

**RACCOMANDAZIONE
BUY**
Target Price
7,8 €

PORTOBELLO

Settore: Retail & Media
Codice di negoziazione Bloomberg: POR IM
Mercato AIM
Prezzo al 8/04/2019
5,36 €

Capitalizzazione di Borsa: 14.556.688 €
Numero di azioni: 2.715.800
Patrimonio netto al 31/12/2018: 5.351.792 €

**Data ed ora
di produzione:**
09.04.2019 ore 13.00

**Data ed ora
di prima diffusione:**
09.04.2019 ore 14.00

**Ufficio Ricerca
ed Analisi**
Gian Franco Traverso Guicciardi (AIAF)

Tel. +39 0669933.440

Tatjana Eifrig

Tel. +39 0669933.413

Stefania Vergati

Tel. +39 0669933.228

 E-mail: ufficio.studi@finnat.it

Prodotti di qualità a prezzi accessibili

- La Società opera attraverso tre Business Units, verticalmente integrate, allo scopo di ottenere la massima marginalità.
- Le aree presidiate sono: Media & Advertising, Retail B2C e B2B.
- La peculiarità del Business Model di Portobello risiede nell'attività di *Barter* pubblicitario che consiste nello scambio di servizi pubblicitari contro merci del cliente che Portobello, successivamente, provvederà a rivendere tramite i propri canali di vendita B2C e B2B.
- I servizi pubblicitari offerti vengono convogliati su spazi pubblicitari sia proprietari o in gestione esclusiva che acquistati da terzi.
- La Società sta implementando una strategia di sviluppo incentrata sull'espansione, in tutto il territorio nazionale, di propri negozi retail, sia in gestione diretta che in franchising, che dovrebbe consentire di elevare al 24%, dall'attuale 8%, il peso di questo segmento sul fatturato totale. Di rilievo la crescita attesa anche del settore advertising in scia al recente inserimento nel mercato editoriale.
- Abbiamo rivisto al rialzo tutte le nostre stime prospettiche per il periodo 2017/2022 durante il quale il fatturato dovrebbe crescere ad un tasso medio annuo del 43,5%. Margine operativo lordo (Ebitda) ed utile netto registrare, entrambi, un tasso medio annuo di crescita dell'80%.

Anno al 31/12 (k €)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Ricavi di Vendita	10002	21493	34972	45218	53752	60920
EBITDA	535	3395	4057	5426	6879	10299
EBIT	509	2344	2938	4476	6024	9530
Utile Netto	343	1796	2000	3064	4161	6629
Cash - flow	369	2847	3119	4013	5016	7398
Equity	406	5351	7352	10416	14577	21206
Pfn	541	109	-251	-1742	-1077	2916
Roe	84,4	33,6	27,2	29,4	28,5	31,3

Fonte: Portobello; Stime: Banca Finnat

Il Mercato di Riferimento

Il primo mercato di riferimento, per Portobello, è sicuramente quello pubblicitario. Il mercato degli investimenti pubblicitari in Italia chiude il 2018 con una crescita della raccolta del 2%. Relativamente ai singoli mezzi, la televisione è risultata in crescita dello 0,6% mentre la pubblicità sui quotidiani è scesa del 6,2% e sui periodici dell' 8,2%. Radio e web advertising hanno registrato, viceversa, incrementi degli investimenti pubblicitari, rispettivamente, del 5,5% e dell'8%. Per quanto riguarda i settori merceologici, alla buona performance di bevande/alcolici (+11,3%), farmaceutici/sanitari (+2,2%), tempo libero (+28%) e media/editoria (+6,5%) si sono contrapposti i cali di alimentari (-1,6%), abbigliamento (-5,9%) e telecomunicazioni (-7,7%). Tra gli altri settori che hanno contribuito, positivamente, alla crescita del mercato pubblicitario si annoverano elettrodomestici (+21,7%) e servizi professionali (+21,9%).

Il secondo mercato di riferimento è rappresentato dal mercato *retail* il quale, in Italia, a differenza degli USA ove il mercato appare saturo se non sovraffollato, sembrerebbe all'inizio di un ciclo positivo durante il quale, presumibilmente, potrebbero essere privilegiate quelle strutture con pochi punti vendita ma con spazi importanti e redditizi piuttosto che posizionamenti capillari ma poco redditizi. I servizi tecnologici, come la realtà aumentata, sono destinati ad avere un impatto crescente sulle vendite e sulle scelte dei consumatori ma chi utilizza il canale fisico per fare i propri acquisti riconosce ancora l'importanza della relazione umana. I commessi sono così destinati a diventare veri e propri brand ambassador in grado non solo di trasferire al cliente informazioni ma di comunicare, soprattutto, i valori del marchio.

Il negozio retail non è quindi destinato a scomparire ma, piuttosto, continuerà a giocare un ruolo essenziale non solo per generare vendite ma anche per coltivare la relazione con i propri consumatori. Si tratterà, verosimilmente, di un luogo sempre più trasformato, rispetto ai concept tradizionali, sempre più digitale ed integrato con l'e-commerce. Il negozio fisico non potrà però fare a meno dell'on-line e l'on-line non potrà fare a meno del fisico. Lo sviluppo dell'approccio omnicanale è, al momento, tra le priorità dei top retailer italiani: la quasi totalità già utilizza i canali digitali per supportare le fasi di pre-sale o post-sale o per abilitare la vendita ed il 91% dei top retailer ha già sviluppato almeno un'innovazione digitale nel proprio punto vendita a supporto della "customer experience". Le soluzioni su cui si concentrano maggiormente gli investimenti tendono ad essere i chioschi, totem e touch point, i sistemi per l'accettazione di pagamenti innovativi, le vetrine intelligenti ed interattive, nonché i sistemi per l'accettazione di couponing e loyalty. La principale sfida per lo store del futuro sarà quindi offrire una "customer experience" efficace ed appagante ad un consumatore caratterizzato da una molteplicità di bisogni e di comportamenti.

