

**RACCOMANDAZIONE  
BUY** (da BUY)

**Target Price**  
32 € (da 26,5€)

# PORTOBELLO

**Settore: Retail & Media**  
**Codice di negoziazione Bloomberg: POR IM**  
**Mercato AIM**
**Prezzo al 09/10/2020**  
13,75 €

**Capitalizzazione di Borsa:** 37.783.625 €  
**Numero di azioni:** 3.267.800<sup>^</sup>  
**Patrimonio netto al 30.06.2020:** 13.503.676 €

<sup>^</sup> Fully diluted – vedi Pag. 10

**Data ed ora  
di produzione:**  
09.10.2020 ore 18:00

**Data ed ora  
di prima diffusione:**  
12.10.2020 ore 9:30

**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](mailto:ufficio.studi@finnat.it)

## Si conferma l'alta redditività del modello di business

- A consuntivo del primo semestre 2020, pur con una chiusura forzata dei punti vendita per 60 giorni a causa del lockdown imposto, i ricavi del segmento retail sono cresciuti di circa il 56% rispetto al fatturato del primo semestre 2019 mentre i ricavi totali sono aumentati del 23%.
- Il margine operativo lordo (Ebitda) si è attestato ad € 5,4 milioni da € 2,2 milioni al 30.06.2019, con una crescita del 147% mentre il risultato operativo netto (Ebit) ha raggiunto € 4,7 milioni da € 1,6 milioni (+187%) ed il risultato netto € 3,4 milioni da € 1,2 milioni.
- Il business model della Società (con la sua "circolarità") si è confermato non solo sostanzialmente immune all'epidemia ancora in corso ma, soprattutto, altamente profittevole con una marginalità lorda giunta al 23,3% del fatturato dal precedente 11,6% e quella netta (ROS) al 20,3% dal precedente 8,7%.
- Per il periodo 2019/2023 alziamo le nostre precedenti stime con aspettative di ricavi in aumento ad un cagr del 26,5%, un Ebitda previsto in crescita ad un tasso medio annuo del 38,1% ed un cagr sull'utile netto pari al 42,4%. Manteniamo una raccomandazione d'acquisto sul titolo con Target Price alzato ad € 32 dai precedenti € 26,5.

Anno al 31/12 (k €)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Ricavi di Vendita	21493	45343	65000	85175	105275	115942
EBITDA	3394	8242	14450	18559	24701	29962
EBIT	2343	6790	13050	17109	22701	27962
Utile Netto	1795	4752	8995	11906	15835	19517
Cash - flow	2846	6205	10395	13356	17835	21517
Equity	5352	10102	19241	31483	47654	67171
Pfn	109	-4782	-6597	-763	9327	24931
Roe	33,6	47	46,7	37,8	33,2	29

*Fonte: Portobello; Stime: Banca Finnat*

## 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 con tre principali Business Units, verticalmente integrate, allo scopo di ottenere la massima marginalità: i) Media/Advertising, ii) Retail B2C, iii) B2B. La Società si occupa, in particolare, 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 proprietari*; *circuiti rotor* (sistema di diffusione di messaggi pubblicitari tramite impianti mono-facciali retroilluminati) collocati sulle pareti delle edicole; *maxi affissioni* (cartelloni pubblicitari di dimensione superiore ai 20mq); *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 (nel 65% dei casi) – scambio merci/servizi- ottenendo in cambio prodotti, ad un prezzo conveniente ed altamente competitivo, che la Società provvederà poi a vendere 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 piccoli elettrodomestici & elettronica di consumo, casalinghi, igiene della persona & cura della casa, abbigliamento e gift & bigiotteria, riassortiti ogni settimana. 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 (*magazine proprietarie circuito rotor edicole*), sia acquistati da terzi (quali *citywall*; *totem digitali/circuito mall*; *maxi affissioni*; *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 i *negozi Portobello*, il proprio *portale di vendita e-commerce* [www.portobelloclub.it](http://www.portobelloclub.it) 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, canale che consente quindi alla Società di monetizzare quei prodotti che non sono in linea con i punti vendita Portobello, ovvero hanno volumi troppo elevati rispetto ai negozi attualmente aperti, migliorando la marginalità dei prodotti venduti negli altri canali ed il ciclo di cassa.

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.

Recentemente è stato aggiunto al business model del *barter pubblicitario* anche il settore dell'automotive. Attraverso una task force interna costituita da circa 30 agenti specializzati e strategicamente distribuiti su tutto il territorio nazionale, verranno ricercate le migliori opportunità di mercato nel settore delle auto e delle due ruote.

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 senza passare per svalutazioni fiscalmente tassabili;
- 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, pur 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/Advertising

Questa area comprende sia l'acquisto che la rivendita di spazi pubblicitari che la Società detiene in proprietà (*magazine proprietari*), ovvero in gestione esclusiva (circuiti *rotor* collocati sulle pareti delle edicole), oppure che acquista da terzi (*citywall*, *circuito mall*, *maxi affissioni*, *radio e spazi pubblicitari su quotidiani nazionali*).

Gli spazi media detenuti in gestione esclusiva od in proprietà 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* proprietarie a diffusione nazionale quali "ORA.IT SETTIMANALE", "LEI STYLE" e "VOI".



