con acido ialuronico 0,16%<br>Primo spray ad applicazione periorbitale "made in Italy"          |

Fonte: BioDue

- prodotti prevalentemente nel settore degli integratori alimentari a marchio Selerbe, linea dedicata agli integratori alimentari. La peculiarità di Selerbe consiste

nella produzione personalizzata a Private Label, rivolti alle farmacie/erboristerie, consentendo così alle stesse di avere un prodotto esclusivo a marchio proprio:

**Fig. 4 – I prodotti branded: Selerbe**

| Categoria                   | Prodotti  | Specifiche prodotto  |
|-----------------------------|---|--|
| PRODOTTI A MARCHIO SELERBE: |  PROPOMAR SPRAY®<br> SELEDRENA<br> IMMUNORAC®<br> PAPAYA FERMENTATA ORAC MASTER | Pulizia fosse nasali a base di acqua di mare isotonica e "propolhON solvent free"<br>Drenante con stevia rebaudiana, dolcificante naturale a zero calorie<br>Coadiuvante delle naturali difese dell'organismo e antiossidante<br>Prodotto utile per coadiuvare le naturali difese dell'organismo e per la sua attività antiossidante |

Fonte: BioDue

Il processo produttivo è suddiviso per stabilimento a seconda della tipologia di output produttivo e della funzione aziendale (130 linee di produzione interna, raggruppate per tipologia nei singoli stabilimenti).

**Fig. 5 – Il processo industriale**



Fonte: BioDue

La produzione di prodotti commissionati in c/terzi è subordinata al riconoscimento di standard produttivi e qualitativi soggetti a audit altamente onerosi. Il livello di personalizzazione del prodotto sulla base delle specifiche del cliente rende molto difficile la perdita di quest'ultimo a favore di altri fornitori. Il processo e il layout produttivo risultano flessibili e adattabili in base alle esigenze dei clienti.

**I canali di vendita**

Uno dei vantaggi competitivi di BioDue, costruito nel corso del tempo grazie all'intuito del management, è l'articolazione della filiera distributiva su molteplici canali di vendita, in funzione della diversa tipologia di prodotto. In particolare, occorre distinguere: i prodotti Industrial che seguono il canale direzionale B2B e i prodotti Branded e Private Label che vengono distribuiti attraverso catene di farmacie, parafarmacie, erboristerie.

I prodotti Branded e Private Label indicati su consiglio medico vengono distribuiti attraverso una rete di oltre 40 informatori scientifici mono-mandatari che provvedono alla fidelizzazione e al consolidamento dei rapporti con i medici di riferimento sull'intero territorio nazionale. Tale rete raggiunge circa il 50% degli oculisti italiani (biOfta) ed il 100% dei dermatologi italiani

(Pharcos). In questo caso la domanda primaria è indotta dalla segnalazione medica e consente a BioDue di bypassare la concorrenza dei farmaci generici da banco nelle farmacie.

### **I principali clienti**

La distribuzione del fatturato per cliente è molto frammentata e rispecchia il posizionamento trasversale del gruppo all'interno del settore, spaziando da una clientela Industrial di più grandi dimensioni a quella retail dei marchi propri.

I primi 10 clienti rappresentavano il 37% c.a. del fatturato nel 2014. Nessun cliente supera la soglia del 10%.

Il consolidarsi di rapporti stabili e duraturi, alimentati dall'importante fase di referenziazione e auditing da parte del cliente e soggetta diverse normative di standard qualitativi, incentiva la fidelizzazione dello stesso. A riprova di quanto sopra è possibile evidenziare che non sussiste un "churn rate" degno di nota: il tasso di contenzioso su crediti nel 2014 è pari allo 0,3%.

Con riferimento alla scomposizione Industrial/Branded, il 77% del fatturato generato dai primi 50 clienti è afferente a clientela Industrial; il 23% è ripartito su clienti Branded, a riprova delle più piccole dimensioni medie dei clienti del segmento.

Nel mercato dei grandi clienti, BioDue ha sviluppato nel corso degli anni un network di clienti storici fidelizzati attraverso il consolidamento di rapporti commerciali con aziende committenti nel settore.

### **I principali fornitori**

BioDue si rifornisce principalmente da aziende che commercializzano materie prime funzionali alla realizzazione del prodotto finito e che rappresentavano il 67% delle forniture 2014. Le aziende forniscono i componenti principali che diventeranno in seguito integratori alimentari, cosmetici e dispositivi medici sulla base delle specifiche del cliente per la parte Industrial e Private Label e degli standard della produzione interna per il segmento Branded.

La concentrazione dei primi 10 fornitori è pari al 47% del costo complessivo. Il dato rispecchia da un lato la concentrazione del mercato della fornitura che, nel caso dei componenti dei probiotici assume la configurazione di un oligopolio, dall'altro una scelta strategica della società di avvalersi di controparti con cui vengono intrattenute partnership per garantire gli standard qualitativi delle forniture e rendere più fluido il processo di controllo. Punto Pack rappresenta il 15% della spesa complessiva, Printingpack contribuisce per l'8% e La BioTre il 5%

## Il mercato

BioDue è attiva nel settore dell'health care, prevalentemente nel territorio nazionale dove realizza più del 90% del fatturato grazie al presidio e radicamento nazionale.

All'interno del mercato si possono individuare, tra gli altri, anche i tre segmenti seguenti:

- Dispositivi medici
- Cosmetici (prodotti da Pharcos)
- Integratori alimentari (prevalentemente coperti da Selerbe)

Il settore si caratterizza per l'eterogeneità delle famiglie di prodotti che ne fanno parte e quindi non sempre è agevole un'accurata comparazione dell'offerta del Gruppo, che si concentra trasversalmente su nicchie di prodotti all'interno dei vari segmenti. In linea generale, possiamo rilevare che nonostante la contrazione dei consumi registrata, in linea con il rallentamento della crescita economica, il settore evidenzia una buona tenuta e mostra una vocazione anticiclica. Negli ultimi 15 anni, il mercato è cresciuto sia in termini di volumi sia in termini di valore. La composizione distributiva vede sul mercato italiano la preferenza per il canale farmaceutico, dove BioDue ha un buon presidio, a cui viene accordato una migliore fiducia e specializzazione di prodotto.