Il terzo mercato di riferimento è rappresentato dall'attività di *barter pubblicitario*. Il *Barter* è una pratica commerciale diffusa tra imprese per lo scambio multilaterale di beni o servizi senza lo scambio di denaro. La pubblicità in cambio merce si configura quale operazione di scambio alla pari tra due società, in sostanza un baratto che consente di trasformare la merce e/o servizi in campagne pubblicitarie. L'azienda inserzionista fornisce al *Barter* una lista di prodotti che desidera cedere senza alcun investimento economico. In accordo con il cliente, il *Barter* pianifica la campagna pubblicitaria in base alle esigenze ed agli obiettivi che si intendono raggiungere e, dopo aver esaminato, quantificato e valutato il suo contenuto, acquista (o mette a disposizione) gli spazi pubblicitari destinati alla promozione dell'azienda e pianifica una campagna di advertising di valore proporzionale a quello degli stock ricevuti. Nel caso della pubblicità in cambio di merce, l'oggetto della transazione sono gli spazi dedicati alla pubblicità su vari supporti e mezzi di comunicazione. Questi spazi vengono acquistati a prezzi competitivi dal *Barter* (ovvero da quest'ultimo messi a disposizione qualora siano in proprietà o in gestione esclusiva) che li mette a disposizione dei clienti in cambio della merce da loro ricevuta. Il *Barter* riceve così il suo ricavo dalla vendita dei prodotti attraverso i propri canali distributivi mentre l'azienda inserzionista riceve pubblicità senza ricorrere ad investimenti monetari. Con il *Barter* pubblicitario si valorizzano prodotti e servizi, trasformandoli in campagne pubblicitarie. Si ha la possibilità di abbattere le eccedenze di produzione, snellire le giacenze di magazzino, trasformandole in visibilità per la propria azienda.

Il quarto mercato di riferimento è rappresentato dall'*e-Commerce B2C*. Il valore degli acquisti on line in Italia ha oramai raggiunto i 27 miliardi di euro, con un incremento del 16% rispetto al 2017 ed una crescita record, nell'anno, in termini di valore assoluto, pari a 3,8 miliardi. Gli acquisti on line di prodotto valgono 15 miliardi (+25%) mentre quelli di servizi sono pari a 12 miliardi (+6%), con il turismo (9,8 miliardi) a confermarsi il primo comparto dell'e-Commerce italiano. Le categorie merceologiche che maggiormente sostengono l'e-Commerce in Italia sono viaggi, libri/musica e moda (abbigliamento/accessori) che continuano ad occupare la quota più ampia delle transazioni on-line (rispettivamente il 61%, 56% e 56% dei consumatori hanno acquistato on-line queste tipologie di beni almeno una volta nell'ultimo anno). Al contempo, le classi di prodotto che hanno fatto segnare, nel corso del 2018, la crescita più significativa appartengono al largo consumo e riguardano, soprattutto, il mondo della cura della persona (+12%). Crescite notevoli hanno interessato moda (+11%), arredamento (+11%), viaggi (+9%), biglietti per eventi (+9%), elettronica di consumo (+7%), cura della casa (+7%), alimenti confezionati (+7%) e food delivery (cibi pronti consegnati a domicilio da ristoranti). In merito al tasso di penetrazione degli acquisti on-line sul totale retail, questo è salito, sempre relativamente all'Italia, dal 4,9% nel 2016 al 6,5% nel 2018 ma in Europa l'Italia si presenta ancora particolarmente distante dai principali mercati e-Commerce quali Francia, Germania e Regno Unito. Lo sviluppo del nostro mercato dovrà passare, in prima battuta, dal potenziamento dell'offerta del food & grocery, la prima voce di spesa nel paniere degli acquisti degli italiani. Nonostante l'ingresso di diversi players locali ed internazionali in questo settore, l'offerta, infatti, non ha ancora la capacità di garantire una copertura territoriale capillare e 4 italiani su 5 non possono ancora effettuare on-line la propria spesa da "supermercato" con un adeguato livello di servizio.

Attività & Strategie

La Società è stata costituita in data 1 agosto 2016 ed è quotata sul mercato AIM di Borsa Italiana dal 13 luglio 2018 ad un prezzo di collocamento di € 4,40. Opera sul territorio nazionale attraverso tre principali Business Units, verticalmente integrate, allo scopo di ottenere la massima marginalità : i) Media & Advertising; ii) Retail B2C; iii) B2B. La Società, in particolare, si occupa della rivendita di spazi pubblicitari che detiene a titolo di proprietà o in gestione esclusiva ovvero che acquista da terzi. Nell'offerta ai propri clienti (inserzionisti pubblicitari e centri media), la Società si avvale quindi di *magazine*; *circuiti rotor* (sistema di diffusione di messaggi pubblicitari tramite impianti mono-facciali retroilluminati) collocati sulle pareti delle edicole; *schermi digitali* all'aperto (c.d. *city wall*); *totem digitali* posizionati nei centri commerciali (c.d. *circuito mall*); *spazi radiofonici* e *spazi pubblicitari* su quotidiani nazionali. Tali spazi vengono venduti a fronte di un corrispettivo monetario o tramite permuta – scambio merci/servizi- ottenendo in cambio prodotti, ad un prezzo conveniente ed altamente competitivo, che la Società rivende attraverso propri canali diretti B2C e B2B.

Attraverso questa attività di *barter – attività di permuta – scambio merci/servizi*, la Società commercializza una vasta gamma di prodotti fra cui prodotti elettronici, piccoli elettrodomestici, casalinghi, abbigliamento ed accessori. Vengono trattati esclusivamente “prodotti di marca” che abbiano quindi una chiara riconoscibilità e notorietà a livello nazionale. Non vengono venduti prodotti “unbranded”.

Il Modello di Business

Il modello di business di Portobello prevede quindi l'offerta, alle aziende clienti, di servizi pubblicitari che verranno convogliati su spazi pubblicitari sia proprietari o in gestione esclusiva (*riviste* e *circuito rotor* edicole) sia acquistati da terzi (quali *citywall*; *totem digitali/circuito mall*; *radio* e *spazi pubblicitari su quotidiani nazionali*).

Questi servizi potranno essere acquistati dalle aziende inserzioniste sia in modo ordinario (attraverso controvalore monetario) sia tramite il sistema del *barter pubblicitario* ovvero la possibilità di scambiare il servizio pubblicitario offerto con merci del cliente che Portobello, successivamente, provvederà a rivendere tramite i propri canali di vendita B2C e B2B.

