

## Upgrade to BUY

BUY (prev. HOLD)

Target: € 1.35 (prev. € 1.30)

Risk: High

## STOCK DATA

	Ord
Price €	1.0
Bloomberg Code	TIP IM
Market Cap. (€ mn)	106
Free Float	100%
Shares Out. (mn)	107
52-week range	0.8 – 2.0
Daily Volumes (mn)	0.06

## PERFORMANCE

	1M	3M	12M
Absolute	9.1%	-32.7%	-49.2%
Rel. To Mibtel Index	-7.7%	-38.0%	-7.5%

## MAIN METRICS

	2006	2007	2008
EPS	7.7	10.5	-19.2
DPS	5.0	5.2	0.0

## NAV

	2006	2007	2008
Nav ps ord - €	2.0	2.0	1.3

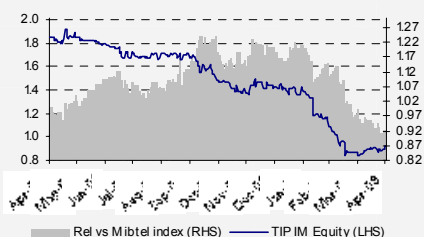
## MULTIPLES

	2006	2007	2008
PE	28.0 x	20.0 x	-5.0 x
P/E ord Adj	28.0 x	20.0 x	-5.0 x
PBV	1.2 x	1.2 x	0.7 x

## INDEBTNESS

	2006	2007	2008
Holding system NFP	70.5	36.3	30.7
D/E	n.m.	n.m.	n.m.
Debt to assets	n.m.	n.m.	n.m.

## PRICE ORD. LAST 365 DAYS



## ANALYSTS

Ghilotti Domenico +39 02 6204 249; d.ghilotti@equitasim.it

April 30, 2009

## UPGRADE A BUY

**Opportunità di acquisto al 30% di sconto su un Nav di qualità e con un interessante catalyst offerto dall'operazione M&C.**

Vediamo un'interessante occasione d'acquisto sul titolo TIP, che da inizio anno sottoperforma l'indice Mibtel del 34%. TIP infatti offre:

- **uno sconto del 30% sul NAV, il massimo sconto storico evidenziato dal titolo dalla quotazione a oggi**, nonostante le valutazioni degli asset sottostanti siano piuttosto compresse in questa fase di mercato. DeA Capital, la società italiana più comparabile, tratta con uno sconto sul NAV del 17%.
- **un catalyst, grazie alla brillante operazione realizzata su M&C**, dove TIP, attraverso SeconTip, è entrata nel 2008 con una quota del 15%. Il Consiglio di Amministrazione di M&C ha deliberato ieri di proporre all'assemblea degli azionisti la distribuzione di una parte cospicua della liquidità (254 mn, pari a 0.62 euro per azione), un elemento che sta facendo emergere il valore di M&C e di conseguenza la creazione di valore per TIP. SeconTip inoltre rientra in possesso di 44 mn di liquidità, un ulteriore elemento positivo per il titolo viste le opportunità che potrebbero presentarsi sul mercato del Secondary Private Equity dove SeconTip è stata first mover, ed è operativa da anni nell'identificazione di potenziali operazioni. SeconTip ha altri 100 mn di propria dotazione a disposizione, e mantiene la partecipazione di co - controllo in M&C, che dispone di ulteriori 60 mn di liquidità.
- **un portafoglio partecipazioni rifocalizzato nel corso del 2008**. Le operazioni sulle partecipate si possono riassumere in un rafforzamento della presa sulle partecipazioni strategiche (Interpump, Data Service, SeconTip, Datalogic) e una semplificazione del portafoglio partecipate

**Alla luce delle indicazioni emerse nei bilanci 2008, aggiornate sulla base delle notizie pubbliche e dell'andamento dei mercati, arriviamo a una valutazione di € 1.35 per azione.**

Il NAV delle partecipate risulta di € 1.27 per azione, sulla base delle nostre stime aggiornate con le informazioni disponibili. Rispetto a questo valore, la nostra valutazione di € 1.35 incorpora:

- il Book Value per share di M&C nella valutazione di SeconTip al posto del valore di mercato (ipotesi che ci sembra ragionevole alla luce della significativa distribuzione di cassa proposta da M&C)
- un premio di controllo del 20% sui valori di mercato delle partecipate in cui TIP detiene un ruolo di controllo (Interpump e Data Service)