Il settore Industrial (integratori, cosmetici e medical device) ammontava nel 2014 in Italia a €2,4 mld, il settore in cui opera la Pharcos a €0,342 mld, il settore di biOfta a €0,242 mld, mentre il settore di riferimento di Selerbe a €1,2 mld. Come si nota dalla figura seguente, BioDue ha una market share del 6,9% nel mercato degli integratori alimentari, dello 0,6% e dell'1,1% rispettivamente sul segmento di riferimento di Selerbe e biOfta. Di seguito le quote di mercato in Italia di BioDue nei diversi segmenti di mercato:

**Fig. 6 – Il mercato di riferimento**

| Valori in € milioni |   | 2013      | 2014      |
|---------------------|---|-----------|-----------|
| <b>Industrial</b>   | Valore complessivo del mercato di riferimento | 2.006.255 | 2.164.418 |
|                     | Quota di mercato Integratori *                | 6,5%      | 6,9%      |
| <b>Pharcos (1)</b>  | Valore complessivo del mercato di riferimento | 337.277   | 342.341   |
|                     | Quota di mercato *                            | 3,6%      | 3,7%      |
| <b>biOfta (2)</b>   | Valore complessivo del mercato di riferimento | 240.646   | 241.747   |
|                     | Quota di mercato *                            | 0,8%      | 1,1%      |
| <b>Selerbe (3)</b>  | Valore complessivo del mercato di riferimento | 1.203.896 | 1.293.658 |
|                     | Quota di mercato *                            | 0,5%      | 0,6%      |

Fonte: elaborazione BioDue su dati Federsalus e Cosmetica Italia.

Il settore della cosiddetta “nutracetica” rappresenta per BioDue il 50% circa del fatturato. Motivo questo per il quale ci concentreremo su detto settore.

Quando il dottor Stephen De Felice, nel 1989, coniò il termine “nutraceutica” dalla crisi fra nutrizione e farmaceutica, si riferiva allo studio degli alimenti che svolgono una comprovata e riconosciuta funzione benefica per la salute. Gli studi scientifici successivi hanno dimostrato che i prodotti nutraceutici possono essere definiti a ragione come “alimenti-farmaco”, in quanto dotati non solo di proprietà nutritive, ma anche terapeutiche: in grado di prevenire e di curare patologie ben determinate, molte delle quali insorgono con l’avanzare dell’età. Il mondo scientifico da anni evidenzia come l’alimentazione corretta rafforzi il sistema immunitario e riduca notevolmente il rischio di malattie cardiovascolari, degenerative, mentali e muscolo-scheletriche.

Il mercato globale dei nutraceutici vale circa €100 mld e di questi l’85% arrivavano da Europa, Stati Uniti e Giappone.

A livello mondiale la domanda si dirige principalmente su integratori di vitamine e minerali e quindi sui vegetali, ma per quanto riguarda le esigenze di salute del pubblico il mercato della gestione del peso è in Europa uno dei segmenti più attivi. Nel 2012, in particolare, gli integratori hanno sviluppato un valore pari a €7,5 mld in Europa occidentale, con una crescita dell’1,5% rispetto al 2011. I canali di acquisto privilegiati si confermano la farmacia e la parafarmacia, con una quota del 62%, mentre dalla Gdo passa il 21% delle vendite. In costante crescita internet, che raggiunge il 17%.

La nutraceutica resta uno dei pochi comparti della farmacia che riesce a mettere a segno robusti incrementi di fatturato nonostante la crisi. E’ il segnale che le abitudini di acquisto di una fetta crescente di consumatori – giovani e meno giovani – stanno cambiando ed è proprio per fare il punto su alimentazione e nutraceutica nell’anziano che Italia Longeva ha organizzato a Roma un workshop con esperti e addetti ai lavori. «Il confine tra corretta alimentazione e nutraceutica, chiarissimo dal punto di vista scientifico, non è poi così netto sul piano dell’intervento preventivo e terapeutico» ha ricordato Roberto Bernabei, presidente di Italia Longeva «e questo non perché l’efficacia della nutraceutica sia dubbia o discutibile, ma al contrario perché è comprovata e apprezzata»

Un settore, quello dei nutraceutici, che mostra anche in Italia una continua crescita, sia a valori (+7,6%) sia a volumi (+5,7%). Nel settore l’utente si caratterizza per essere molto attivo nella ricerca di informazioni, e che vede la necessità per gli operatori sanitari, in primo luogo farmacisti e medici, di rafforzare sempre di più il loro ruolo. Il mercato della nutraceutica risulta essere un traino per l’intero comparto farmaceutico e continua a segnare una crescita. Euromonitor International’s Passport ha definito l’Italia come prima in Europa per la vendita di integratori e vitamine.

Analizzando i dati degli ultimi tre anni, il numero di pezzi venduti, che nel 2012 era oltre 147 mln, è arrivato nel 2014 a toccare quota 161 mln, registrando un incremento del 4,9%.

Stesso trend se si considera il risultato a valori, che passa dai €2 mln di fatturato del 2012 ai 2,4 milioni nel 2014. Mentre solo nell’ultimo anno la crescita a valori è stata del +7,6% rispetto all’anno scorso e a volumi del +5,7% (dati IMS Health).

La farmacia rimane il canale d’eccellenza, con una quota, nel 2014, del 90% a valore (contro un 8% della parafarmacia e un 2% della Gdo) e dell’88% a volumi (contro il 9% della parafarmacia e il 3% della Gdo). Sul fronte della tipologia di prodotto, a trainare la classifica sono gli integratori legati all’apparato digerente-intestinale, che rappresentano il 27% delle vendite totali e superano i 42 milioni di pezzi venduti. Al secondo posto si collocano Vitamine, minerali e integratori (22%