I prodotti, acquisiti in cambio merce o acquistati direttamente dai fornitori, vengono quindi destinati ai canali B2C della Società quali, in primis, i *negozi Portobello*; poi il proprio *canale online-ecommerce* e quindi i *market place*. Tutto ciò che per dimensione o tipologia non si riesce a vendere in questi canali viene ceduto ad altri rivenditori nel canale B2B. Il modello di business di Portobello permette quindi di ottenere margini significativi grazie alla vendita di prodotti di marca a prezzi più convenienti rispetto a quelli che i consumatori potrebbero reperire sul canale fisico ovvero sui canali on-line.

I vantaggi derivanti alle aziende clienti di Portobello, dall'utilizzo del meccanismo di scambio merci/servizi (*barter pubblicitario*), sono molteplici:

- la possibilità di effettuare una maggiore promozione pubblicitaria pur non avendo le risorse di cassa sufficienti a pagarla;
- l'aumento della visibilità dei prodotti grazie sia alle campagne pubblicitarie che ai canali di vendita di Portobello nei quali le merci vengono convogliate;
- l'acquisto di spazi pubblicitari a un minor costo reale in quanto pagati con prodotti;
- l'incremento del fatturato in quanto i prodotti vengono integralmente fatturati a Portobello;
- il miglioramento della rotazione del magazzino;
- il decremento dei costi di logistica;
- la vendita di prodotti con alto tasso di obsolescenza e quindi difficilmente liquidabili.

Tali vantaggi hanno reso possibile la diffusione dell'attività del *barter pubblicitario* presso un numero sempre maggiore di clienti.

Sono molteplici anche i vantaggi che Portobello ottiene dall'utilizzo di tale meccanismo di scambio:

- la possibilità di incrementare la platea di potenziali clienti oltre coloro avvezzi ad acquistare normalmente servizi pubblicitari tramite canali esclusivamente "monetari";
- l'abbattimento del costo di acquisto delle merci acquisite grazie ai servizi pubblicitari venduti; la Società acquisisce prodotti per il 65% circa attraverso operazioni di *barter pubblicitario*, circostanza che le permette di ottenere prodotti di marchi conosciuti e di qualità a prezzi molto concorrenziali rispetto agli altri attori nel settore retail; il risultato è che Portobello può rivendere tali prodotti nei propri canali B2C a prezzi più convenienti rispetto a quelli praticati dagli altri retailer tradizionali, mantenendo un'alta marginalità sulle vendite.
- l'accesso a marchi di grande qualità di svariati settori;
- la possibilità di trattare molteplici categorie merceologiche;
- il miglioramento della gestione del capitale circolante (i tempi di pagamento della pubblicità sono più lunghi rispetto ai tempi di monetizzazione dei prodotti acquisiti e rivenduti attraverso i canali di vendita di Portobello).

I Clienti/Fornitori della Società



Fonte: Portobello

Le Business Units

Divisione Media

La Divisione Media di Portobello si occupa quindi della rivendita di spazi pubblicitari che la Società detiene in gestione esclusiva (circuiti *rotor* collocati sulle pareti delle edicole) ovvero che acquista da terzi (*citywall*, *circuito mall*, *radio* e *spazi pubblicitari su quotidiani nazionali*).

Congiuntamente ai canali pubblicitari suddetti il settore editoriale di Portobello, costituito nella prima metà del 2018, offre ai propri inserzionisti anche cinque magazine, a distribuzione nazionale, nei quali trovano spazio articoli di intrattenimento e di gossip, approfondimenti di costume e moda, ricette di cucina e consigli di acquisto, nonché un mensile dedicato agli amanti degli animali. Le pagine pubblicitarie vengono offerte ai potenziali inserzionisti attraverso 120 consulenti/agenti che operano su tutto il territorio nazionale. Tutti questi spazi media vengono venduti direttamente, a fronte di un corrispettivo monetario, o in scambio merci/servizi (attività di barter), ottenendo in cambio prodotti ad un prezzo estremamente basso e pertanto assolutamente concorrenziale per la rivendita nei canali diretti di Portobello (off-line e on-line).

Gli spazi media detenuti in gestione esclusiva od in proprietà che vengono offerti agli inserzionisti sono costituiti da:

- *Circuito rotor* edicole: consiste in un sistema di diffusione del messaggio pubblicitario di grande impatto che raggiunge un target importante e diversificato. Più specificatamente, trattasi di circa 150 impianti pubblicitari monofacciali, retroilluminati, a messaggio variabile, posti in aderenza alle edicole situate in zone ad intenso traffico pedonale nel comune di Milano che trasmettono messaggi pubblicitari con un intervallo di tempo, tra un messaggio e l'altro, non inferiore ai 10 secondi. Tali impianti sono attivi per 16 ore al giorno su 365 giorni all'anno.



- *Riviste* "ORA.IT SETTIMANALE", "LEI STYLE", "MONDO PET", "ORA CUCINA" E "VOI" a cui sta per aggiungersi il mensile in uscita "CRONACA & MISTERI". Entro giugno 2019 dovrebbe fare la sua comparsa nelle edicole anche il settimanale/quindicinale "IO SPIO".



I principali spazi media che Portobello acquista invece da terzi, per la rivendita ai propri clienti inserzionisti, sono costituiti dai seguenti asset:

- *Digital outdoor – citywalk*: in numero di 8 unità; trattasi di soluzioni digitali in vari formati (tra i 40 e gli 80 metri quadrati), apposti su edifici o pareti urbane in location quali vie e piazze, che rappresentano una modalità di comunicazione innovativa rispetto ai media tradizionali. Tale soluzione è pensata per offrire agli inserzionisti una copertura ottimale tramite un messaggio dinamico che colpisce e coinvolge l'audience attraverso schermi ad alta definizione.
- *Digital outdoor – circuito mall*: trattasi di totem digitali (schermi digitali da circa 55 pollici verticali con video in HD) posizionati all'interno di centri commerciali su tutto il territorio nazionale. Nella disponibilità della Società ci sono 245 impianti (207 bifacciali e 38 monofacciali) distribuiti nei punti di maggiore visibilità in 22 centri commerciali tra i più importanti in Italia.