Nell'ambito di un progetto di digitalizzazione delle testate cartacee, è stato creato un portale – PortobelloPlace – reso fruibile dai dispositivi mobili tramite un'APP nativa sviluppata sia per tecnologia Android che IOS - che consente ai lettori di leggere in qualsiasi momento i contenuti editoriali anche in modalità offline.

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

- *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", "Radio Globo", Radio Italia, "M100 Radio" e "Radio Radio".
- *Maxi Affissioni*: strumenti comunicativi rappresentati da cartelloni pubblicitari di dimensioni superiori a 20 mq collocati su vie ad alta percorrenza o nell'ambito di lavori di ristrutturazione edilizia. Rappresentano un potente strumento per la diffusione capillare ed efficiente della propria immagine su tutto il territorio di interesse.
- *Spazi pubblicitari* su quotidiani di primaria tiratura quali "Corriere dello Sport", "il Messaggero", "Gazzetta dello Sport" e "Corriere della Sera".

Tutti questi spazi media vengono venduti direttamente a fronte di un corrispettivo monetario o in scambio merci/servizi (attività di barter). In questo caso si ottengono, in cambio, prodotti ad un prezzo estremamente basso e pertanto altamente concorrenziale per la rivendita nei canali diretti di Portobello (off-line e on-line).

### 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 (65% circa), 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* [www.Portobelloclub.it](http://www.Portobelloclub.it) ed i *marketplace*.

La divisione Retail si compone quindi di:

- i *negozi Portobello*. Attualmente sono 12 (con i cinque punti vendita aperti nel corso del 2019) ubicati a Roma (8), Capena (Rm), Viterbo, Frosinone e Ostia (Rm). Sono 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. Entro la fine dell’anno dovrebbero aggiungersi 2 nuovi negozi a Milano (in locations di grande potenzialità quali Corso Buenos Aires e Corso Genova) ed una nuova apertura a Roma. Nel triennio 2021/2023 la strategia della Società rimane sempre focalizzata sull’apertura di una cinquantina di negozi “diretti” esclusivamente ubicati (presumibilmente in parti uguali) nel Lazio ed in Lombardia. Il recente lockdown, invece, ha posticipato ma non modificato l’avvio del processo di apertura dei negozi a marchio Portobello in “franchising”. Le regioni destinate ad essere presidiate sono la Puglia, la Toscana, il Triveneto e l’Emilia Romagna. Entro la fine dell’anno potrebbero essere aperti 8 punti vendita, rispetto ai 15/18 precedentemente preventivati mentre rimane immutato l’obiettivo di poter raggiungere, per la fine del 2022, un numero di 65/70 franchisees.
- il *sito e-commerce Portobello*: la Società offre ai propri clienti anche il sito internet [www.portobelloclub.it](http://www.portobelloclub.it) 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. Il sito rappresenta una piattaforma di crescita per la Società sia perchè permette di raggiungere ampie tipologie di consumatori che non riescono (per prossimità o per comodità) a raggiungere i negozi fisici sia perchè 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 monetizzazione degli stock di prodotti che la divisione B2C non riesce a smaltire per intero (volumi troppo elevati rispetto ai negozi attualmente aperti) o prodotti che non sono in linea con i punti vendita Portobello. 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 rivenditori. 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.

Nel corso del 2019 sono state acquisite le seguenti partecipazioni:

- **CLUB DEAL SRL**

Partecipazione diretta 3,55%. Valore in bilancio € 400 mila

Trattasi di una "start up innovativa", registrata presso l'apposita sezione del Registro delle Imprese, la quale ha come oggetto sociale la gestione di portali per la raccolta on-line di capitali di rischio o di debito e a tal fine gestisce anche la piattaforma di Equity Crowdfunding Club Deal One (iscritta al Registro dei Portali di Equity Crowdfunding con delibera Consob n.19906/2017). La missione di Club Deal è quella di selezionare le migliori Scale Up e PMI innovative presenti sul mercato per offrire ad un pubblico di investitori qualificati i business più interessanti. Oltre all'investimento di natura finanziaria, l'operazione di acquisizione di tale partecipazione si configura quale opportunità di ampliare il bacino di utenza di nuovi clienti ai quali poter offrire i propri servizi pubblicitari.