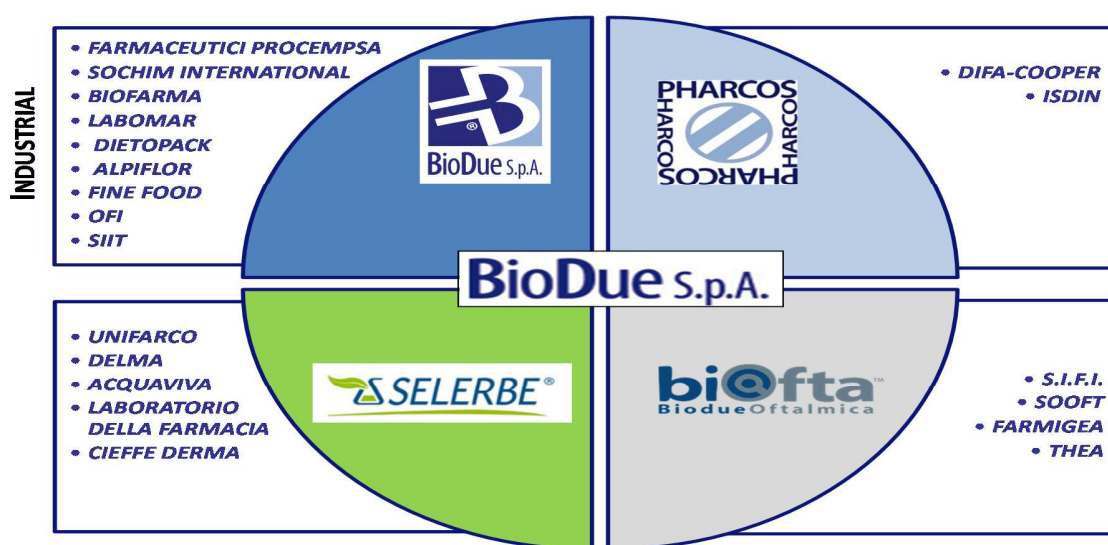


e 34 milioni di unità), seguiti da prodotti per Tosse, raffreddore, apparato respiratorio (9%) e Apparato circolatorio (7%). Dati che mettono in primo piano la necessità e l'impegno di farmacisti e medici verso una presa di coscienza del loro ruolo importante nel counseling. La responsabilità del farmacista nella gestione dell'integratore non è diversa da quella riferibile alla gestione dell'etico, a cambiare è piuttosto l'approccio all'utente, che entra in farmacia spinto non solo dall'insorgere di una patologia ma anche con l'intenzione di fare prevenzione e con la richiesta di un benessere più complessivo. L'impegno e i doveri del farmacista rimangono però gli stessi: come fa con l'etico, anche in questo settore il farmacista deve prestare attenzione ai dosaggi, alle interazioni, al counselling, deve ascoltare e relazionarsi al paziente, e dare grande importanza alla formazione e all'informazione.

Con la consapevolezza che si trova di fronte a un utente di livello culturale medio alto, attento a stili di vita e alimentazione, e che spesso, prima di rivolgersi agli operatori sanitari, ha cercato informazioni sul web o su Forum e blog.

BioDue è uno dei pochi player sul mercato nazionale a produrre sia in logica Industrial sia Branded. Grazie a tale peculiarità, si posiziona in modo trasversale su più segmenti di mercato con conseguente leadership nella specializzazione.

**Fig. 7 - I comparables**



Fonte: Elaborazione Integræ SIM

Il segmento Industrial presenta dinamiche poco concorrenziali, nonostante la sua dimensione. Di seguito indichiamo i principali comparables di BioDue nel settore Industrial.

**Fig. 8 – I comparables nel settore Industrial**

|            | SOCIETÀ                      | ATTIVITÀ   | FATTURATO    | EBITDA       | PFN          |
|------------|------------------------------|--|--------------|--------------|--------------|
| INDUSTRIAL | Fine Foods S.p.A.            | Sviluppo e produzione in conto terzi di forme orali solide destinate all'industria farmaceutica, nutraceutica e dei dispositivi medici | € 88,672 mln | € 11,593 mln | € 22,414 mln |
|            | Biofarma S.p.A.              | Produzione cosmetici, integratori alimentari e dispositivi medici esclusivamente per conto terzi                                       | € 47,08 mln  | € 8,523 mln  | € 15,354 mln |
|            | Siit S.r.l.                  | Fabbricazione e confezionamento di solidi orali (miscela, granulati in bustine, capsule, compresse, in blister e pilloliera)           | € 41,171 mln | € 9,155 mln  | € -20,56 mln |
|            | Farmaceutici Procemsa S.p.A. | Produzione e confezionamento conto terzi di integratori alimentari e cosmetici   | € 19,126 mln | € 2,309 mln  | € 11,055 mln |
|            | Labomar S.r.l.               | Produzione di integratori alimentari, dispositivi medici, alimenti a fini medico speciali e cibi funzionali                            | € 19,069 mln | € 1,415 mln  | € 2,962 mln  |
|            | Sochim International S.p.A.  | Produzione e commercializzazione di integratori alimentari e prodotti dietetici  | € 16,578 mln | € 2,836 mln  | € -1,221 mln |

Fonte: Elaborazione Integrae SIM

Per quanto riguarda i mercati di competenza di Pharcos e Selerbe, di seguito evidenziamo i principali comparables dove la prima risulta al secondo posto dei Difa Cooper, mentre la seconda è uno dei primi operatori nel segmento Private Label.

**Fig. 9 – I comparables nel segmento Branded & Private Label**

|         | SOCIETÀ                    | ATTIVITÀ  | FATTURATO    | EBITDA       | PFN          |
|---------|----------------------------|---|--------------|--------------|--------------|
| PHARCOS | Difa-Cooper S.p.A.         | Offerta di servizi, prodotti e informazioni agli specialisti della pelle e della dermatologia                                   | € 20,651 mln | € 2,731 mln  | € -0,01 mln  |
|         | Isdin                      | Offerta di soluzioni complete per il trattamento della pelle nei diversi step: la guarigione, la prevenzione ed il mantenimento | € 7,579 mln  | € -1,554 mln | € -0,479 mln |
|         | Cieffe Derma S.r.l.        | Realizzazione prodotti cosmetici, integratori alimentari e dispositivi medici   | € 3,429 mln  | € 0,29 mln   | € 1,234 mln  |
| SELERBE | Unifarco S.p.A.            | Offerta di una gamma di prodotti cosmetici, dermatologici, nutraceutici e di make-up efficaci e sicuri                          | € 46,812 mln | € 5,919 mln  | € 18,135 mln |
|         | Lab. Della Farmacia S.r.l. | Produzione di dietetici, integratori e cosmetici  | € 4,657 mln  | € 0,879 mln  | € 0,322 mln  |

Fonte: Elaborazione Integrae SIM

## **I risultati e le stime**

### **I risultati storici**

Nel corso del 2013 BioDue ha effettuato, come di consueto, investimenti destinati ad incrementare l'efficienza della produzione. In particolare

- è stato ristrutturato lo stabilimento di produzione di Integratori Alimentari posto in via Lorenzetti 3/A, Tavarnelle Val di Pesa, migliorandone l'efficienza produttiva;
- è continuata l'attività di ristrutturazione della logistica, acquisendo internamente l'attività di gestione dello stoccaggio dei prodotti soprattutto a marchio proprio;
- è stata migliorata la gestione di magazzino al fine di soddisfare le esigenze distributive.