## TIP: VALUATION

Asset	Stake	# shares	€ PS	€ mn	% of NAV	since	Valuation method
Bolzoni	3.7%	963,892	1.8	1.7	1%	2006	market prices
Caleffi	2.4%	300,000	1.0	0.3	0%	2007	market prices
d'Amico International Shipping	0.3%	400,066	1.2	0.5	0%	2007	market prices
Datalogic	6.4%	3,733,935	4.0	14.9	11%	2003	market prices
Enervit	3.5%	631,833	1.3	0.8	1%	2001	market prices
Engineering	0.9%	118,688	17.8	2.1	2%	2007	market prices
Gefran	1.1%	161,336	4.4	0.7	1%	2008	market prices
Intek	0.3%	914,624	0.5	0.5	0%	2008	market prices
Mariella Burani	2.1%	631,530	4.8	3.0	2%	2006	market prices
Marr	1.3%	876,316	5.5	4.8	3%	2006	market prices
Monrif	7.9%	11,871,914	0.5	5.5	4%	2004	market prices
Mirato	0.6%	99,090	8.0	0.8	1%	2008	market prices
Monti ascensori	4.0%	526,960	0.9	0.5	0%	2005	market prices
NH Hoteles	0.4%	578,363	3.4	2.0	1%	2004	market prices
Noemalife	2.8%	121,011	5.3	0.6	0%	2006	market prices
Panaria	0.4%	203,141	1.4	0.3	0%	2008	market prices
Servizi Italia	1.7%	276,032	3.3	0.9	1%	2007	market prices
Sol	0.6%	554,035	3.1	1.7	1%	2005	market prices
Valsoia	1.8%	187,955	2.8	0.5	0%	2006	market prices
Zignago Vetro	1.0%	800,000	3.6	2.8	2%	2007	market prices
<b>TOTAL DIRECT LISTED SHAREHOLDINGS (1)</b>				<b>44.9</b>	<b>33%</b>		
Interpump (through IPG Holding)	16.4%	17,252	3.2	4.9	4%	2003	NAV @ IP market prices
Dataservice (through Data Holding)	27.9%	340,550	0.9	1.1	1%	2007	NAV @ DAS market prices adj. for earn-out
Dataservice shareholder loan				6.3	5%		
<b>TOTAL INDIRECT LISTED SHAREHOLDINGS (2)</b>				<b>12.3</b>	<b>9%</b>		
BT Italia	1.2%	930,840		8.1	6%	2006	implied I.Net withdrawal price
Assist Consulting	12.1%	12,500		0.2	0%	2000	IFRS fair value
Beetween	2.4%	9,950		0.1	0%	2001	IFRS fair value
Borletti Group Sca (Printemps)	8.8%	100		4.4	3%	2006	Book value
G1 Trading	4.0%	10,000		0.3	0%	2000	IFRS fair value
Gruppo Pro	4.3%	85,000		0.5	0%	2000	IFRS fair value
ItalTBS	0.3%	8,385		0.2	0%	2007	IFRS fair value
Call option on Umbra Group	5.0%			0.2	0%	2007	Option valued @ cost
Fair value of other unlisted assets				0.0	0%		
<b>TOTAL UNLISTED SHAREHOLDINGS HELD FOR SALE (3)</b>				<b>14.0</b>	<b>10%</b>		
Tamburi & Associati	100.0%	1,000,000		22.3	16%	2000	notional P/E multiple ( '08E adj. P/E = 12x)
JV with Azimut in family office segment	50.0%	700,000		0.4	0%	2007	2011E P/E = 15x, discounted @ 10%
Secontip	39.4%	21,688,150		19.5	14%	2006	NAV @ M&C market value
Palazzari	30.0%	90,000		0.2	0%	2006	book value
<b>TOTAL OTHER UNLISTED SHAREHOLDINGS (4)</b>				<b>42.3</b>	<b>31%</b>		
<b>ATTRIBUTABLE NET CASH / (DEBT) (5)*</b>				<b>29.0</b>	<b>21%</b>		
<b>CAPITALISED HOLDING COSTS (6)</b>				<b>-6.0</b>	<b>-4%</b>		net holding costs capitalized @10%
<b>TAXES / TAX CREDITS (6)</b>				<b>0.0</b>	<b>0%</b>		
<b>TOTAL NET ASSET VALUE (7) = (1+2+3+4+5+6)</b>				<b>136.5</b>	<b>100%</b>		
Premium control on IP stake (20% vs. mkt. prices)				2.1			
Premium control on M&C stake (Book value vs. mkt. prices)				4.7			FY08 BV adjusted for Tiscali loss
Premium control on DAS stake (recent capital-increase value)				2.1			
<b>TOTAL ADJ. NET ASSET VALUE</b>				<b>145.4</b>	<b>107%</b>		
No. of shares outstanding -				107.5			adjusted for treasury shares
<b>NAV per ordinary share €</b>				<b>1.27</b>			
<b>Adj. NAV per ordinary share €</b>				<b>1.35</b>			
Current price (€)				0.96			
<b>Current premium (discount) to NAV</b>				<b>-24.8%</b>			
<b>Current premium (discount) to Adj. NAV</b>				<b>-29.4%</b>			

