

**RACCOMANDAZIONE
BUY** (da BUY)

Target Price
77 € (da 59,7€)

PORTOBELLO

Settore: Retail & Media
Codice di negoziazione Bloomberg: POR IM
Mercato: Euronext Growth Milan
Prezzo al 11/04/2022
39,2 € (price at market close)

Capitalizzazione di Borsa: 126.886.558€
Numero di azioni: 3.511.702[^]
Patrimonio netto al 31.12.2021: 35.022.529€

[^]Fully Diluted; vedi pag.7

Atteso il raddoppio della superficie di vendita

**Data ed ora
di produzione:**
12.04.2022 ore 07:00

**Data ed ora
di prima diffusione:**
12.04.2022 ore 10:30

**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

Claudio Napoli

Tel. +39 0669933.292

 E-mail: ufficio.studi@finnat.it

- Portobello ha chiuso l'esercizio 2021 con un fatturato consolidato pari ad € 85,5 milioni, in crescita del 36,4% rispetto ad un fatturato totale (non pro forma) di € 62,7 milioni al 31.12.2020. L'incremento dei ricavi ha interessato tutti i segmenti di business. Il *retail* è cresciuto del 105%, beneficiando di 9 punti vendita aperti nel corso dell'anno, il *media/advertising* ha registrato una crescita di fatturato di circa il 27% mentre i ricavi B2B sono aumentati di quasi il 39%. Il margine operativo lordo (Ebitda) è cresciuto del 52%, attestandosi ad € 16,5 milioni, per una redditività sui ricavi pari al 19,3% dal precedente 17,3%; il risultato operativo netto (Ebit) si è portato ad € 13,9 milioni (+62%) per un Ros al 16,2% dal 13,7% al 31.12.2020.
- Un'aggressiva politica di aperture "in franchising", localizzate soprattutto all'interno di centri commerciali, ha consentito alla società di raggiungere, a fine 2021, una superficie totale di vendita pari a 13.000 mq (pari a 52 negozi equivalenti). A fine 2022 i punti vendita è previsto raggiungano i 27.700 mq per un numero di negozi equivalenti pari a 110.
- Sul periodo 2021/2025 stimiamo una crescita dei ricavi ad un cagr del 22,1%, in grado di raggiungere € 190 milioni a fine periodo. La pipeline di nuove aperture consentirà al segmento retail di crescere ad un tasso medio annuo del 63,2%. Margine operativo lordo (Ebitda), risultato operativo (Ebit) ed Utile netto li stimiamo in crescita media annua superiore al 30%. Manteniamo una raccomandazione d'acquisto sul titolo con Target Price alzato a € 77.

Anno al 31/12 (k €)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Ricavi di Vendita	62695	85488	133350	158280	177514	190094
EBITDA	10867	16516	25534	34074	41751	48634
EBIT	8578	13886	21584	29734	37151	43754
Utile Netto	5955	8854	13726	18996	23832	28137
Cash - flow	8243	11484	17676	23336	28432	33017
Equity	16131	35023	48748	67744	91576	119714
Pfn	-13856	-17303	-16000	-1020	15715	43100
Roe	36,9	25,3	28,2	28	26	23,5

Fonte: Portobello; Stime: Banca Finnat

Attività & Strategie

La Società è stata costituita in data 1 agosto 2016 ed è quotata sul mercato Euronext Growth 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 e quotidiani 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 75% dei casi) – scambio merci/servizi- ottenendo quindi 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 i quali 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 si basa quindi su di una stretta interrelazione tra queste tre Business Units le quali devono essere viste come un "unicum" in grado di creare valore grazie ad un approccio "circolare" che prevede l'offerta, alle aziende clienti, di servizi pubblicitari che verranno convogliati su spazi pubblicitari sia proprietari o in gestione esclusiva (*magazine e quotidiani proprietari* e *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 da Portobello con merci del cliente che Portobello stessa, 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 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.

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 e quotidiani 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", "LEI STYLE" e "ROLLING STONE"; quest'ultima vanta, insieme all'omonimo portale, circa 3 milioni di utenti attivi/mese.



- A dicembre 2020 Portobello ha poi acquisito una partecipazione pari a circa il 20% del capitale sociale del Gruppo SAE (complessivamente pari ad € 2,75 milioni) il quale ha rilevato dal gruppo Gedi News Network S.p.A. i rami d'azienda relativi alle testate:
 - Il Tirreno
 - La Gazzetta di Reggio
 - La Gazzetta di Modena
 - La Nuova Ferrara

Recentemente si è aggiunta la testata: La Nuova Sardegna.