Nel 2013, BioDue ha dovuto fronteggiare i problemi derivanti dall'incendio avvenuto in data 19 settembre nel fabbricato di proprietà di terzi e adiacente all'immobile dove hanno sede gli uffici direzionali. I disagi di carattere gestionali che ne sono conseguiti hanno avuto un impatto negativo sull'andamento complessivo dell'esercizio.

Nel corso del 2013 è iniziata un'ulteriore implementazione dei processi informativi del sistema gestionale, che ha portato un notevole miglioramento nelle attività di rilevazioni dei dati nel 2014.

La società collegata Punto Pack srl, avente ad oggetto l'attività di produzione e commercio di packaging primario, in cui Biodue spa detiene il 25% del capitale sociale, ha implementato nel proprio stabilimento di Parma la produzione di flacon attraverso preforme standard. Attraverso tale attività produttiva, si potranno soddisfare le richieste di Biodue non solo relativamente ai prodotti a marchio proprio, ma anche relativamente ai prodotti offerti ai terzi.

E' migliorata inoltre l'attività di realizzazione di estratti vegetali, attraverso la società collegata Labiotre srl, in cui Biodue spa detiene il 39% del capitale sociale (50% prima dell'ingresso di Previfama a fine 2014). Il know-how acquisito dalla partecipata consente l'ottenimento di produzioni di rilevante quantità con eccellenti standard di qualità del prodotto. Tale attività consente di poter offrire sul mercato un'importante varietà di prodotti, migliorando così il pacchetto dell'offerta di prodotti.

I ricavi 2011-2014 mostrano un trend in costante crescita con un CAGR pari a c.a. il 7%. L'Ebitda margin 2014 pari a c.a. il 14%, evidenzia una netta ripresa rispetto al 2013 (+3%) dove, a causa dell'incendio sopra menzionato, lo stesso era stato contenuto.

L'evoluzione dell'utile presenta una crescita a due cifre (CAGR +10%) raggiungendo 1,7 mln € nel 2014. Il rapporto utile/Ebitda pari a c.a. il 40%, mette inoltre in luce la moderata incidenza della gestione extra-caratteristica.

### **I risultati preliminari del 1H15**

I risultati preliminari del 1H15 indicano una crescita importante in termini quantitativi ma soprattutto qualitativi (crescita marchi propri caratterizzati da maggiore redditività). I ricavi delle vendite e delle prestazioni sono cresciuti del 10,2% YoY raggiungendo €16,8 mln. In particolare:

- la Divisione Industriale ha registrato ricavi per €9,9 mln, (+7,6%), grazie soprattutto a nuove commesse di clienti esteri;

- la Divisione Pharcos ha conseguito ricavi pari a €3,9 mln (+7,1%), per effetto di una consistente crescita della componente estera;
- la Divisione Selerbe ha conseguito ricavi pari a €1.8 mln (+20,9%), grazie esclusivamente alla crescita del segmento “Private Label” (“Personalizzato”);
- la Divisione BiOfta ha conseguito ricavi pari a 0,975 mln (+32,1%), quale primo effetto dell’aumentata visibilità aziendale e delle nuove referenze.

### **Le stime 2015-17F**

Le stime per il periodo 2015-17F derivano dai seguenti driver di crescita:

- Nel settore Industrial, un aumento fisiologico degli ordinativi derivanti dal consolidamento e fidelizzazione della clientela, unito ad un incremento delle vendite del segmento integratori liquidi (CAGR stimato 2014-2017: 12%). Ci aspettiamo un CAGR 2014-17 del 10% per l’intero settore Industrial;
- Nel settore Branded & Private Label:
  - Pharcos, un miglioramento dell’offerta relative ai prodotti esistenti e l’avvio del processo di internazionalizzazione delle vendite nel mercato europeo. Ci aspettiamo un CAGR 2014-17 del 7%;
  - Selerbe, il lancio di nuovi prodotti, un maggiore sviluppo del segmento Private Label rivolto a small e medium retail con particolare focus su farmacie galeniche e tradizionali e l’incremento della di agenti plurimandatari dedicati. Ci aspettiamo un CAGR 2014-17 del 19%;
  - biOfta, il lancio di nuovi prodotti, l’aumento fisiologico delle vendite derivante dall’incremento della quota mercato sull’oftalmico (trend storico - CAGR 2011-2014: 18%). Ci aspettiamo un CAGR 2014-17 del 49%.

Stimiamo che nel periodo 2015-17F gli investimenti complessivi necessari in grado di supportare la crescita di cui sopra, siano di €4,5 mln circa, di cui €1,5 mln nel 2015 e €2,1 mln nel 2016 e €0,9 nel 2017F.

Consideriamo prudenziali tali investimenti, alla luce della tipologia fisiologica del business (sulla base del trend storico) al fine di consolidare il commitment raggiunto in termini di capacità ed efficienza produttiva.

Precisiamo che la generazione di ricavi e dei connessi volumi di vendita è coerente con l’attuale capacità produttiva installata dopo l’upgrade di fine 2013.

Per quanto riguarda i ricavi, stimiamo un CAGR 2015-17 del 13,2% in ottica conservativa, grazie al lancio di nuovi prodotti e alla crescita fisiologica del settore. Stimiamo inoltre una graduale riduzione del peso del fatturato Industrial in favore dei marchi propri (dal 59% del 2014F al 56% del 2017F), grazie alla penetrazione del mercato Private Label (Selerbe) e alla crescita sul segmento dell’oftalmico (biOfta).

Stimiamo una incidenza dei costi variabili in linea con la media 2013-2014. Per biOfta la variazione delle provvigioni tiene conto dell’inserimento del nuovo listino a partire dal 2015 correlata con l’incremento dei ricavi. Il margine di contribuzione 2014-2017 riteniamo possa rimanere costante al 40% circa.

Per quanto riguarda Selerbe, stimiamo che l'incremento dei ricavi deriva per il 90% dalla linea Private Label che si riflette in una diminuzione dell'incidenza delle materie prime (dal 46% del 2013 al 41% del 2017). Abbiamo inoltre stimato che il piano di investimenti preveda anche l'inserimento di 10 nuovi agenti plurimandatari (8 nel 2015, 2 nel 2016), il cui costo è inserito fra i costi provvigionali d'esercizio.

A livello di costi, abbiamo stimato un incremento nell'arco di piano di 15 dipendenti, mentre abbiamo stimato un incremento del 13,2% dei costi fissi industriali (comprendono le manutenzioni impianti, e incremento costi per analisi interne spese per energia elettrica).