\*adjusted for acquisitions/disposals after December 31, 2008  
Source: EQUITA SIM estimates

## OPPORTUNITÀ DI ACQUISTO AL 30% DI SCONTO SU UN NAV DI QUALITÀ E CON UN INTERESSANTE CATALYST OFFERTO DALL'OPERAZIONE M&C.

Vediamo un'interessante occasione d'acquisto sul titolo TIP, che da inizio anno sottoperforma l'indice Mibtel del 34%. TIP infatti offre:

- **uno sconto del 30% sul NAV, il massimo sconto storico evidenziato dal titolo dalla quotazione a oggi**, nonostante le valutazioni degli asset sottostanti siano piuttosto compresse in questa fase di mercato. DeA Capital, la società italiana più comparabile, tratta con uno sconto sul NAV del 17%.
- **un catalyst, grazie alla brillante operazione realizzata su M&C**, dove TIP, attraverso SeconTip, è entrata nel 2008 con una quota del 15%. Il Consiglio di Amministrazione di M&C ha deliberato ieri di proporre all'assemblea degli azionisti la distribuzione di una parte cospicua della liquidità (254 mn, pari a 0.62 euro per azione), un elemento che sta facendo emergere il valore di M&C e di conseguenza la creazione di valore per TIP. SeconTip inoltre rientra in possesso di 44 mn di liquidità, un ulteriore elemento positivo per il titolo viste le opportunità che potrebbero presentarsi sul mercato del Secondary Private Equity dove SeconTip è stata first mover, ed è operativa da anni nell'identificazione di potenziali operazioni. SeconTip ha altri 100 mn di propria dotazione a disposizione, e mantiene la partecipazione di co - controllo in M&C, che dispone di ulteriori 60 mn di liquidità.
- **un portafoglio partecipazioni rifocalizzato nel corso del 2008**. Le operazioni sulle partecipate si possono riassumere in un rafforzamento della presa sulle partecipazioni strategiche (Interpump, Data Service, SeconTip, Datalogic) e una semplificazione del portafoglio partecipate

### FOCUS SULL'OPERAZIONE M&C

**Una delle operazioni più interessanti realizzate dal gruppo nel 2008 è l'ingresso attraverso SeconTip con una quota del 15% in M&C.**

Il consiglio di Amministrazione del 29 Aprile di M&C ha deliberato di proporre all'assemblea la **distribuzione di parte cospicua della liquidità (254 mn, pari a 0.62 euro per azione)**, un elemento che ha agito come catalyst sul valore di M&C e di conseguenza sul valore della partecipata SeconTip.

**SeconTip rientra in possesso di 44 mn di liquidità, un ulteriore elemento positivo per il titolo viste le opportunità che potrebbero presentarsi sul mercato** e mantiene la sua partecipazione nella società che comunque potrà disporre sia della cassa residua che di ulteriori aumenti di capitale, come deliberato di proporre all'assemblea per nuove opportunità che si dovessero presentare sul mercato.

SeconTip è attiva da anni nella ricerca di operazioni di Secondary Private Equity, un segmento che potrebbe trovare maggiori opportunità rispetto al passato,. Nell'attuale fase di mercato molti operatori domestici e internazionali stanno infatti cercando di rifocalizzare i portafogli di partecipazioni e di individuare way-out per partecipazioni.

M&C ha chiuso il bilancio 2008 con un patrimonio per azione di 0.86 euro, di cui 0.76 costituito da cassa e liquidità e per il resto essenzialmente rappresentato da 71mn azioni Tiscali (residuo della conversione del bond convertibile da 60 mn sottoscritto nel Dicembre 2007), da obbligazioni emesse da Treofan Germany GmbH e dalla partecipazione in Comital e Botto Fila, società acquisite nel 2006 e 2008. Tenendo conto della successiva cessione delle azioni Tiscali a valori inferiori ai prezzi di fine 2008, stimiamo che il patrimonio per azione si sia ridotto a circa 0.84 euro per azione.