I contenuti editoriali, come del resto stampa e distribuzione, sono totalmente terziarizzati; questo permette di avere un ottimo controllo di gestione a livello di costi e di sopperire all'eventuale problematica della stagionalità del venduto.

Nell'ambito di un progetto di digitalizzazione delle testate cartacee, è stato poi creato un portale - Portobello Place - 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, unitamente a proposte pubblicitarie.

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 10 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", "Radio Radio", "Disco Radio", "Dimensione Suono Soft" e "Ram Power Fm 102.7".
- *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", "Il Sole 24 Ore" 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 (75% 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 ed i *marketplace*.

La divisione Retail si compone quindi di:

- i *negozi Portobello*. Al 31 dicembre 2021 hanno raggiunto il numero di 21, dopo i 9 punti vendita aperti nel corso dell'anno, ubicati a Roma (9), Capena (Rm), Frosinone, Ostia (Rm), Ancona, Milano (3), Olbia, Catania, Forlì, Fano e Torino, per una superficie complessiva di vendita pari a circa 13.000mq (equivalenti a 52 negozi con superficie media di 250 mq).
Al 30 marzo 2022 si sono aggiunte due nuove locations a Bologna e Rimini mentre nel corso del corrente esercizio si prevede l'apertura di ulteriori punti vendita, presso primari centri commerciali, in località quali Portogruaro, Carpi, Porto d'Ascoli, Udine, Verona, Ravenna, Bari, Ferrara, Napoli, Cuneo, Brindisi ed una seconda location a Catania. A fine dicembre 2022, sulla base delle aperture suddette derivanti dai contratti di locazione già sottoscritti da PB Retail Srl (controllata al 51% da Portobello) - veicolo attraverso il quale è stato avviato il progetto "franchising" per lo sviluppo della rete di negozi su scala nazionale - i punti vendita di Portobello sono destinati a raggiungere i 27.700 metri quadrati per un numero di negozi equivalenti pari a 110.
- il *sito e-commerce Portobello*: la Società offre ai propri clienti anche il sito internet 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

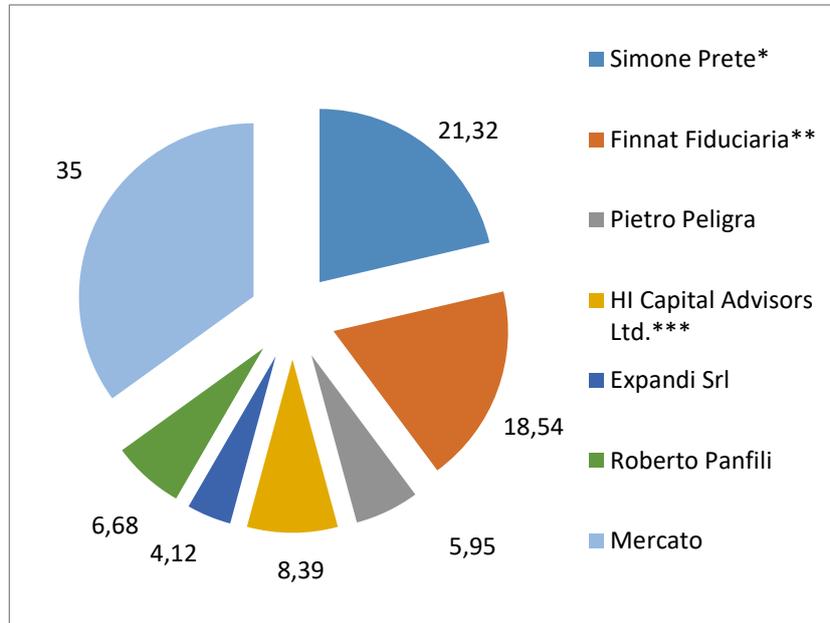
riescono (per prossimità o per comodità) a raggiungere i negozi fisici sia perché permette di creare notorietà di marchio sul brand Portobello.

- 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

La divisione B2B persegue un'attività prettamente opportunistica atta a monetizzare gli 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, garantendo il giusto turnover delle merci acquisite tramite barter pubblicitario, migliorare il ciclo di cassa e la marginalità dei prodotti venduti negli altri canali di offerta.