- *Radio*: attraverso il mezzo della radio, la Società elabora spot pubblicitari della durata di circa 15/30 secondi che vengono trasmessi su circuiti ed emittenti nazionali quali "Dimensione Suono Roma" e "Radio Globo".
- *Spazi pubblicitari* su quotidiani di primaria tiratura quali "Corriere dello Sport", "il Messaggero", "Gazzetta dello Sport" e "Corriere della Sera".

Divisione Retail (B2C)

La Divisione Retail permette a Portobello di rivendere i prodotti acquisiti. Quanto alle modalità di approvvigionamento degli stessi, la Società acquista i prodotti direttamente – sia in maniera ordinaria che opportunistica – o, per la maggior parte, tramite attività di *barter pubblicitario* (scambio merci/servizi).

Tale divisione comprende tre tipologie principali di canali di vendita: i *negozi diretti*, la *piattaforma e-commerce Portobello* ed i *marketplace*.

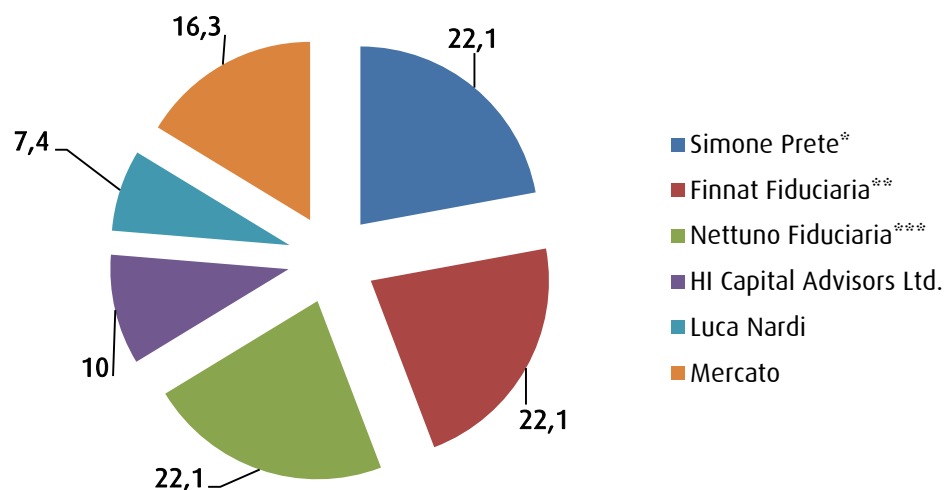
La divisione Retail si compone quindi di:

- i *negozi Portobello* (in numero di 6 con le recenti aperture di Roma S.Maria Maggiore e Frosinone ma in procinto di portarsi a 9 con le prossime aperture di viale Marconi e Centocelle - sempre in Roma- ed Ostia): ideati e sviluppati come “negozi di vicinato” con superficie di vendita di 200/250 metri quadrati e posizionati in zone ad alto traffico pedonale nei comuni con una popolazione superiore a 100.000 abitanti. I negozi offrono diverse categorie merceologiche di prodotti (casalinghi, igiene della persona e cura della casa; piccoli elettrodomestici con elettronica di consumo; abbigliamento e gift & bigiotteria), riassortiti ogni settimana, ottenuti in cambio merce o acquistati direttamente dalla Società con la peculiare caratteristica che vengono trattati esclusivamente prodotti “di marca” che abbiano quindi una chiara riconoscibilità e notorietà a livello nazionale. Non vengono venduti prodotti “unbranded”. Le attuali *locations* sono quindi costituite dai negozi ubicati a Capena (Rm), Viterbo, Roma via Tiburtina, Roma viale Ippocrate, Roma piazza Santa Maria Maggiore e Frosinone.
A partire dal 2019 prenderà avvio una campagna di affiliazione di negozi a marchio “Portobello” in “franchising” che dovrebbe portare all’apertura di 6 punti vendita entro novembre 2019 per giungere ad un numero pari a 15 per fine 2020 e pari a 30 per fine 2021.
- il *sito e-commerce Portobello*: la Società offre ai propri clienti anche il sito internet www.portobello-club.com attraverso il quale l’utente, oltre a trovare offerte in continua evoluzione e a poter acquistare prodotti in tutta sicurezza, può fruire anche del servizio “pick and pay” che prevede il ritiro presso i negozi Portobello. Tramite il sito la Società raccoglie i dati degli utenti iscritti al portale, comprese le abitudini di consumo ed i prodotti d’interesse, al fine di migliorare l’esperienza di navigazione degli utenti stessi nonché, previo consenso, elaborare piani di comunicazione marketing e personalizzare l’esperienza di acquisto creando offerte “tailor made”. Il sito rappresenta una piattaforma di crescita per la Società sia perché permette di raggiungere ampie tipologie di consumatori che non riescono (per prossimità o per comodità) a raggiungere i negozi fisici sia perché permette di creare notorietà di marchio sul brand Portobello.
- i *marketplace online*: la Società svolge la propria attività di vendita anche tramite marketplace destinati ad accogliere, principalmente, le eccedenze di magazzino ed i prodotti a bassa rotazione derivanti dalle attività di *barteraggio*. L’utilizzo di tale canale di vendita consente di ampliare, in maniera esponenziale, la platea dei contatti di Portobello ed i possibili clienti sia nel mercato domestico che in quello internazionale.

Divisione B2B

Attualmente la divisione B2B persegue il principale scopo di monetizzare gli stock di prodotti che la divisione B2C non riesce a smaltire per intero. Il commercio B2B si basa quindi sempre sull'attività di *barter* che consente di acquisire prodotti da altre aziende ad un prezzo estremamente competitivo in quanto acquistati in cambio di spazi pubblicitari propri o in gestione. Tali prodotti vengono poi rivenduti nel canale B2C oppure nel B2B ad altri partner commerciali. Ad oggi la maggior parte della distribuzione B2B è rivolta, principalmente, ad aziende strutturate dei vari settori merceologici alle quali vengono proposte offerte ad hoc al fine di valorizzare al meglio le rimanenze di magazzino e garantire il giusto turnover delle merci che Portobello ha acquisito tramite barter pubblicitario.