## RIFOCALIZZAZIONE DEL PORTAFOGLIO PARTECIPAZIONI

**Le operazioni sulle partecipate si possono riassumere in un rafforzamento della presa sulle partecipazioni strategiche** (Interpump, Data Service, SeconTip, Datalogic), e una semplificazione del portafoglio partecipate (dismissione totale di Umbra Cuscinetti e Arkimedica e parziale di Mariella Burani, Enervit, Monti Ascensori e Panaria).

I principali investimenti realizzati nel 2008 sono stati:

- **aumento di capitale in SeconTip** (21 mn), per sostenere l'acquisto della quota del 15% in M&C,
- **shareholder loan di 4.9 mn in DataHolding (controllante di Data Service)**, al servizio delle operazioni di consolidamento del mercato e di rafforzamento patrimoniale della controllata Data Service, che sta deliberando un aumento di capitale che presumibilmente verrà effettuato a forte sconto e consentirà un notevole up side, senza ulteriori esborsi in quanto verrà convertito lo shareholders loan.
- **shareholder loan di 5.6 mn in IPG Holding, controllante di Interpump**, al servizio dell'ulteriore acquisizione di quote della società controllata e della forte riduzione del leverage.

Le ultime due operazioni appaiono in continuità con la strategia di investimento nelle controllate più strategiche e su cui è più forte il grip di TIP. Per entrambe le partecipazioni si può prevedere un'occasione di importanti aggregazioni di ulteriori realtà.

Tra i progetti avviati negli anni passati e accantonati o sospesi nell'attuale fase di mercato segnaliamo invece: la sospensione della JV con Azimut nel Family Office, a causa delle difficoltà di mercato.

## VALUTAZIONE

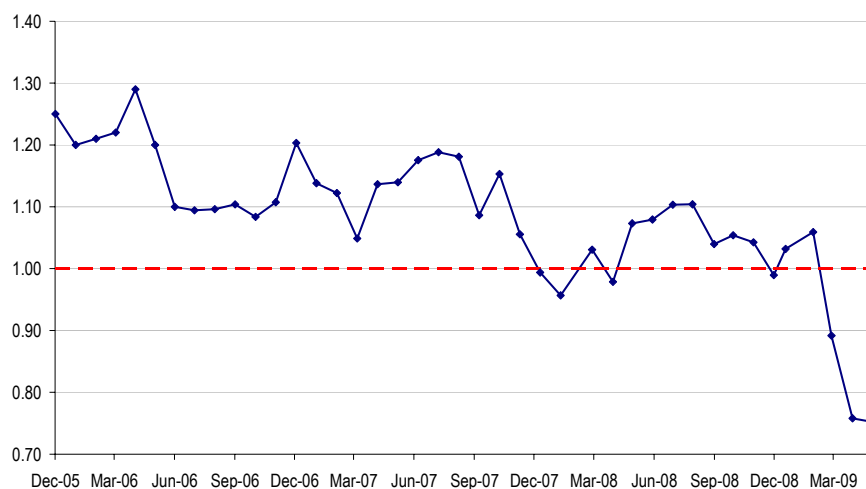
**Alla luce delle indicazioni emerse nei bilanci 2008, aggiornate sulla base delle notizie pubbliche e dell'andamento dei mercati, arriviamo a una valutazione di € 1.35 per azione.**

Il NAV delle partecipate risulta di € 1.27 per azione, sulla base delle nostre stime aggiornate con le informazioni disponibili. Rispetto a questo valore, la nostra valutazione di € 1.35 incorpora:

- il Book Value per share di M&C nella valutazione di SeconTip al posto del valore di mercato (ipotesi che ci sembra ragionevole alla luce della significativa distribuzione di cassa proposta da M&C)
- un premio di controllo del 20% sui valori di mercato delle partecipate in cui TIP detiene un ruolo di controllo (Interpump e Data Service)

In questa fase di mercato ci sembra che le valutazioni degli asset sottostanti siano piuttosto interessanti e che quindi il NAV rappresenti una valutazione piuttosto conservativa delle partecipate. Ciò nonostante **il titolo tratta con uno sconto del 30% rispetto al Adj NAV e del 26% rispetto al NAV calcolato in trasparenza a prezzi di mercato delle partecipate M&C, Interpump e Data Service. Si tratta del massimo sconto evidenziato dal titolo dall'IPO a oggi**, come evidenziato dal grafico sottostante.