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 riconducibile a Pietro Peligra

Il numero di azioni attualmente in circolazione è pari a n. 3.236.902 dopo l'assegnazione a titolo gratuito di n. 185.100 azioni derivanti dalla maturazione della seconda tranche del Piano di Stock Grant 2019/2021 nonché dopo l'aumento di capitale riservato ad investitori qualificati ed istituzionali, attuato mediante procedura di *accelerated book building*, attraverso il quale sono stati raccolti €10 milioni finalizzati a rafforzare la struttura patrimoniale e finanziaria della società a fronte dell'espansione e sviluppo del business retail. Essendo stati poi raggiunti gli obiettivi economici per la maturazione della terza tranche del Piano di Stock Grant 2019/2021, sono in procinto di essere emesse n. 274.800 ulteriori azioni che porteranno il numero di azioni complessivo della Società a 3.511.702.

Risultati al 31 dicembre 2021

EUR (K)	FY 2020	FY 2021	VAR%	FY2021E
Ricavi di Vendita	62695	85488	36,4	88760
<i>Retail</i>	5615	11489	104,6	12570
%	9	13		14
<i>Media</i>	43041	54553	26,7	60750
%	69	64		68
<i>B2B</i>	14038	19446	38,5	15440
%	22	23		17
<i>Altri ricavi</i>	1309	2692		2550
Valore della Produzione	64004	88180	37,8	91310
Materie Prime	51241	83330		62130
%	81,7	97,5		70
Servizi	4410	6764		5200
%	7	7,9		5,9
Beni di Terzi	1832	3425		3000
%	2,9	4		3,4
Variazione Rimanenze	(7377)	(28060)		1000
Costo del Lavoro	2624	5407	106	3800
%	4,2	63		4,3
Oneri di Gestione	407	798		500
%	0,6	0,9		0,6
EBITDA	10867	16516	52	15680
%	17,3	19,3		17,7
Ammortamenti & Svalutazioni	2289	2629	14,9	1900
%	3,7	3,1		2,1
EBIT	8578	13886	61,9	13780
%	13,7	16,2		15,5
Oneri Finanziari	294	863		600
Utile Ante Imposte	8284	13023	57,2	13180
%	13,2	15,2		14,9
Imposte	2329	4204		3954
<i>Tax rate (%)</i>	28,1	32,3		30
minorities	-	0,35		
RISULTATO NETTO	5955	8854	48,7	9226
	9,5	10,4		10,4
Cash Flow	8243	11484	39,3	11126
%	13,1	13,4		12,5
<i>PFN</i>	-13856	-17303		-6138
<i>Equity</i>	16131	35022		35357

Fonte: Portobello; Stime: Banca Finnat

In Italia sono 1260 i poli commerciali che al loro interno accolgono 40 mila negozi. Nel corso del 2021 si è registrato un deciso recupero dei fatturati passati da un calo del 35,9% del periodo gennaio-maggio ad un calo dell'1,3% del periodo giugno-ottobre, rispetto agli stessi mesi del 2019. Con il riacutizzarsi della pandemia, a novembre e dicembre, si è quindi materializzata una successiva frenata delle vendite pari al 7,2% sempre sul 2019. La pandemia ha senz'altro determinato una complessiva diminuzione nella frequenza delle visite da parte dei consumatori ma ha generato, contestualmente, un aumento dello scontrino medio che per Portobello è risultato pari a circa il 18/20%. La Società è riuscita quindi a chiudere il bilancio 2021 con un incremento dei ricavi totali di vendita del 36,4% sul 2020, attestati quindi ad € 85,5 milioni rispetto a € 62,7 milioni al 31.12.2020 (dato non proforma) e rispetto ad € 88,8 milioni da noi attesi (per un incremento da noi previsto del 42%). In forte crescita sono risultati tutti i segmenti di business. Il *retail*, complici i 9 nuovi punti vendita aperti nel corso dell'anno, è cresciuto del 105%, da € 5,6 milioni di ricavi al 31.12.2020 a € 11,5 milioni (a fronte di € 12,6 milioni da noi previsti per una crescita attesa del 124%); i ricavi del segmento *media/advertising* sono aumentati di quasi il 27%, da € 43 milioni al 31.12.2020 ad € 54,5 milioni (a fronte di una nostra stima, per il segmento, di € 60,75 milioni di ricavi per una crescita attesa del 41%) mentre il fatturato del segmento *B2B* ha registrato una crescita del 38,5%, ad € 19,4 milioni da € 14 milioni al 31.12.2020, a fronte di una nostra stima di una crescita attesa limitata al 10% ad € 15,4 milioni. Complice una variazione delle rimanenze per € 28,1 milioni (derivanti per un 42% da acquisti diretti e per un 58% da attività di barter e che troveranno manifestazione a ricavi nel corso del 2022), il margine operativo lordo (Ebitda) ha registrato una crescita del 52% sul 2020, attestandosi ad € 16,5 milioni rispetto ad € 10,9 milioni del consuntivo 2020 (a fronte di una nostra stima pari ad € 15,7 milioni per una crescita attesa del 44%), con una redditività sui ricavi di vendita attestata al 19,3% rispetto al precedente 17,3% e all'atteso 17,7%. In termini di risultato operativo netto (Ebit), questo si è portato ad € 13,9 milioni (€ 13,8 milioni la nostra stima) rispetto ad € 8,6 milioni al 31.12.2020, per una crescita del 62% ed un Ros pari al 16,2% a fronte del precedente 13,7% e al 15,5% da noi atteso.