- **AXANTI SRL**

Partecipazione diretta 10%. Valore in bilancio € 10 mila

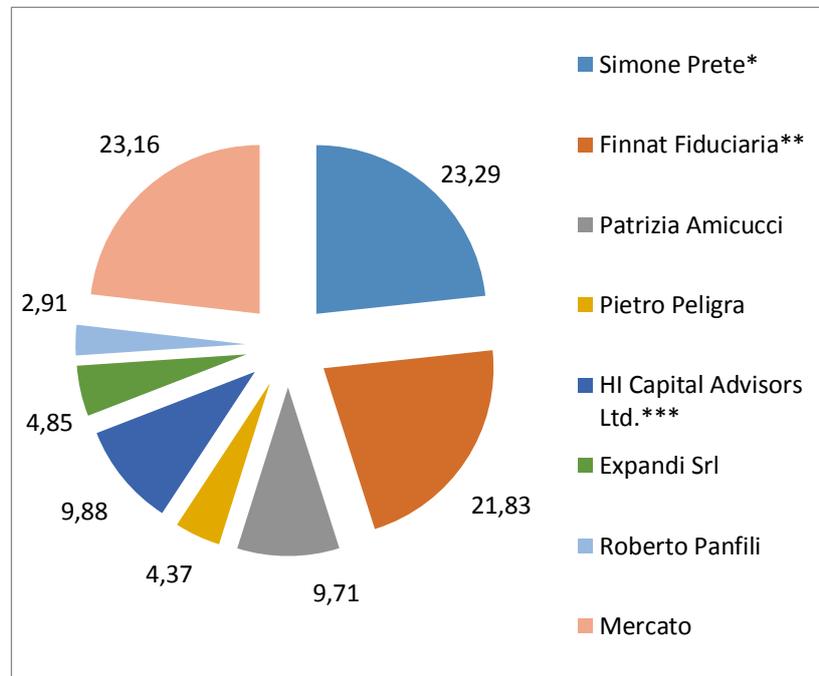
Trattasi di una Società che ha come oggetto sociale l'acquisto, anche in asta, la vendita, la permuta, la costruzione e la ristrutturazione, la gestione e la locazione di fabbricati, edifici civili ed industriali, prefabbricati e non prefabbricati, terreni ed immobili residenziali. Axanti si presenta sul mercato quale player innovativo capace di gestire e valorizzare gli immobili anche grazie ad interventi di promozione e razionalizzazione del patrimonio immobiliare. L'operazione è stata valutata quale strategica sia come investimento sia per l'ampliamento dell'offerta di prodotti e servizi di *barteraggio* verso il comparto Real Estate.

- **WEB MAGAZINE MAKERS SRL**

Partecipazione diretta 24,5%. Valore in bilancio € 250 mila

Trattasi della licenziataria, in esclusiva per l'Italia, dei marchi editoriali *Rolling Stone* e *Variety*, quest'ultimo storico magazine dedicato al mondo del cinema e dell'intrattenimento. Questa operazione permette a Portobello di proseguire il suo sviluppo nel mondo del *media barter* in un'ottica di una sempre maggiore espansione della propria offerta commerciale anche nel mondo della musica e dell'intrattenimento.

## Azionariato & Piano di Stock Options



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 riconducibile a Pietro Peligra

Il numero di azioni attualmente in circolazione è pari a n. 2.747.900. Sono stati approvati due piani di incentivazione a lungo termine basati su strumenti finanziari rispettivamente sotto forma di "stock grant plan 2019/2021" e "stock option plan 2019/2021". Entrambi i piani si articolano su di un orizzonte temporale di tre esercizi sociali (sino al 31 dicembre 2021). Il primo prevede l'attribuzione gratuita, ai dipendenti della Società e/o di eventuali e future società controllate, di massime ulteriori n. 179.900 nuove azioni ordinarie; il secondo prevede l'attribuzione, agli amministratori esecutivi della Società, di complessive massime n. 340.000 nuove azioni ordinarie rinvenienti da specifici aumenti a pagamento del capitale sociale ad un prezzo di sottoscrizione delle nuove azioni pari a € 2,4 ciascuna e fino ad un ammontare massimo di € 816 mila. 60.000 opzioni sono già state assegnate e dovrebbero essere esercitate entro fine anno per una raccolta pari ad € 144 mila. Ulteriori 280 mila opzioni ipotizziamo possano essere esercitate in parti uguali nel biennio 2021/2022 per una raccolta pari ad € 336 mila a beneficio di ciascun esercizio. Il numero di azioni "fully diluted", derivanti dal completamento dei due piani di incentivazione "stock grant plan 2019/2021" e "stock option plan 2019/2021", che utilizziamo ai fini della determinazione dei valori per azione e della valutazione, sono quindi pari a n. 3.267.800.

## Risultati al 30 giugno 2020

EUR (K)	1H 2019	1H 2020	VAR%	FY2019
<b>Ricavi di Vendita</b>	19019	23366	22,9	45344
<i>Retail</i>	1407	2192	55,8	3909
%	7	9		9
<i>Media</i>	10978	16696	52,1	30371
%	58	71		67
<i>B2B</i>	6634	4478	-32,5	11063
%	35	19		24
<i>Altri ricavi</i>	154	661		691
<b>Valore della Produzione</b>	19173	24027	25,3	46035
Materie Prime	10854	13923		31048
%	57,1	59,6		68,5
Servizi	940	2321		2812
%	4,9	9,9		6,2
Beni di Terzi	405	824		970
%	2,1	3,5		2,1
Variazione Rimanenze	3900	281		887
Costo del Lavoro	794	1058	33,2	1874
%	4,2	4,5		4,1
Oneri di Gestione	76	176		200
%	0,4	0,8		0,4
<b>EBITDA</b>	2204	5444	147	8242
%	11,6	23,3		18,2
Ammortamenti & Svalutazioni	554	711	28,3	1453
%	2,9	3		3,2
<b>EBIT</b>	1650	4733	186,9	6790
%	8,7	20,3		15
Oneri Finanziari	41	113		135
Utile Ante Imposte	1609	4620	187,2	6654
%	8,5	19,8		14,7
Imposte	448	1218		1903
<i>Tax rate (%)</i>	27,8	26,4		28,6
<b>RISULTATO NETTO</b>	1161	3401	193	4750
%	6,1	14,6		10,5
Cash Flow	1715	4112	139,8	6204
%	9	17,6		13,7
<i>PFN</i>	-1648	-7200		-4782
<i>Equity</i>	6513	13504		10102