## TIP: HISTORICAL PREMIUM (DISCOUNT) TO NAV (%)



Source: EQUITA SIM

In un quadro di valutazione delle società operanti nell'investment banking/advisory finanziaria, riteniamo che TIP possa evidenziare alcuni elementi di forza che giustifichino un premio rispetto al NAV quali:

- gestione di portafoglio attiva
- azionariato diffuso
- sound financial structure
- portafoglio partecipate diversificato e di buona qualità

Questi elementi sono invece compensati da:

- limitato peso nel portafoglio delle partecipate controllate (coerentemente con la strategia di TIP di focalizzarsi su partecipazioni di minoranza in medie aziende di eccellenza)
- elevato contributo al NAV delle partecipazioni in società quotate.

Per questo motivo pensiamo che TIP possa trattare in linea con il NAV Adjusted, ovvero a leggero premio sul NAV calcolato in trasparenza a prezzi di mercato di tutte le partecipate.

## RISULTATI 2008

**A livello di conto economico, i risultati 2008 hanno evidenziato una buona solidità rispetto allo scenario di riferimento.**

In particolare, i risultati segnalano

- una flessione dei ricavi da advisory del 17% a 6.2 mn, piuttosto contenuta rispetto allo scenario di mercato molto difficile
- un miglioramento del risultato operativo del 40% a 1.7 mn, grazie al tempestivo contenimento dei costi operativi
- un risultato netto negativo per -20.6 mn, principalmente per la contabilizzazione a conto economico della svalutazione di partecipazioni già transitate a Stato Patrimoniale. Il risultato ante-svalutazioni ed ante imposte è comunque positivo di 9,1 mn

**Il 2008 ha chiuso con un patrimonio netto per azione di 1.41, in calo del 19% rispetto al 2007. A fine 2008 il gruppo disponeva di liquidità per 31 mn, pari al 31% della market cap, e di linee di credito non garantite a medio termine per complessivi 80 mn.**

### FY08 RESULTS (€ mn)

	2007	%	2008	%
Revenues	7.4	100.0	6.2	100.0
change			-17%	
EBITDA	1.3	18.2	1.8	29.6
change			36%	
EBIT	1.2	16.3	1.7	27.4
change			40%	
Pre-tax before writedowns	18.5	250.4	9.1	148.3
change			-51%	
Pre-tax profit	14.0	189.1	-19.2	-311.5
change			n.m.	
Net Profit	11.3	153.5	-20.6	-335.3
change			n.m.	

Source: Company data

La posizione finanziaria è rimasta sostanzialmente inalterata nell'anno (-6 mn), grazie a:

- dividendi e proventi finanziari incassati (3.7 mn)
- cassa generata dall'attività di advisory
- razionalizzazione delle partecipazioni in portafoglio (disinvestimenti per 32 mn), compensati dagli investimenti effettuati (32 mn circa tra investimenti – essenzialmente in SeconTip - e nuovi finanziamenti soci – ai veicoli che controllano Interpump e Data Service)
- e da uscite di cassa per dividendi (5.6 mn) e buy-back (2.2 mn).

#### **STATEMENT OF RISKS**

I principali elementi che potrebbero impattare sul titolo TIP includono::

- Cambiamento rilevante nei tassi di interesse
- Cambiamento rilevante nello scenario di riferimento
- Operazioni di M&A rilevanti
- Cambiamento rilevante nel valore delle partecipazioni

**INFORMATION PURSUANT TO ARTICLE 69 ET SEQ. OF CONSOB (Italian securities & exchange commission) REGULATION no. 11971/1999**

This publication has been prepared by Ghilotti Domenico on behalf of EQUITA SIM SpA (licensed to practice by CONSOB resolution no. 11761 of December 22nd 1998 and registered as no. 67 in the Italian central register of investment service companies and financial intermediaries)

In the past EQUITA SIM has published studies on Tamburi Investment Partners

**EQUITA SIM is distributing today this publication to more than 700 qualified operators and to unqualified operators via Borsa Italiana website.**

The prices of the financial instruments shown in the report are the reference prices posted on April 29, 2009.

EQUITA SIM intends to provide continuous coverage of the financial instrument forming the subject of the present publication, with a semi-annual frequency and, in any case, with a frequency consistent with the timing of the issuer's periodical financial reporting and of any exceptional event occurring in the issuer's sphere of activity.