Azionariato



Fonte: Portobello; % sul numero di azioni in circolazione

*Di cui il 50% in opzione a Roberto Panfili (chief operating officer) a titolo di incentivazione manageriale

**Partecipazione fiduciariamente detenuta per conto del Sig. Stefano Caporicci

***Partecipazione fiduciariamente detenuta per conto della Sig.ra Patrizia Amicucci

Risultati FY 2018

EUR (K)	FY 2017	FY 2018	VAR%	FY2018E
Ricavi di Vendita	10002	21493	115	19326
<i>Retail</i>	723	1636	126	3412
%	7	8		18
<i>Advertising</i>	5851	15284	161	10830
%	58	71		56
<i>B2B</i>	3428	4107	20	4284
%	34	19		22
<i>Editoria</i>	-	466		800
%	-	2		4
Valore della Produzione	10003	22050	120	19347
Materie Prime	9685	23633	144	16040
%	96,8	110		83
Servizi	492	680	38	757
%	4,9	3,2		3,9
Beni di Terzi	273	442	62	415
%	2,7	2,1		2,15
^Rimanenze	1574	7159		901
Costo del Lavoro	575	1000	74	1118
%	5,7	4,7		5,8
Oneri di Gestione	16	59	269	30
%	0,2	0,3		
EBITDA	535	3395	534	1888
%	5,4	15,8		9,8
Ammortamenti & Svalutazioni	26	1051		68
%	0,3	4,9		0,3
EBIT	509	2344	360	1821
%	5,1	10,9		9,4
Utile Ante Imposte	509	2342	360	1821
%	5,1	10,9		9,4
Imposte	166	546		595
<i>Tax rate (%)</i>	32,7	23,3		32,7
RISULTATO NETTO	343	1796	424	1226
%	3,4	8,4		6,3
Cash Flow	369	2847	672	1294
%	3,7	13,2		6,7
<i>PFN</i>	541	109		1100

Fonte: Portobello; Stime ed Elaborazioni: Banca Finnat

Portobello ha chiuso l'esercizio 2018 in forte crescita e con risultati reddituali ben superiori alle nostre stime. Il business model della Società appare oggettivamente premiante e la strategia di sviluppo del retail (negozi a marchio Portobello) incentrata sulla vendita di soli prodotti "di marca" a prezzi accessibili, più convenienti rispetto a quelli pieni "di listino" e rispetto a quelli della concorrenza, ha consentito di elevare da 2,5 a 7,5 gli *items* (in media su tre categorie merceologiche) acquistati per scontrino medio.

Il fatturato netto 2018 è così raddoppiato a € 21,5 milioni rispetto ai 10 milioni dell'esercizio 2017 e superando i 19,3 milioni da noi stimati.

Il margine operativo lordo (Ebitda) si è portato ad € 3,4 milioni da € 535 migliaia al 31.12.2017 e rispetto ad € 1,9 milioni da noi preventivati, con una redditività pari al 15,8% rispetto al 5,4% dell'esercizio precedente e rispetto al 9,8% da noi atteso.

In termini di risultato operativo netto (Ebit), questo è risultato pari ad € 2,3 milioni a fronte di € 509 migliaia al 31.12.2017 e rispetto ad € 1,8 milioni da noi stimati. Il ROS è quindi riuscito a portarsi dal 5,1% dell'esercizio 2017 al 10,9%, ben superiore alle nostre attese di una marginalità al 9,4%.

In termini di risultato netto, la Società ha conseguito un utile pari ad € 1,8 milioni da € 342,6 migliaia al 31.12.2017 e rispetto ad € 1,23 milioni da noi attesi.

La posizione finanziaria netta è pari ad € 109 migliaia (da € 541 migliaia al 31.12.2017) mentre il patrimonio netto ha raggiunto € 5351 migliaia beneficiando dell'aumento di capitale per € 3,15 milioni realizzato in sede di IPO.

Outlook 2019 – 2022

Old estimates

R (K)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	CAGR 17/22
Ricavi di Vendita	10002	19326	23944	31293	41994	45544	35,4
<i>Retail</i>	723	3412	4997	7470	10740	11791	
%	7	18	21	24	26	26	
<i>Advertising</i>	5851	10830	12612	15563	19414	20862	
%	58	56	53	50	46	46	
<i>B2B</i>	3428	4284	5235	7159	10740	11791	
%	34	22	22	23	26	26	
<i>Editoria</i>	-	800	1100	1100	1100	1100	
%	-	4	5	4	3	2	
Altri Ricavi	1	20					
Valore della Produzione	10003	19347	23944	31293	41994	45544	
Materie prime	9685	16040	18676	23470	30235	32792	
%	96,8	83	78	75	72	72	
Servizi	492	757	1293	2003	2688	2915	
%	4,9	3,9	5,4	6,4	6,4	6,4	
Beni di Terzi	273	415	662	876	1183	1275	
%	2,7	2,15	2,76	2,8	2,8	2,8	
^Rimanenze	1574	901	1192	1314	1260	1366	
Costo Lavoro	575	1118	2155	3129	4301	4554	
%	5,7	5,8	9	10	10,2	10	
Oneri Gestione	16	30					
%	0,2						
EBITDA	535	1888	2349	3129	4846	5374	58,6
%	5,4	9,8	9,8	10	11,5	11,8	
Ammortamenti & Svalutazioni	26	68	107	141	190	205	
%	0,3	0,35	0,45	0,45	0,45	0,45	
EBIT	509	1821	2242	2988	4656	5169	59
%	5,1	9,4	9,4	9,5	11,1	11,35	
UTILE ANTE IMPOSTE	509	1821	2242	2988	4656	5169	
%	5,1	9,4	9,4	9,5	11,1	11,35	
Imposte	166	595	732	1129	1520	1688	
<i>Tax rate (%)</i>	32,7	32,7	32,7	32,7	32,7	32,7	
RISULTATO NETTO	343	1226	1510	1860	3136	3481	59
%	3,4	6,3	6,3	5,9	7,5	7,6	
Cash Flow	369	1294	1617	2000	3326	3686	
%	3,7	6,7	6,7	6,4	7,9	8,1	
PFN	541	1100	1528	1963	3585	6724	
Equity	406	4782	6292	8152	11288	14770	
ROE	84,4	25,7	24	22,8	27,8	23,6	