Fonte: Portobello

Il primo semestre 2020 è risultato caratterizzato dall'emergenza sanitaria emersa, dalla fine di febbraio, con la diffusione della pandemia da Covid-19. A seguito della chiusura generalizzata di tutte le attività commerciali a far data dal 12 marzo 2020 (e proseguita fino al 17 maggio), la Società ha provveduto alla chiusura di tutta la propria rete di vendita. Pur tuttavia, tale avversa circostanza non ha impedito al fatturato del segmento "*retail*" di crescere, nel corso del primo semestre 2020, del 56% rispetto al corrispondente periodo 2019 (da € 1,4 milioni ad € 2,2 milioni) in virtù dell'aumento della superficie di vendita ottenuta a seguito dell'apertura dei nuovi negozi nell'anno 2019 (5), entrati ora a pieno regime, dell'aumento di circa il 21% del numero medio di scontrini emessi, nonché dell'incremento di circa il 10% del numero di pezzi medio per scontrino. Sull'incremento delle vendite del segmento ha anche positivamente inciso la crescita del fatturato del canale on line (+334% nel semestre rispetto al corrispondente periodo del 2019), dopo che quest'ultimo era già cresciuto del 76% nel corso dell'intero esercizio 2019. Ottimi risultati sono stati conseguiti anche dal segmento "*media/advertising*", in crescita del 52% nel semestre (da € 11 milioni al 30.06.2019 ad € 16,7 milioni), a seguito di un sempre maggior interesse, da parte delle aziende, proprio in un periodo in cui si registrano tensioni non indifferenti sulla liquidità, verso le attività di *barter*. In flessione del 32,5%, invece, le vendite del segmento *B2B* (da € 6,6 milioni al 30.06.2019 ad € 4,5 milioni) a causa, principalmente, dell'incremento della superficie di vendita dei negozi *Portobello* che ha permesso di veicolare una maggiore quantità di merce acquisita in permuta attraverso la rete di vendita "ordinaria".

Complessivamente, i ricavi totali di vendita sono quindi cresciuti del 23% rispetto al primo semestre 2019 (da € 19 milioni ad € 23,4 milioni) mentre una crescita limitata al 9,5% dei costi operativi (la cui incidenza sul fatturato è scesa dal precedente 89,2% all'attuale 79,5%), a fronte del registrato incremento del 23% del fatturato, ha consentito al margine operativo lordo (Ebitda) di crescere, nel semestre e rispetto al corrispondente periodo dell'esercizio precedente, del 147% (da € 2,2 milioni al 30.06.2019 a € 5,4 milioni), con un impressionante miglioramento della marginalità dal precedente 11,6% al 23,3%. Una crescita del 28% degli ammortamenti non ha poi impedito al risultato operativo netto (Ebit) di registrare un incremento del 187% rispetto a quanto conseguito al 30 giugno 2019 (da € 1,6 milioni ad € 4,7 milioni) anche in questo caso con ampio miglioramento della redditività (ROS) dal precedente 8,7% all'attuale 20,3%.

In termini di risultato netto, questo si è attestato ad € 3,4 milioni rispetto ad € 1,2 milioni al 30.06.2019 (+193%).

Il patrimonio netto si è portato ad € 13,5 milioni, da € 10,1 milioni al 31.12.2019 e da € 6,5 milioni al 30.06.2019 mentre l'indebitamento netto, pari ad € 1,6 milioni al 30.06.2019 e a € 4,8 milioni al 31.12.2019, si è attestato ad € 7,2 milioni al termine del semestre.

## Outlook 2020 – 2023

Fonte: Portobello; Stime: Banca Finnat

Old Estimates

EUR (K)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	CAGR 19/23
<b>Ricavi di Vendita</b>	21493	45343	66000	84400	104600	115108	26,2
<i>Retail</i>	1636	3909	12000	15600	20280	23322	56,3
%	8	9	18	18	19	20	
<i>Media</i>	15750	30371	40000	52000	65000	71500	23,9
%	73	67	61	62	62	62	
<i>B2B</i>	4107	11063	14000	16800	19320	20286	16,4
%	19	24	21	20	18	18	
Altri Ricavi	557	691					
Valore della Produzione	22050	46034	66000	84400	104600	115108	
Materie prime	23634	31048	44880	54860	65898	71367	
%	110	68,5	68	65	63	62	
Servizi	679	2812	4158	5233	6276	6906	
%	3,2	6,2	6,3	6,2	6	6	
Beni di Terzi	442	970	1650	2532	3138	3453	
%	2,1	2,1	2,5	3	3	3	
Variazione Rimanenze	(7159)	887	1320	1688	2092	2302	
Costo Lavoro	1001	1874	3200	4320	4752	4989	
%	4,7	4,1	4,8	5,1	4,5	4,3	
Oneri di Gestione	59	200	330	422	523	575	
%	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	
<b>EBITDA</b>	3394	8243	10462	15345	21921	25514	32,6
%	15,8	18,2	15,9	18,2	21	22,2	
Ammortamenti & Svalutazioni	1051	1453	1980	2178	2396	2400	
%	4,9	3,2	3	2,6	2,3	2,1	
<b>EBIT</b>	2343	6790	8482	13167	19525	23114	35,8
%	10,9	15	12,9	15,6	18,7	20,1	
Oneri finanziari	2	135	100	80	60	60	
UTILE ANTE IMPOSTE	2341	6655	8382	13087	19465	23054	
%	10,9	14,7	12,7	15,5	18,6	20	
Imposte	546	1903	2515	3926	5839	6916	
Tax rate (%)	23,3	28,6	30	30	30	30	
<b>RISULTATO NETTO</b>	1795	4752	5867	9161	13626	16138	35,75
%	8,4	10,5	8,9	10,9	13	14	
Cash Flow	2846	6205	7847	11339	16021	18538	
%	13,2	13,7	11,9	13,4	15,3	16,1	
PFN	109	-4782	-5272	-1053	7862	21762	
Equity	5352	10102	16090	25599	39572	55710	
ROI	44,7	45,6	39,7	49,4	61,6	68,1	
ROE	33,6	47	36,5	35,8	34,4	29	
NWC	2849	11396	17820	22788	28242	31079	
CAPEX	3326	2314	2500	2500	2000	1800	