Per quanto riguarda i costi generali, abbiamo stimato un incremento del 3% per le assicurazioni sugli immobili degli stabilimenti produttivi, oltre al fisiologico 1,5% annuo.

Relativamente alle dinamiche dello stato patrimoniale, stimiamo che i tempi di incasso e di pagamento, riflettano le politiche commerciali del gruppo oltre che dell'effetto mix delle diverse linee di business.

**Fig. 10 – Il Conto Economico**

| Profit & Loss                                   | 31/12/2013 | %      | 31/12/2014 | %      | 31/12/2015 | %      | 31/12/2016 | %      | 31/12/2017 | %      |
|---|------------|--------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|
| Ricavi complessivi                              | 26.787     | 100,0% | 29.892     | 100,0% | 33.101     | 100,0% | 37.973     | 100,0% | 42.441     | 100,0% |
| Consumi   | -12.203    | -45,6% | -13.975    | -46,8% | -15.233    | -46,0% | -17.219    | -45,3% | -19.084    | -45,0% |
| Provvigioni, trasporti e altri costi di vendita | -3.950     | -14,7% | -4.013     | -13,4% | -4.526     | -13,7% | -5.622     | -14,8% | -6.196     | -14,6% |
| Costi variabili                                 | -16.153    | -60,3% | -17.987    | -60,2% | -19.759    | -59,7% | -22.841    | -60,2% | -25.279    | -59,6% |
| Margine contribuzione                           | 10.634     | 39,7%  | 11.904     | 39,8%  | 13.342     | 40,3%  | 15.132     | 39,8%  | 17.162     | 40,4%  |
| Totale costo del lavoro e accessori             | -4.490     | -16,8% | -4.669     | -15,6% | -5.109     | -15,4% | -5.489     | -14,5% | -5.823     | -13,7% |
| Costi fissi industriali                         | -1.434     | -5,4%  | -1.169     | -3,9%  | -1.209     | -3,7%  | -1.279     | -3,4%  | -1.352     | -3,2%  |
| Costi fissi commerciali                         | -117       | -0,4%  | -115       | -0,4%  | -118       | -0,4%  | -448       | -1,2%  | -474       | -1,1%  |
| Costi fissi amm.vi e generali                   | -1.533     | -5,7%  | -1.756     | -5,9%  | -1.927     | -5,8%  | -2.023     | -5,3%  | -2.110     | -5,0%  |
| Totale costi fissi                              | -3.083     | -11,5% | -3.040     | -10,2% | -3.254     | -9,8%  | -3.750     | -9,9%  | -3.935     | -9,3%  |
| EBITDA  | 3.061      | 11,4%  | 4.195      | 14,0%  | 4.979      | 15,0%  | 5.893      | 15,5%  | 7.403      | 17,4%  |
| Accantonamenti                                  | -66        | -0,2%  | -110       | -0,4%  | -50        | -0,2%  | -100       | -0,3%  | -180       | -0,4%  |
| Ammortamenti immateriali                        | -75        | -0,3%  | -79        | -0,3%  | -162       | -0,5%  | -152       | -0,4%  | -138       | -0,3%  |
| Ammortamenti materiali                          | -1.064     | -4,0%  | -1.068     | -3,6%  | -1.282     | -3,9%  | -1.399     | -3,7%  | -1.440     | -3,4%  |
| Ammortamenti e accantonamenti                   | -1.205     | -4,5%  | -1.257     | -4,2%  | -1.494     | -4,5%  | -1.650     | -4,3%  | -1.758     | -4,1%  |
| EBIT  | 1.856      | 6,9%   | 2.938      | 9,8%   | 3.486      | 10,5%  | 4.243      | 11,2%  | 5.645      | 13,3%  |
| Gestione finanziaria                            | -257       | -1,0%  | -147       | -0,5%  | -161       | -0,5%  | -136       | -0,4%  | -118       | -0,3%  |
| Gestione straordinaria                          | 219        | 0,8%   | 42         | 0,1%   | 0          | 0,0%   | 0          | 0,0%   | 0          | 0,0%   |
| Gestione extracaratteristica                    | 103        | 0,4%   | 0          | 0,0%   | 0          | 0,0%   | 0          | 0,0%   | 0          | 0,0%   |
| Risultato lordo imposte                         | 1.921      | 7,2%   | 2.833      | 9,5%   | 3.325      | 10,0%  | 4.107      | 10,8%  | 5.527      | 13,0%  |
| imposte correnti                                | -805       | -3,0%  | -1.157     | -3,9%  | -1.397     | -4,2%  | -1.671     | -4,4%  | -2.150     | -5,1%  |
| Risultato netto                                 | 1.116      | 4,2%   | 1.677      | 5,6%   | 1.927      | 5,8%   | 2.435      | 6,4%   | 3.377      | 8,0%   |