Fonte: Portobello; Stime: Banca Finnat

New estimates

EUR (K)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	CAGR 17/22
Ricavi di Vendita	10002	21493	34972	45218	53752	60920	43,5
<i>Retail</i>	723	1636	5540	9960	12948	14890	
%	7	8	16	22	24	24	
<i>Advertising</i>	5851	15284	20905	23882	27464	31584	
%	58	71	60	53	51	52	
<i>B2B</i>	3428	4107	5657	7071	8840	9721	
%	34	19	16	16	16	16	
<i>Editoria</i>		466	2870	4305	4500	4725	
%		2	8	10	8	8	
Altri Ricavi	1	557					
Valore della Produzione	10003	22050	34972	45218	53752	60920	
Materie prime	9685	23633	27278	34365	39240	42644	
%	96,84	110	78	76	73	70	
Servizi	492	680	2203	3120	3225	3655	
%	4,92	3,2	6,3	6,9	6	6	
Beni di Terzi	273	442	1084	1492	1720	1828	
%	2,7	2,1	3,1	3,3	3,2	3	
^Rimanenze	1574	7159	3847	4522	3225	3655	
Costo Lavoro	575	1000	4197	5336	5913	6149	
%	5,7	4,7	12	11,8	11	10,1	
Oneri Gestione	16	59					
%	0,2	0,3					
EBITDA	535	3395	4057	5426	6879	10299	80,65
%	5,4	15,8	11,6	12	12,8	16,9	
Ammortamenti & Svalutazioni	26	1051	1119	949	855	769	
%	0,3	4,9	3,2	2,1	1,6	1,3	
EBIT	509	2344	2938	4476	6024	9530	79,7
%	5,1	10,9	8,4	9,9	11,2	15,6	
Oneri finanziari	-	2	80	100	80	60	
UTILE ANTE IMPOSTE	509	2342	2858	4376	5944	9470	
%	5,1	10,9	8,2	9,7	11,1	15,5	
Imposte	166	546	857	1313	1783	2841	
Tax rate (%)	32,7	23,3	30	30	30	30	
RISULTATO NETTO	343	1796	2000	3064	4161	6629	80,85
%	3,4	8,4	5,7	6,8	7,7	10,9	
Cash Flow	369	2847	3119	4013	5016	7398	
%	3,7	13,2	8,9	8,9	9,3	12,1	
PFN	541	109	-251	-1742	-1077	2916	
Equity	406	5352	7352	10416	14577	21206	
ROE	84,4	33,6	27,2	29,4	28,5	31,3	

Fonte: Portobello; Stime: Banca Finnat

In merito al periodo previsionale 2019/2022, operiamo una rivisitazione al rialzo delle nostre stime a seguito dei risultati reddituali conseguiti a consuntivo 2018 e tenuto conto delle strategie di sviluppo che la Società intende perseguire attraverso:

a) la valorizzazione del marchio con l'aumento della propria presenza fisica sul territorio nazionale tramite una rete sempre maggiore di punti vendita; i negozi "diretti" Portobello dovrebbero raggiungere il numero di 16 unità (2/3 in Lombardia) a fine 2019, per portarsi a 28 nel 2020; a partire dal 2019 sarà avviata anche una campagna di affiliazione in "franchising" che dovrebbe consentire di aprire, con tale formula, 6 punti vendita per fine 2019, giungere a 15 per fine 2020 e portarsi a 30 punti vendita nel 2021; le regioni presidiate dal "franchising" sono destinate ad essere la Puglia, la Toscana, il Triveneto e l'Emilia-Romagna; saranno sviluppati, altresì, gli investimenti nella comunicazione, rafforzato il dipartimento di marketing e l'attività di fidelizzazione dei consumatori mediante tesseramenti.

b) l'incremento della marginalità attraverso il miglioramento dell'efficienza operativa e dei meccanismi di pricing; l'allargamento del network dei partner commerciali a cui offrire servizi pubblicitari in cambio merce; l'identificazione di potenziali categorie merceologiche sulle quali sviluppare il proprio marchio.

Sulla base delle nuove stime riteniamo che il fatturato sia destinato a portarsi dai € 21,5 milioni del consuntivo 2018 a € 60,9 milioni per fine 2022, con un tasso composto medio annuo di crescita (cagr) pari al 43,5%.

Il margine operativo lordo (Ebitda) dovrebbe poter crescere ad un tasso medio annuo prossimo all'81%, giungendo ad € 10,3 milioni al 2022 da € 3,4 milioni di fine 2018, per una relativa marginalità in aumento dal 15,8% di fine 2018 al 16,9% per fine periodo previsionale.

Il risultato operativo netto (Ebit) lo stimiamo anch'esso in crescita media annua di circa l'80%, ad un valore pari ad € 9,5 milioni (2022) da € 2,3 milioni del 2018, con un Ros al 15,6% (2022) dal 10,9% del 2018. Quanto al risultato netto d'esercizio, questo dovrebbe poter raggiungere, al 2022, € 6,6 milioni (da € 1,8 milioni del consuntivo 2018), con una marginalità al 10,9% dall'8,4% di fine 2018. La posizione finanziaria netta la stimiamo ad € 2,9 milioni a fine periodo (2022), con un patrimonio netto ad € 21,2 milioni ed un rendimento sul capitale proprio (ROE) al 31,3%.

Valuation

In merito alla valutazione, utilizziamo la metodologia del Discounted Cash Flow con previsione esplicita dei flussi di cassa generati nel periodo 2019/2022.

Il tasso di crescita perpetua è fissato allo 0,5% ed il WACC determinato al 12,5% (superiore rispetto al tasso dell'11,63% utilizzato in occasione della nostra precedente valorizzazione in data 08/10/2018), con un Free Risk Rate al 2,75%, un Coefficiente Beta pari all'unità ed un Market Risk Premium al 9,75%.

Otteniamo un Enterprise Value pari a 21,1 milioni di euro ed un **Valore ad Equity** pari a **7,8 euro**/azione. La nostra Raccomandazione permane di Acquisto.