The information contained in this publication is based on sources believed to be reliable. Although EQUITA SIM makes every reasonable endeavour to obtain information from sources that it deems to be reliable, it accepts no responsibility or liability as to the completeness, accuracy or exactitude of such information. If there are doubts in this respect, EQUITA SIM clearly highlights this circumstance. The most important sources of information used are the issuer's public corporate documentation (such as, for example, annual and interim reports, press releases, and presentations) besides information made available by financial service companies (such as, for example, Bloomberg and Reuters) and domestic and international business publications. It is EQUITA SIM's practice to submit a pre-publication draft of its reports for review to the Investor Relations Department of the issuer forming the subject of the report, solely for the purpose of correcting any inadvertent material inaccuracies.

EQUITA SIM has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them.

Furthermore, it is pointed out that EQUITA SIM SpA is an intermediary licensed to provide all investment services as per Italian Legislative Decree no. 58/1998. Given this, EQUITA SIM might hold positions in and execute transactions concerning the financial instruments covered by the present publication, or could provide, or wish to provide, investment and/or related services to the issuers of the financial instruments covered by this publication. Consequently, it might have a potential conflict of interest concerning the issuers, financial issuers and transactions forming the subject of the present publication.

**EQUITA SIM S.p.A. performs, or has performed in the last 12 months, the role of specialist for financial instruments issued by TAMBURI INVESTMENT PARTNERS (TIP)**

In addition, it is also pointed out that, within the constraints of current internal procedures, EQUITA SIM's directors, employees and/or outside professionals might hold long or short positions in the financial instruments covered by this publication and buy or sell them at any time, both on their own account and that of third parties.

The remuneration of the financial analysts who have produced the publication is not directly linked to corporate finance transactions undertaken by EQUITA SIM.

The recommendations to BUY, HOLD and REDUCE are based on Expected Total Return (ETR – expected absolute performance in the next 12 months inclusive of the dividend paid out by the stock's issuer) and on the degree of risk associated with the stock, as per the matrix shown in the table. The level of risk is based on the stock's liquidity and volatility and on the analyst's opinion of the business model of the company being analysed. Due to fluctuations of the stock, the ETR might temporarily fall outside the ranges shown in the table.

**EXPECTED TOTAL RETURN FOR THE VARIOUS CATEGORIES OF RECOMMENDATION AND RISK PROFILE**

RECOMMENDATION/RATING	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR >= 7.5%	ETR >= 10%	ETR >= 15%
HOLD	-5% <ETR< 7.5%	-5% <ETR< 10%	0% <ETR< 15%
REDUCE	ETR <= -5%	ETR <= -5%	ETR <= 0%

The methods preferred by EQUITA SIM to evaluate and set a value on the stocks forming the subject of the publication, and therefore the Expected Total Return in 12 months, are those most commonly used in market practice, i.e. multiples comparison (comparison with market ratios, e.g. P/E, EV/EBITDA, and others, expressed by stocks belonging to the same or similar sectors), or classical financial methods such as discounted cash flow (DCF) models, or others based on similar concepts. For financial stocks, EQUITA SIM also uses valuation methods based on comparison of ROE (ROEV – return on embedded value – in the case of insurance companies), cost of capital and P/BV (P/EV – ratio of price to embedded value – in the case of insurance companies).

**MOST RECENT CHANGES IN RECOMMENDATION AND/OR IN TARGET PRICE (OLD ONES IN BRACKETS):**

Date	Rec.	Target Price (€)	Risk	Comment
27 March 2009	HOLD (HOLD)	1.30 (2.16)	High	change in valuation

**DISCLAIMER**

The purpose of this publication is merely to provide information that is up to date and as accurate as possible. The publication does not represent to be, nor can it be construed as being, an offer or solicitation to buy, subscribe or sell financial products or instruments, or to execute any operation whatsoever concerning such products or instruments.

**EQUITA 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, EQUITA 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.**

The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice.

**EQUITY RATING DISPERSION AS MARCH 31 2009 (art. 69-quinquies c. 2 lett. B e c. 3 reg. Consob 11971/99)**

	COMPANIES COVERED	COMPANIES COVERED WITH BANKING RELATIONSHIP
BUY	46.9%	68.2%
HOLD	37.0%	27.3%
REDUCE	16.0%	4.5%
NOT RATED	0.0%	0.0%