Fonte: BioDue e stime Integrae SIM

**Fig. 11 – Lo Stato Patrimoniale**

| Assets & Liabilities                   | 31/12/2013    | %             | 31/12/2014    | %             | 31/12/2015    | %             | 31/12/2016    | %             | 31/12/2017    | %             |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Immobilizzi tecnici netti              | 11.490        | 60,0%         | 10.322        | 60,4%         | 10.727        | 56,8%         | 11.206        | 54,5%         | 10.201        | 49,3%         |
| Immobilizzazioni immateriali           | 268           | 1,4%          | 392           | 2,3%          | 789           | 4,2%          | 637           | 3,1%          | 499           | 2,4%          |
| Immobilizzazioni finanziarie           | 665           | 3,5%          | 352           | 2,1%          | 352           | 1,9%          | 352           | 1,7%          | 352           | 1,7%          |
| <b>Invest. in capitale fisso</b>       | <b>12.423</b> | <b>64,9%</b>  | <b>11.067</b> | <b>64,7%</b>  | <b>11.868</b> | <b>62,9%</b>  | <b>12.196</b> | <b>59,3%</b>  | <b>11.052</b> | <b>53,4%</b>  |
| - Fondo tfr e altri fondi a m/l        | -1.151        | -6,0%         | -1.218        | -7,1%         | -1.201        | -6,4%         | -1.204        | -5,9%         | -1.200        | -5,8%         |
| - Fornitori per investimenti           | 0             | 0,0%          | 0             | 0,0%          | -679          | -3,6%         | -458          | -2,2%         | 0             | 0,0%          |
| <b>Capitale fisso netto</b>            | <b>11.273</b> | <b>58,9%</b>  | <b>9.849</b>  | <b>57,6%</b>  | <b>9.988</b>  | <b>52,9%</b>  | <b>10.534</b> | <b>51,2%</b>  | <b>9.853</b>  | <b>47,6%</b>  |
| Scorte CMP                             | 2.807         | 14,7%         | 3.106         | 18,2%         | 3.339         | 17,7%         | 3.774         | 18,4%         | 4.183         | 20,2%         |
| Clienti                                | 9.106         | 47,6%         | 9.215         | 53,9%         | 10.883        | 57,6%         | 12.484        | 60,7%         | 13.953        | 67,4%         |
| Crediti diversi                        | 1.181         | 6,2%          | 832           | 4,9%          | 974           | 5,2%          | 908           | 4,4%          | 674           | 3,3%          |
| <b>Capitale circolante lordo</b>       | <b>13.094</b> | <b>68,4%</b>  | <b>13.153</b> | <b>76,9%</b>  | <b>15.195</b> | <b>80,5%</b>  | <b>17.167</b> | <b>83,5%</b>  | <b>18.810</b> | <b>90,9%</b>  |
| Fornitori                              | -4.306        | -22,5%        | -4.725        | -27,6%        | -5.044        | -26,7%        | -5.828        | -28,3%        | -6.403        | -31,0%        |
| Debiti diversi                         | -913          | -4,8%         | -1.182        | -6,9%         | -1.259        | -6,7%         | -1.309        | -6,4%         | -1.571        | -7,6%         |
| <b>Passività correnti</b>              | <b>-5.219</b> | <b>-27,3%</b> | <b>-5.908</b> | <b>-34,6%</b> | <b>-6.302</b> | <b>-33,4%</b> | <b>-7.137</b> | <b>-34,7%</b> | <b>-7.974</b> | <b>-38,5%</b> |
| <b>Capitale circolante netto</b>       | <b>7.876</b>  | <b>41,1%</b>  | <b>7.246</b>  | <b>42,4%</b>  | <b>8.893</b>  | <b>47,1%</b>  | <b>10.029</b> | <b>48,8%</b>  | <b>10.836</b> | <b>52,4%</b>  |
| <b>Tot. capitale inv. netto</b>        | <b>19.148</b> | <b>100,0%</b> | <b>17.095</b> | <b>100,0%</b> | <b>18.881</b> | <b>100,0%</b> | <b>20.563</b> | <b>100,0%</b> | <b>20.689</b> | <b>100,0%</b> |
| <b>FONTI FINANZIARIE</b>               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| Capitale sociale e riserve             | 8.031         | 41,9%         | 6.910         | 40,4%         | 12.984        | 68,8%         | 14.911        | 72,5%         | 17.347        | 83,8%         |
| Risultato d'esercizio                  | 1.116         | 5,8%          | 1.677         | 9,8%          | 1.927         | 10,2%         | 2.435         | 11,8%         | 3.377         | 16,3%         |
| <b>Patrimonio netto</b>                | <b>9.147</b>  | <b>47,8%</b>  | <b>8.586</b>  | <b>50,2%</b>  | <b>14.911</b> | <b>79,0%</b>  | <b>17.347</b> | <b>84,4%</b>  | <b>20.724</b> | <b>100,2%</b> |
| Mutui e altri finanziati a m/l termine | 4.309         | 22,5%         | 3.603         | 21,1%         | 2.894         | 15,3%         | 2.179         | 10,6%         | 1.606         | 7,8%          |
| Debiti Leasing                         | 1.152         | 6,0%          | 1.210         | 7,1%          | 1.040         | 5,5%          | 844           | 4,1%          | 695           | 3,4%          |
| Prestito Obbligazionario               | 1.692         | 8,8%          | 0             | 0,0%          | 0             | 0,0%          | 0             | 0,0%          | 0             | 0,0%          |
| Altri debiti a m/l                     | 0             | 0,0%          | 875           | 5,1%          | 750           | 4,0%          | 500           | 2,4%          | 250           | 1,2%          |
| <b>Debiti a M/L</b>                    | <b>7.153</b>  | <b>37,4%</b>  | <b>5.688</b>  | <b>33,3%</b>  | <b>4.684</b>  | <b>24,8%</b>  | <b>3.523</b>  | <b>17,1%</b>  | <b>2.551</b>  | <b>12,3%</b>  |
| Pos. finanziaria netta breve term.     | 2.848         | 14,9%         | 2.820         | 16,5%         | -715          | -3,8%         | -306          | -1,5%         | -2.587        | -12,5%        |
| <b>Debiti a breve</b>                  | <b>2.848</b>  | <b>14,9%</b>  | <b>2.820</b>  | <b>16,5%</b>  | <b>-715</b>   | <b>-3,8%</b>  | <b>-306</b>   | <b>-1,5%</b>  | <b>-2.587</b> | <b>-12,5%</b> |
| <b>Posizione Finanziaria Netta</b>     | <b>10.001</b> | <b>52,2%</b>  | <b>8.509</b>  | <b>49,8%</b>  | <b>3.970</b>  | <b>21,0%</b>  | <b>3.216</b>  | <b>15,6%</b>  | <b>-36</b>    | <b>-0,2%</b>  |
| <b>Totale fonti finanziarie</b>        | <b>19.148</b> | <b>100,0%</b> | <b>17.095</b> | <b>100,0%</b> | <b>18.881</b> | <b>100,0%</b> | <b>20.563</b> | <b>100,0%</b> | <b>20.689</b> | <b>100,0%</b> |

Fonte: BioDue e stime Integrae SIM

## La valutazione

Abbiamo condotto la valutazione del range di BioDue sulla base della metodologia del DCF e dei multipli di un campione di società comparabili.

Ciascun modello di valutazione è in grado di cogliere uno o più aspetti della vita di un'azienda: reddituale, patrimoniale, basato sui flussi di cassa, basato sulla comparazione di aziende "simili" quotate. Per questo motivo riteniamo che un corretto mix tra le diverse valutazioni, sia in grado di meglio cogliere il "corretto fair value range" di una società come BioDue caratterizzata da alcuni particolarità (flussi di cassa, management quality, azionisti manager etc.).

### Il modello DCF

I risultati dell'applicazione del modello DCF ai fini del calcolo dell'equity value di una società sono, come noto, funzione delle stime. Oltre al valore dell'equity ciò che assume rilevanza, ai fini della comparabilità dei risultati, è la qualità degli stessi, a sua volta funzione di numerose variabili, tra le quali la visibilità del business. Visibilità che, nel caso di BioDue consente di poter allungare l'orizzonte temporale fino al 2020F. Motivo questo per il quale il modello DCF riteniamo possa cogliere alcuni aspetti della vita dell'impresa che la comparazione con le altre società basata sui multipli non sarebbe in grado di approssimare.