Cash Flow Model (K €)

	2019E	2020E	2021E	2022E
EBIT	2938	4476	6025	9530
Tax rate%	30	30	30	30
NOPAT	2056	3134	4217	6671
D&A	1119	949	855	769
Capex	1100	925	730	450
CNWC	458	5023	4178	3511
FOCF	1618	-1865	164	3479

Stime: Banca Finnat

DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	0,5
WACC (%)	12,5
Discounted Terminal Value	18.775
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	2.324
Enterprise Value	21.100
Net financial position as of 31/12/2018	109
Equity Value	21.209
Nr. Azioni	2.715.800
Value per share	7,8

Stime: Banca Finnat

WACC Calculation (%)

Risk free rate	2,75
Market risk premium	9,75
Beta (x)	1
Cost of Equity	12,5
WACC	12,5

Stime: Banca Finnat

Historical recommendations and target price trend

Date	Rating	Target Price	Market Price
08.10.2018	Buy	8,80 €	4,30 €

Key to Investment Rankings (12 Month Horizon)

BUY: Upside potential at least 15%

HOLD: Expected to perform +/- 10%

REDUCE: Target achieved but fundamentals disappoint

SELL: Downside potential at least 15%

INCOME STATEMENT (Eur k)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Ricavi di Vendita	10002	21493	34972	45218	53752	60920
Valore della Produzione	10003	22050	34972	45218	53752	60920
Materie prime	9685	23633	27278	34365	39240	42644
Servizi	492	680	2203	3120	3225	3655
Beni di Terzi	273	442	1084	1492	1720	1828
Costo del lavoro	575	1000	4197	5336	5913	6149
Rimanenze	1574	7159	3847	4522	3225	3655
Oneri di gestione	16	59				
EBITDA	535	3395	4057	5426	6879	10299
Ammortamenti & Svalutazioni	26	1051	1119	949	855	769
EBIT	509	2344	2938	4476	6024	9530
Oneri finanziari		2	80	100	80	60
UTILE ANTE IMPOSTE	509	2342	2858	4376	5944	9470
Imposte	166	546	857	1313	1783	2841
Tax-rate (%)	32.7	23.3	30	30	30	30
RISULTATO NETTO	343	1796	2000	3064	4161	6629
Cash Flow	369	2847	3119	4013	5016	7398
BALANCE SHEET (Eur k)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Patrimonio Netto	406	5352	7352	10416	14577	21206
PFN	541	109	-251	-1742	-1077	2916
Capitale Investito Netto	-135	5243	7603	12158	15655	18290
FINANCIAL RATIOS (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
EBITDA margin	5.4	15.8	11.6	12	12.8	16.9
EBIT margin	5.1	10.9	8.4	9.9	11.2	15.6
Net margin	3.4	8.4	5.7	6.8	7.7	10.9
ROE	84.4	33.6	27.2	29.4	28.5	31.3
GROWTH RATES(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Ricavi di Vendita	-	115	63	29	19	13
EBITDA	-	534	19	34	27	50
EBIT	-	360	25	52	35	58
Net Profit	-	424	11	53	36	59
Cash Flow	-	672	10	29	25	47
VALUATION METRICS	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
EPS		0.7	0.7	1.1	1.5	2.4
BVPS		2	2.7	3.8	5.4	7.8
P/E	-	8.1	7.3	4.7	3.5	2.2
P/CF	-	5.1	4.7	3.6	2.9	2
P/BV	-	2.7	2	1.4	1	0.7
EV/SALES	-	0.7	0.4	0.4	0.3	0.2
EV/EBITDA	-	4.2	3.6	3	2.3	1.1
EV/EBIT	-	6.2	5	3.6	2.6	1.2

Fonte: Portobello; Stime: Banca Finnat

BANCA FINNAT S.p.A. E' STATA AUTORIZZATA DALLA BANCA D'ITALIA ALLA PRESTAZIONE DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO DI CUI AL D.LGS.N.58/1998 ED E' SOTTOPOSTA ALLA SUA VIGILANZA NONCHE' A QUELLA DELLA CONSOB.

CIO' PREMESSO, IL PRESENTE DOCUMENTO RIENTRA, PER CONTENUTI E FINALITA', NELL'AMBITO DELLE DISPOSIZIONI FISSATE DAL REGOLAMENTO DELEGATO UE 2016/958 DEL 9 MARZO 2016 E TIENE CONTO DI QUANTO DISPOSTO DAGLI ARTICOLI 34,36 E 37 DEL REGOLAMENTO DELEGATO UE 2017/565.

IL DOCUMENTO E' STATO REDATTO, SU MANDATO DELLA SOCIETA' OGGETTO DELL'ANALISI, DALL'UFFICIO STUDI E RICERCHE DI BANCA FINNAT NELLA PERSONA DELL'ANALISTA GIANFRANCO TRAVERSO. PERTANTO, LA BANCA PERCEPISCE COMPENSI DALLA REDAZIONE DELLO STESSO.

BANCA FINNAT AGISCE IN QUALITA' DI OPERATORE SPECIALISTA SUL TITOLO PORTOBELLO S.p.A. QUOTATO SUL MERCATO AIM DI BORSA ITALIANA.

I MODELLI DI VALUTAZIONE SONO DISPONIBILI PRESSO IL DIPARTIMENTO DI RICERCA ED ANALISI DELLA BANCA.

L'EMITTENTE NON DETIENE PARTECIPAZIONI NELLA BANCA SUPERIORI AL 5% DEL SUO CAPITALE AZIONARIO TOTALE.

L'UFFICIO STUDI DELLA BANCA E' UN DIPARTIMENTO A SE' STANTE ED E' INQUADRATO NELL'AMBITO DELLA VICE DIREZIONE GENERALE FINANZA CUI RISPONDE DIRETTAMENTE.

NESSUN ANALISTA DELL'UFFICIO STUDI E RICERCHE DELLA BANCA HA INTERESSI NELLA SOCIETA' OGGETTO DELL'ANALISI NE' SVOLGE RUOLI DI AMMINISTRAZIONE, DIREZIONE O CONSULENZA PER IL SOGGETTO STESSO.