*New Estimates*

EUR (K)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	CAGR 19/23
<b>Ricavi di Vendita</b>	21493	45343	65000	85175	105275	115942	26,45
<i>Retail</i>	1636	3909	9500	12350	16055	18463	47,4
%	8	9	15	14	15	16	
<i>Media</i>	15750	30371	45000	60750	75940	83534	28,8
%	73	67	69	71	72	72	
<i>B2B</i>	4107	11063	10500	12075	13280	13944	6
%	19	24	16	14	13	12	
Altri Ricavi	557	691	1160	-	-	-	
Valore della Produzione	22050	46034	66160	85175	105275	115942	
Materie prime	23634	31048	42250	53660	65271	69565	
%	110	68,5	65	63	62	60	
Servizi	679	2812	4320	5451	6527	6956	
%	3,2	6,2	6,6	6,4	6,2	6	
Beni di Terzi	442	970	1650	2555	3158	3478	
%	2,1	2,1	2,5	3	3	3	
Variazione Rimanenze	(7159)	887	650	852	1053	1159	
Costo Lavoro	1001	1874	2500	3672	4039	4241	
%	4,7	4,1	3,8	4,3	3,8	3,7	
Oneri di Gestione	59	200	340	426	526	580	
%	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	
<b>EBITDA</b>	3394	8242	14450	18559	24701	29962	38,1
%	15,8	18,2	22,2	21,8	23,5	25,8	
Ammortamenti & Svalutazioni	1051	1453	1400	1450	2000	2000	
%	4,9	3,2	2,1	1,7	1,9	1,7	
<b>EBIT</b>	2343	6790	13050	17109	22701	27962	42,5
%	10,9	15	20,1	20,1	21,6	24,1	
Oneri finanziari	2	135	200	100	80	80	
UTILE ANTE IMPOSTE	2341	6654	12850	17009	22621	27882	
%	10,9	14,7	19,8	20	21,5	24	
Imposte	546	1903	3855	5103	6786	8364	
<i>Tax rate (%)</i>	23,3	28,6	30	30	30	30	
<b>RISULTATO NETTO</b>	1795	4752	8995	11906	15835	19517	42,4
%	8,4	10,5	13,8	14	15	16,8	
Cash Flow	2846	6205	10395	13356	17835	21517	
%	13,2	13,7	16	15,7	16,9	18,5	
PFN	109	-4782	-6597	-763	9327	24931	
Equity	5352	10102	19241	31483	47654	67171	
ROI	44,7	45,6	50,5	53	59,2	66,2	
ROE	33,6	47	46,7	37,8	33,2	29	
NWC	2849	11396	22750	28108	33688	37101	
CAPEX	3326	2314	1000	2500	2500	2500	

Fonte: Portobello; Stime: Banca Finnat

Il modello di business di Portobello sta dimostrando di essere solido, sostenibile, efficiente, con considerevoli spazi di crescita tenuto conto delle opportunità che la situazione attuale di crisi sta inaspettatamente generando, nonché delle strategie di sviluppo che la Società intende perseguire nel corso del prossimo triennio. In merito all'attuale contingenza, rileviamo come le crescenti tensioni sulle liquidità aziendali potrebbero incentivare la stipula di contratti di *barter pubblicitario* i quali rappresentano un valido sostegno all'attività di molte imprese desiderose di mantenere aperti i propri canali comunicativi/pubblicitari senza gli impegni finanziari che solitamente questi investimenti comportano. Inoltre, alla base delle nostre stime, teniamo anche conto degli immutati programmi di sviluppo della Società che dovrebbero concretizzarsi con l'apertura di circa 50 nuovi punti vendita "diretti" nel triennio 2021/2023 ed il raggiungimento di almeno 65/70 negozi "in franchising" per fine 2022. Quale ulteriore driver di sviluppo dell'attività ed in particolare della sua divisione media, rileviamo come questa dovrebbe risultare positivamente influenzata anche dalla nuova formulazione del credito d'imposta del 50% sull'intera spesa pubblicitaria sostenuta dalle imprese nell'anno 2020 (entro uno stanziamento globale annuo prefissato a livello nazionale pari a € 60 milioni).