Di seguito i dati di input:

**Fig. 12 – I dati di input**

| <b>COSTO DEL CAPITALE DI RISCHIO (Ke)</b>                   |               |
|---|---------------|
| RISK FREE (Media Rendistato Banca d'Italia)                 | 2,31%         |
| PREMIO PER IL RISCHIO PER INVESTIMENTI IN IMPRESE AREA Euro | 7,85%         |
| BETA UNLEVERED PANEL  | 0,51          |
| BETA UNLEVERED (Rafforzato)                                 | 0,67          |
| BETA LEVERED SPECIFICO D'IMPRESA                            | 1,14          |
| SPREAD PMI  | 2,50%         |
| <b>COSTO EQUITY</b>   | <b>13,78%</b> |

| <b>COSTO DEL CAPITALE DI DEBITO (Kd)</b>        |              |
|---|--------------|
| RISK FREE (Media Rendistato Banca d'Italia)     | 2,31%        |
| SPREAD DI ACCESSO AL CREDITO                    | 1,58%        |
| COSTO CAPITALE DI DEBITO ANTE IMPOSTE           | 3,89%        |
| ALiquota IMPOSTA DEDUCIBILITA' ONERI FINANZIARI | 27,50%       |
| <b>COSTO CAPITALE DI DEBITO DOPO LE IMPOSTE</b> | <b>2,82%</b> |

| <b>STRUTTURA FINANZIARIA</b>                 |              | <b>Media 2015-16</b> |
|--|--------------|----------------------|
| CAPITALE DI RISCHIO                          | 50,8%        |                      |
| CAPITALE DI DEBITO                           | 49,2%        |                      |
| debt/equity                                  | 0,97         |                      |
| <b>WACC CON STRUTTURA FINANZIARIA TARGET</b> | <b>8,39%</b> |                      |

Fonte: elaborazione Integrae SIM

Abbiamo assunto i parametri della tabella precedente sulla base delle seguenti assumptions:

- il risk free rate è il rendimento medio lordo Rendistato (Banca d'Italia) dei titoli con scadenza tra 8 anni e sette mesi e 12 anni e sei mesi;
- il market premium è quello calcolato dal Prof. A. Damodaran per l'Italia, pari a 7,85% (Aggiornamento Gennaio 2014);
- Il Beta unlevered è stato determinato sulla base del Beta medio a 5 anni relativo allo stesso campione di titoli comparabili usato per la determinazione dell'equity value con la metodologia dei multipli, pari a 0,51. 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 R<sup>2</sup>. Il Beta unlevered risultante dalla regressione lineare (0,51) è stato corretto sulla base della seguente formula:  $\text{Beta Adjusted} = 0,51 * 0,67 + 1 * 0,33$  (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 0.67. Lo stesso è stato poi levereggiato sulla base del D/E medio (0,97) stimato per la BioDue per gli anni 2014-16F. il Beta levered risulta così pari a 1,14.

**Fig. 13 – Il calcolo del Beta medio utilizzato**

| Company                           | Unlevered Beta |        |        |        |        |
|-----------------------------------|----------------|--------|--------|--------|--------|
|                                   | 1-Year         | 2-Year | 3-Year | 4-Year | 5-Year |
| Enervit S.p.A.                    | 0,37           | 0,11   | 0,11   | 0,16   | 0,15   |
| PT Indofood CBP Sukses Makmur ... | 0,88           | 1,46   | 1,27   | 1,14   |        |
| Midsona AB                        | 0,01           | 0,21   | 0,11   | 0,30   | 0,71   |
| Ajinomoto Co Inc                  | 0,78           | 0,60   | 0,47   | 0,43   | 0,49   |
| Vita Life Sciences Ltd.           | 0,20           | 0,76   | 0,73   | 0,86   |        |
| M.Dias Branco Sa Industria e C... | 0,55           | 0,53   | 0,43   | 0,44   | 0,45   |
| Kinh Do JSC                       | 0,68           | 0,41   | 0,56   | 0,76   | 0,74   |
| Mondelez International Inc        | 0,54           | 0,61   | 0,51   | 0,40   | 0,36   |
| JG Summit Holdings Inc.           |                |        |        |        |        |
| Cocoaland Holdings Bhd            | 0,49           | 0,55   | 0,47   | 0,37   | 0,64   |
| <b>Media</b>                      | 0,50           | 0,58   | 0,52   | 0,54   | 0,51   |

Fonte: elaborazione Integrae SIM su dati Infinalcials

- il tasso di crescita “g” utilizzato per il calcolo del Terminal Value è posto uguale al 3% (il CAGR 2011-14 dei flussi finanziari è stato del 16%);
- Alfa, ovvero rischio specifico aggiuntivo, tipico degli investimenti azionari in imprese caratterizzati da ridotte dimensioni operative. Trattandosi di piccole dimensioni, lo small cap risk addizionale è stato assunto pari al 2.5%, valore medio tra quelli suggeriti dai principali studi in materia (Massari, Zanetti, Valutazione Finanziaria, McGraw-Hill, 2004, pag. 145, A. Damodaran, Cost of Equity and Small Cap Premium in Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets, III edizione 2012, Guatri, Bini, Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende, 2009 pag. 236);



- Il valore terminale è calcolato prudenzialmente sulla media dei flussi di cassa 2019-20F.

Con le nostre stime ed assumptions di cui sopra, ne risulta un WACC del 8,39%.