L'ANALISTA DICHIARA DI NON ESSERE A CONOSCENZA DI PERSONE APPARTENENTI ALLA BANCA O AL GRUPPO DELLA BANCA CHE ABBIANO INTERESSI IN CONFLITTO CON UNA VALUTAZIONE OBIETTIVA DELL' OGGETTO DELL'ANALISI.

NESSUNA RICOMPENSA DIRETTA E/O INDIRETTA E' STATA, NE' SARA', RICEVUTA DALL'ANALISTA A SEGUITO DELLE OPINIONI ESPRESSE NELL'ANALISI.

LA REMUNERAZIONE DELL'ANALISTA NON DIPENDE DIRETTAMENTE DALLO SPECIFICO SERVIZIO OFFERTO, DALLE COMMISSIONI DI NEGOZIAZIONE NE' DA ALTRE OPERAZIONI SVOLTE DALLA BANCA O DA SOCIETA' APPARTENENTI ALLO STESSO GRUPPO.

I RESPONSABILI DEI SERVIZI DELLA BANCA CHE POSSONO AVERE INTERESSE AD INFLUENZARE LA VALUTAZIONE DELL' OGGETTO DELL'ANALISI HANNO SOTTOSCRITTO APPOSITA DICHIARAZIONE NELLA QUALE SI OBBLIGANO A NON INTERFERIRE IN ALCUN MODO CON L'ATTIVITA' DI VALUTAZIONE DELL'ANALISTA.

NESSUNA PERSONA DIVERSA DALL'ANALISTA HA AVUTO ACCESSO AI CONTENUTI DELL'ANALISI PRIMA DELLA SUA DIFFUSIONE.

LA BANCA VIETA AI PROPRI DIPENDENTI DI:

- i. RICEVERE COMUNQUE INCENTIVI DA PARTE DELLA SOCIETA' OGGETTO DELL'ANALISI O
- ii. PROMETTERE TRATTAMENTI DI FAVORE NEI CONFRONTI DEL MEDESIMO OGGETTO DELL'ANALISI.

DAL MOMENTO IN CUI L'UFFICIO STUDI INIZIA LA PREDISPOSIZIONE DEL DOCUMENTO E FINO A QUANDO ESSO NON E' PUBBLICATA SUL SITO DI BORSA ITALIANA E' INOLTRE FATTO DIVIETO A TUTTI I DIPENDENTI DELLA BANCA, IVI COMPRESI I COMPONENTI DELL'UFFICIO STUDI, DI COMPIERE QUALSIASI OPERAZIONE PERSONALE RIGUARDANTE LO STRUMENTO FINANZIARIO OGGETTO DEL DOCUMENTO STESSO.

QUALSIASI OPINIONE, PREVISIONE O STIMA CONTENUTA NEL PRESENTE DOCUMENTO E' ESPRESSA SULLA BASE DELLA SITUAZIONE CORRENTE ED E' QUINDI POSSIBILE CHE I RISULTATI O GLI AVVENIMENTI FUTURI SI DISCOSTINO RISPETTO A QUANTO INDICATO IN TALI OPINIONI, PREVISIONI E STIME.

L'ATTENDIBILITA' DELLE FONTI, ALLA DATA DEL PRESENTE DOCUMENTO, NON RISULTA ESSERE OGGETTO DI ACCERTAMENTI, PROVVEDIMENTI O PUBBLICHE SMENTITE DA PARTE DI AUTORITA' GIUDIZIARIE O DI VIGILANZA.

E' PRASSI SOTTOPORRE LA BOZZA DELL'ANALISI EFFETTUATA, SENZA VALUTAZIONE O PREZZO DI RIFERIMENTO, ALLA SOCIETA' OGGETTO DI ANALISI, ESCLUSIVAMENTE AL FINE DI VERIFICARE LA CORRETTEZZA DELLE INFORMAZIONI IVI CONTENUTE E NON DELLA VALUTAZIONE.

IL PRESENTE DOCUMENTO NON COSTITUISCE IN ALCUN MODO UNA PROPOSTA DI CONCLUSIONE DI CONTRATTO, NE' UN'OFFERTA AL PUBBLICO DI PRODOTTI FINANZIARI, NE' UN CONSIGLIO O UNA RACCOMANDAZIONE DI ACQUISTO O VENDITA DI UN QUALSIASI PRODOTTO FINANZIARIO.

LA RIPRODUZIONE, ANCHE PARZIALE, DI QUESTO DOCUMENTO E' CONSENTITA PREVIA CITAZIONE DELLA FONTE. IL PRESENTE DOCUMENTO, O COPIA O PARTI DI ESSO, NON POSSONO ESSERE PORTATI, TRASMESSI, DISTRIBUITI O COMUNQUE UTILIZZATI NEGLI USA O DA PERSONA STATUNITENSE, NE' IN CANADA, AUSTRALIA, GIAPPONE O DA ALCUNA PERSONA IVI RESIDENTE.

LA DISTRIBUZIONE DEL PRESENTE DOCUMENTO IN ALTRI STATI POTRA' ESSERE OGGETTO DI RESTRIZIONI NORMATIVE E LE PERSONE CHE SIANO IN POSSESSO DEL PRESENTE DOCUMENTO DOVRANNO INFORMARSI SULL'ESISTENZA DI TALI RESTRIZIONI ED OSSERVARLE.

CON L'ACCETTAZIONE DELLA PRESENTE ANALISI FINANZIARIA SI ACCETTA DI ESSERE VINCOLATI DALLE RESTRIZIONI SOPRA ILLUSTRATE.

BANCA FINNAT EURAMERICA S.p.A.
Palazzo Altieri - Piazza del Gesù, 49 - 00186 - Roma
Tel (+39) 06 69933.1 - Fax (+39) 06 6784950
www.bancafinnat.it - banca@finnat.it
Capitale Sociale: Euro 72.576.000,00 i.v.
ABI 3087.4

R.E.A. n. 444286 - P.IVA n. 00856091004
C.F. e Reg. Imprese di Roma n. 00168220069
Iscritta all'albo delle banche - Capogruppo del gruppo bancario
Banca Finnat Euramerica, iscritta all'albo dei gruppi bancari
Aderente al fondo interbancario di tutela dei depositi