Confidiamo quindi che i ricavi totali possano giungere, a fine 2020, a € 65 milioni (da € 45,3 milioni a consuntivo 2019), con una crescita annua quindi superiore al 40%. Stimiamo, peraltro, un rafforzamento non indifferente della redditività, con un margine operativo lordo (Ebitda), a consuntivo 2020, a € 14,4 milioni (per un'incidenza sul fatturato pari al 22,2%) a fronte della nostra precedente stima che vedeva tale margine fermarsi, per fine 2020, a € 10,5 milioni (per un'incidenza sul fatturato limitata al 15,9%) ed un risultato operativo netto (Ebit) ad € 13 milioni (ROS al 20,1%) rispetto agli 8,5 milioni in precedenza preventivati (per un ROS pari al 12,9%).

In termini di utile netto, riteniamo che questo sia in grado di attestarsi ad € 9 milioni dalla precedente stima di € 5,9 milioni. In merito al periodo 2021/2023, rivediamo solo leggermente al rialzo le attese di fatturato ma ampliamo, considerevolmente, le aspettative reddituali in virtù dell'efficienza dimostrata dal business model della Società. Manteniamo quindi poco sopra il 26% la crescita media annua attesa, nel periodo 2019/2023, dei ricavi di vendita mentre alziamo dal 32,6%, precedentemente previsto, al 38,1% la crescita media annua attesa dell'Ebitda; portiamo al 42,5% (dal precedente 35,8%) il tasso di crescita annua atteso dell'Ebit e dal 35,75% al 42,4% il tasso di crescita atteso del risultato netto. Al 2023 i ricavi di vendita dovrebbero quindi riuscire ad attestarsi ad € 115,9 milioni (da € 65 milioni a fine 2020); il margine operativo lordo (Ebitda) riuscire a portarsi ad € 30 milioni (con una marginalità al 25,8%) da € 14,5 milioni previsti a fine 2020 (marginalità al 22,2%); il risultato operativo netto (Ebit) giungere ad € 28 milioni (ROS 24,1%) da € 13 milioni a fine 2020 (ROS 20,1%) ed il risultato netto crescere fino ad € 19,5 milioni (net margin 16,8%) da € 9 milioni previsti per fine 2020 (net margin 13,8%).

Il patrimonio netto lo stimiamo ad € 19,2 milioni a fine 2020; a € 67,2 milioni per fine 2023 mentre la posizione finanziaria netta dovrebbe risultare positiva per € 24,9 milioni a fine 2023 da un indebitamento netto pari ad € 6,6 milioni previsto a consuntivo 2020.

## Valuation

In merito alla valutazione, utilizziamo la metodologia del Discounted Cash Flow con previsione esplicita dei flussi di cassa generati nel periodo 2020/2023.

Il tasso di crescita perpetua lo manteniamo allo 0,5% ed il WACC lo determiniamo al 12,45% (dal precedente 12,75%), con un Free Risk Rate all'1,2% (precedente 1,5%), un Market Risk Premium immutato all'11,25% ed un Beta sempre pari all'unità.

Otteniamo un Enterprise Value pari a 111,9 milioni di euro ed un **Valore ad Equity** pari a 32 euro/azione. La nostra Raccomandazione permane di Acquisto.

### Cash Flow Model (K €)

	2020E	2021E	2022E	2023E
EBIT	13050	17109	22701	27962
Imposte	3855	5103	6786	8364
NOPAT	9195	12006	15915	19598
D&A	1400	1450	2000	2000
Capex	1000	2500	2500	2500
CNWC	11354	5358	5580	3413
FOCF	-1759	5598	9835	15685

Stime: Banca Finnat

### DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	0,5
WACC (%)	12,45
Discounted Terminal Value	90.414
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	21.468
Enterprise Value	111.882
Net financial position as of 30/06/2020	-7.201
Equity Value	104.681
Nr. Azioni (fully diluted)	3.267.800
<b>Value per share</b>	<b>32</b>

Stime: Banca Finnat

### WACC Calculation (%)

Risk free rate	1,2
Market risk premium	11,25
Beta (x)	1
Cost of Equity	12,45
<b>WACC</b>	<b>12,45</b>

Stime: Banca Finnat

### Historical recommendations and target price trend

Date	Rating	Target Price	Market Price
14.04.2020	BUY	26,5 €	8,92 €
21.10.2019	BUY	14,8 €	9,96 €
09.04.2019	BUY	7,80 €	5,40 €