**Fig. 14 – Il modello DCF**

| Cash Flow Model                      | 2015          | 2016         | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         | 2021         | TV           |
|--------------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| REDDITO OPERATIVO                    | 3.486         | 4.243        | 5.645        | 6.492        | 7.271        | 8.144        | 9.121        |              |
| Imposte figurative                   | -1.244        | -1.486       | -1.933       | -2.201       | -2.402       | -2.690       | -3.013       |              |
| <b>NOPAT</b>                         | <b>2.242</b>  | <b>2.756</b> | <b>3.712</b> | <b>4.291</b> | <b>4.869</b> | <b>5.453</b> | <b>6.108</b> |              |
| Ammortamenti e acc.ti                | 1.494         | 1.650        | 1.758        | 1.811        | 1.865        | 1.921        | 1.979        |              |
| Variazioni Capitale Circolante Netto | -1.160        | -899         | -821         | -900         | -1.000       | -1.000       | -1.000       |              |
| Capital Expenditure                  | -1.500        | -2.100       | -900         | -500         | -500         | -500         | -500         |              |
| <b>FREE CASH FLOW</b>                | <b>1.076</b>  | <b>1.407</b> | <b>3.749</b> | <b>4.702</b> | <b>5.234</b> | <b>5.875</b> | <b>6.587</b> | <b>6.587</b> |
| <b>FREE CASH FLOW ATTUALIZZATI</b>   | <b>1.033</b>  | <b>1.247</b> | <b>3.065</b> | <b>3.547</b> | <b>3.642</b> | <b>3.772</b> | <b>4.229</b> |              |
| <b>VALORE ATTUALIZZATO FLUSSI</b>    | <b>16.306</b> |              |              |              |              |              |              |              |
| Terminal Value                       | 122.178       |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>VALORE TERMINALE ATTUALIZZATO</b> | <b>78.439</b> |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>ENTERPRISE VALUE</b>              | <b>94.745</b> |              |              |              |              |              |              |              |
| PFN al 31 12 14                      | -8.509        |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>EQUITY VALUE</b>                  | <b>86.236</b> |              |              |              |              |              |              |              |

Fonte: elaborazione Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un equity value di €86,2 mln.

**Fig. 15 – Sensitivity Analysis (Wacc - Long Term Growth)**

|     |       | WACC   |        |       |       |       |       |       |
|-----|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
|     |       | 6,89%  | 7,39%  | 7,89% | 8,39% | 8,89% | 9,39% | 9,89% |
| LTG | 2,75% | 118904 | 104241 | 92447 | 82760 | 74664 | 67799 | 61907 |
|     | 2,50% | 112627 | 99340  | 88535 | 79579 | 72037 | 65603 | 60050 |
|     | 2,25% | 107026 | 94916  | 84969 | 76656 | 69609 | 63560 | 58314 |
|     | 3,00% | 125988 | 109700 | 96760 | 86236 | 77513 | 70167 | 63899 |
|     | 1,75% | 97458  | 87244  | 78708 | 71472 | 65262 | 59876 | 55162 |
|     | 1,50% | 93340  | 83896  | 75945 | 69162 | 63309 | 58209 | 53728 |
|     | 1,25% | 89587  | 80821  | 73390 | 67014 | 61484 | 56645 | 52376 |

Fonte: elaborazione Integrae SIM

### La metodologia dei multipli

Il nostro campione è formato da società che operano negli stessi settori di BioDue, ma con una capitalizzazione maggiore e con una diversa struttura organizzativa.

Queste le società con i multipli per il periodo 2014-16F (Fonte Infinancials), le stesse utilizzate per il calcolo del Beta.

**Fig. 16 - I peers**

| Company                                   | EV/EBITDA |       |       | EV/EBIT |       |       | P/E   |       |       |
|---|-----------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
|   | 2015      | 2016  | 2017  | 2015    | 2016  | 2017  | 2015  | 2016  | 2017  |
| Enervit S.p.A.                            | 16,13     | 10,57 |       | 33,00   | 15,98 | 14,10 | 52,65 | 25,39 |       |
| PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk         | 14,47     | 12,34 | 10,73 | 16,82   | 14,17 | 12,34 | 22,24 | 19,38 | 17,04 |
| Midsona AB                                | 9,55      | 6,59  | 6,20  | 12,16   | 15,50 | 12,50 | 10,00 | 7,25  | 6,38  |
| Ajinomoto Co Inc                          | 11,96     | 11,12 | 10,33 | 21,00   | 18,52 | 16,61 | 32,46 | 27,03 | 24,08 |
| Vita Life Sciences Ltd.                   | 15,20     | 14,90 | 13,80 | 21,20   | 20,50 | 15,40 | 18,50 | 15,60 | 13,50 |
| M. Dias Branco SA Industria e Comercio de | 10,58     | 9,17  | 8,88  | 12,79   | 11,66 | 10,70 | 13,03 | 11,02 | 9,97  |
| Kinh Do JSC                               | 16,80     | 15,40 | 14,20 | 22,40   | 20,20 | 18,90 | 25,37 | 36,38 | 25,30 |
| Mondelez International Inc                | 15,73     | 14,36 | 13,41 | 19,29   | 17,87 | 16,47 | 25,06 | 21,44 | 19,37 |
| JG Summit Holdings Inc.                   | 12,57     | 11,29 | 10,31 | 17,40   | 15,83 | 12,96 | 22,26 | 19,92 | 18,11 |
| Cocoaland Holdings Bhd                    | 15,4x     | 13,5x | 12,4x | 18,5x   | 17,3x | 16,4x | 15,08 | 14,33 | 14,41 |
| Media                                     | 13,84     | 11,92 | 11,14 | 19,45   | 16,75 | 14,64 | 23,67 | 19,77 | 16,46 |

Fonte: elaborazione Integræ SIM

L'equity value calcolato attraverso la metodologia dei multipli, risulta di €79,2 mln. Lo stesso è stato calcolato con un peso dell'80% ai multipli del 2017F (10% ciascuno nel 2015 e 2016). Riteniamo infatti che solo a partire dall'ultimo trimestre del 2016 siano pienamente visibili gli effetti economici degli investimenti effettuati a seguito dell'IPO. Inoltre, non abbiamo applicato allo stesso nessuno sconto ritenendo il titolo sufficientemente liquido, considerati i volumi scambiati dal momento della quotazione, rispetto ai comparables.

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, Analisis 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.).

Iniziamo la nostra copertura del titolo con un target price di €7,42 (la media delle due valutazioni), rating Hold e risk medium.

**Disclosure Pursuant to Article 69 ET SEQ. of Consob (Italian Securities Exchange Commission) Regulation No. 11971/1999**

**Analyst/s certification**

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. 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 29<sup>th</sup> 2011.

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 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:

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

**Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)**

The methods that INTEGRÆ SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integrae SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies).

The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

**Conflict of interest**

In order to disclose its possible interest conflict Integrae SIM states that:

Integrae SIM S.p.A. pays or has paid in the past 12 months inside of the assignment of specialist, research services in favor BioDueS.p.A. .;

Integrae SIM S.p.A. plays, or has played in the last 12 months, the role of specialist financial instruments issued by BioDue S.p.A. .;

Integrae SIM S.p.A. has worked in the last 12 months which entity in charge of placing shares of BioDue SpA resulting from a plan of capital increase approved by the shareholders.