Key to Investment Rating (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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Ricavi di Vendita	21493	45343	65000	85175	105275	115942
Valore della Produzione	22050	46034	66160	85175	105275	115942
Materie prime	23634	31048	42250	53660	65271	69565
Servizi	679	2812	4320	5451	6527	6956
Beni di Terzi	442	970	1650	2555	3158	3478
Costo del lavoro	1001	1874	2500	3672	4039	4241
Variatione Rimanenze	(7159)	887	650	852	1053	1159
Oneri di gestione	59	200	340	426	526	580
EBITDA	3394	8242	14450	18559	24701	29962
Ammortamenti & Svalutazioni	1051	1453	1400	1450	2000	2000
EBIT	2343	6790	13050	17109	22701	27962
Oneri finanziari	2	135	200	100	80	80
Utile ante Imposte	2341	6654	12850	17009	22621	27882
Imposte	546	1903	3855	5103	6786	8364
<i>Tax-rate (%)</i>	<i>23</i>	<i>29</i>	<i>30</i>	<i>30</i>	<i>30</i>	<i>30</i>
RISULTATO NETTO	1795	4752	8995	11906	15835	19517
Cash Flow	2846	6205	10395	13356	17835	21517
BALANCE SHEET (Eur k)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Patrimonio Netto	5352	10102	19241	31483	47654	67171
PFN	109	-4782	-6957	-763	9327	24931
Capitale Investito Netto	5243	14884	25839	32246	38327	42240
FINANCIAL RATIOS (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
EBITDA margin	15,8	18,2	22,2	21,8	23,5	25,8
EBIT margin	10,9	15	20,1	20,1	21,6	24,1
Net margin	8,4	10,5	13,8	14	15	16,8
ROI	44,7	45,6	50,5	53	59,2	66,2
ROE	33,6	47	46,7	37,8	33,2	29
GROWTH RATES (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Ricavi di Vendita	115	111	43,3	31	23,6	10
EBITDA	534	142,8	75,3	28	33,1	21
EBIT	360	189,7	92,2	31	32,7	23
Net Profit	424	164,5	89,3	32	33	23
Cash Flow	672	117,9	67,6	28	33,5	21
VALUATION METRICS	2018	2019	2020E <sup>^</sup>	2021E <sup>^</sup>	2022E <sup>^</sup>	2023E <sup>^</sup>
EPS	0,7	1,73	2,75	3,64	4,8	6
CFPS	1,04	2,3	3,2	4,1	5,5	6,6
BVPS	1,95	3,7	5	9,6	14,6	20,6
P/E	21	8	4,3	3,8	2,8	2,3
P/CF	13,3	6,1	2,3	3,4	2,5	2,1
P/BV	7,1	3,7	2,3	1,4	0,94	0,7
EV/SALES	1,8	0,94	0,8	0,5	0,3	0,2
EV/EBITDA	11,1	5,2	3,6	2,5	1,4	0,7
EV/EBIT	16,1	6,3	3,9	2,7	1,6	0,7

Fonte: Portobello; Stime: Banca Finnat; <sup>^</sup> Data per share Fully Diluted

### **Informazioni generali**

La presente ricerca è stata preparata da Gian Franco Traverso Guicciardi, analista finanziario di Banca Finnat S.p.A. ("Banca Finnat" o la "Banca"), autorizzata dalla Banca d'Italia all'esercizio dell'attività bancaria ai sensi del D.lgs. n. 385/1993 e alla prestazione dei servizi e attività di investimento di cui al D.lgs. n. 58/1998. Nello svolgimento delle proprie attività, Banca Finnat è sottoposta alla vigilanza della Banca d'Italia e della CONSOB per quanto di rispettiva competenza.

La presente ricerca, per contenuti e finalità, rientra nell'ambito delle disposizioni previste dal Regolamento Delegato (UE) 2016/958 e degli articoli 34, 36 e 37 del Regolamento Delegato (UE) 2017/565 che disciplinano gli obblighi a carico degli intermediari che pubblicano raccomandazioni di investimento.

La presente ricerca non costituisce in alcun modo una proposta di conclusione di un contratto, né un'offerta al pubblico di prodotti finanziari né si configura da parte della Banca come prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti di strumenti finanziari, ai sensi dell'articolo 1 comma 5 del D.lgs. n. 58/1998 e successivi aggiornamenti.

### **Fonti e modelli di valutazione**

Ai fini della redazione della ricerca, la Banca ha utilizzato fonti informative (a titolo esemplificativo, articoli di stampa, bilanci, comunicati, informazioni reperite nel corso di incontri e conversazioni telefoniche con i rappresentanti dell'emittente) che, alla data di pubblicazione della ricerca stessa, non risultano essere oggetto di accertamenti, provvedimenti o pubbliche smentite da parte di autorità giudiziarie o di vigilanza e che la Banca ritiene affidabili. Banca Finnat non fornisce, tuttavia, alcuna garanzia circa l'accuratezza o la completezza delle suddette fonti informative.

Gli analisti della Banca utilizzano modelli standard di valutazione riconosciuti a livello internazionale, tra cui, a titolo esemplificativo, Discounted Cash Flow Model (DCF), Economic Value Added (EVA) e NAV Method (Net Asset Value). Qualunque sia il metodo di valutazione utilizzato, esiste un rischio significativo che il prezzo target non sia raggiunto entro i tempi previsti nella ricerca.

Le informazioni fornite e le opinioni espresse nella ricerca si riferiscono alla data di pubblicazione della ricerca stessa. Qualsiasi opinione, previsione o stima contenuta è espressa sulla base della situazione corrente ed è quindi possibile che i risultati o gli avvenimenti futuri si discostino rispetto a quanto indicato in tali opinioni, previsioni e stime.

### **Copertura e aggiornamento**

L'elenco degli emittenti coperti dall'Ufficio Studi e Ricerche è disponibile nell'apposita sezione del sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche (al seguente link

<https://www.bancafinnat.it/it/pages/index/2/28/0/28/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>).

Banca Finnat fornisce una copertura continua degli emittenti seguiti, aggiornando le ricerche di regola con cadenza semestrale. Inoltre, la Banca può pubblicare altre tipologie di ricerche più sintetiche (denominate *flash company note*) a seguito della pubblicazione delle relazioni contabili periodiche e di eventi (di carattere ordinario od eccezionale) inerenti l'Emittente. Lo storico delle raccomandazioni di investimento nel tempo formulate e il prezzo target relativo all'emittente sono riportati nella parte finale della ricerca, sezione "Valuation", nonché sul sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche (al seguente link

<https://www.bancafinnat.it/it/pages/index/2/28/0/28/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>)<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Per informazioni su tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte da Banca Finnat negli ultimi 12 mesi (ivi inclusa la percentuale di raccomandazioni buy/hold/reduce/sell pubblicate e la percentuale degli emittenti corrispondenti a ciascuna di queste categorie ai quali la Banca ha prestato servizi bancari, di investimento o accessori) si rinvia al sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche.

<sup>2</sup> Per informazioni su tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte da Banca Finnat negli ultimi 12 mesi (ivi inclusa la percentuale di raccomandazioni buy/hold/reduce/sell pubblicate e la percentuale degli emittenti corrispondenti a ciascuna di queste categorie ai quali la Banca ha prestato servizi bancari, di investimento o accessori) si rinvia al sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche.

### **Informazioni sugli interessi e sui conflitti di interessi**

La presente ricerca è prodotta su incarico remunerato da parte dell'emittente. Si comunica, inoltre, che Banca Finnat svolge il ruolo di *specialist* in favore dell'emittente.

Si comunica, altresì, che nessun analista dell'Ufficio Studi e Ricerche detiene o ha detenuto negli ultimi 12 mesi strumenti finanziari emessi dall'emittente o ad essi collegati, né svolge ruoli di amministrazione, direzione o consulenza per l'emittente stesso. L'analista che ha preparato la presente ricerca dichiara, in particolare, di non avere interessi o conflitti di interessi nei confronti dello strumento finanziario o dell'emittente e di non essere a conoscenza di interessi o conflitti di interessi in capo a Banca Finnat e/o alle società appartenenti al suo gruppo in relazione allo strumento finanziario e/o all'emittente ulteriori rispetto a quanto rappresentato nel presente *disclaimer*.

### **Presidi organizzativi e procedurali volti a prevenire e gestire potenziali conflitti di interessi**

La Banca previene e gestisce i potenziali conflitti di interesse attuando, tra l'altro, i seguenti presidi: (1) indipendenza dell'Ufficio Studi e Ricerche dalle altre aree della Banca e inserita in staff al Direttore Generale; (2) sistema di *information barriers*; (3) adozione di procedure interne che preservano la propria indipendenza nello svolgimento dell'elaborazione delle ricerche; (4) divieto ai dipendenti della Banca di compiere qualsiasi operazione personale riguardante lo strumento finanziario oggetto della ricerca stessa tranne in occasione di ammissione a quotazione.

La remunerazione degli analisti non dipende, pertanto, in modo diretto dalla prestazione di servizi di investimento o da altre tipologie di operazioni eseguite dalla Banca o da altre società del suo gruppo, ovvero dalle commissioni di negoziazione ricevute dalla Banca o da altre società del suo gruppo.

Esclusivamente gli analisti dell'Ufficio Studi e Ricerche della Banca possono avere accesso alla ricerca prima della sua pubblicazione. È tuttavia prassi sottoporre la bozza della ricerca, senza la raccomandazione o il prezzo target, all'emittente prima della sua diffusione al pubblico, al fine di verificare l'accuratezza delle asserzioni fattuali e permettere la correzione di eventuali errori materiali. Le informazioni di carattere fattuale contenute nella bozza dell'analisi potrebbero, pertanto, essere state modificate a seguito della condivisione con l'emittente e prima della definitiva diffusione al pubblico.

Per maggiori informazioni si rinvia al sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche. <https://www.bancafinnat.it/it/pages/index/2/28/0/28/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>).

### **Riproduzione e distribuzione della ricerca**

La riproduzione, anche parziale, della presente ricerca è consentita previa citazione della fonte. La presente ricerca non può essere portata, trasmessa, distribuita o comunque utilizzata, in tutto o in parte, negli Stati Uniti d'America o da una "US Person" secondo la definizione contenuta nella *Regulation S* dello *United States Securities Act* del 1933, come successivamente modificato, né in Canada, Australia, Giappone o da alcuna persona ivi residente. La distribuzione della presente ricerca in altri Stati potrà essere oggetto di restrizioni normative e le persone che siano in possesso della presente ricerca dovranno informarsi sull'esistenza di tali restrizioni ed osservarle.

<b>Banca Finnat Research Rating Distribution</b>	<b>31/07/2020</b>				
N° Società sotto copertura di ricerca: 15	<b>BUY</b>	<b>HOLD</b>	<b>REDUCE</b>	<b>SELL</b>	<b>N.R.</b>
Percentuali di raccomandazioni sul totale ricerche	73%	14%	0%	0%	13%
Percentuali di Società coperte alle quali Banca Finnat offre servizi di investimento	100%	100%	-	-	100%