In termini di utile netto, la crescita è stata pari al 49% sull'esercizio precedente, ad € 8,8 milioni rispetto ai 9,2 milioni da noi previsti e ai 5,9 milioni di utile conseguito nel 2020, per un net margin al 10,4% rispetto al precedente 9,5%. La Posizione finanziaria presenta un indebitamento netto pari ad € 17,3 milioni (da € 13,9 milioni al 31.12.2020) ma con un rapporto di *leverage* pari allo 0,49 rispetto allo 0,86 del dicembre 2020 ed un rapporto *debt/ebitda* anch'esso migliorato e più che ottimale all'1,05 dal precedente 1,27. Il patrimonio netto è cresciuto ad € 35 milioni da € 16,1 milioni al 31.12.2020 beneficiando dell'aumento di capitale per € 10 milioni attuato al fine di rafforzare la struttura finanziaria/patrimoniale della società a fronte degli obiettivi di espansione e sviluppo del business retail.

Outlook 2022 – 2025

Old Estimates

EUR (K)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	CAGR 20/24
Ricavi di Vendita	45344	62695	88760	136152	161356	178543	29,9
<i>Retail</i>	3909	5615	12570	44000	60800	72960	89,9
<i>%</i>	9	9	14	32	38	41	
<i>Media</i>	30371	43041	60750	75940	83534	87710	19,5
<i>%</i>	67	69	68	56	52	49	
<i>B2B</i>	11063	14038	15440	16212	17022	17873	6,2
<i>%</i>	24	22	17	12	11	10	
Altri Ricavi	691	1309	2550	1000	1000	1000	
Valore della Produzione	46035	64004	91310	137152	162356	179543	
Materie prime	31048	51241	62130	92580	104880	110697	
<i>%</i>	68,5	81,7	70	68	65	62	
Servizi	2812	4410	5200	7620	9000	9280	
<i>%</i>	6,2	7	5,9	5,6	5,6	5,2	
Beni di Terzi	970	1831	3000	5200	7260	8095	
<i>%</i>	2,1	2,9	3,4	3,8	4,5	4,5	
Variazione Rimanenze	887	(7377)	1000	1000	1000	1000	
Costo Lavoro	1874	2624	3800	5900	7260	8000	
<i>%</i>	4,1	4,2	4,3	4,3	4,5	4,5	
Oneri di Gestione	200	407	500	580	680	740	
<i>%</i>	0,4	0,6	0,6	0,4	0,4	0,4	
EBITDA	8242	10867	15680	24272	32276	41731	40
<i>%</i>	18,2	17,3	17,7	17,8	20	23,4	
Ammortamenti & Svalutazioni	1453	2289	1900	2500	3100	3500	
<i>%</i>	3,2	3,7	2,1	1,8	1,9	2	
EBIT	6789	8578	13780	21772	29176	38231	45,3
<i>%</i>	15	13,7	15,5	16	18,1	21,4	
Oneri finanziari	135	294	600	600	600	600	
UTILE ANTE IMPOSTE	6654	8284	13180	21172	28576	37631	
<i>%</i>	14,7	13,2	14,8	15,6	17,7	21,1	
Imposte	1903	2329	3954	6352	8573	11289	
<i>Tax rate (%)</i>	28,6	28,1	30	30	30	30	
Minorities				963	1396	1712	
RISULTATO NETTO	4750	5955	9226	13857	18607	24629	42,6
<i>%</i>	10,5	9,5	10,4	10,2	11,5	13,8	
Cash Flow	6204	8243	11126	16357	21707	28130	
<i>%</i>	13,7	13,1	12,5	12	13,5	15,8	
PFN	-4782	-13856	-6138	-5086	5812	27243	
Equity	10102	16131	35357	49215	67822	92451	
ROI	45,6	28,6	33,2	40,1	47	58,6	
ROE	47	36,9	26,1	28,2	27,4	26,6	
NWC	11396	25171	30178	39484	46793	49992	
CAPEX	2314	3448	8400	6000	3500	3500	

Fonte: Portobello; Stime: Banca Finnat

New Estimates

EUR (K)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	CAGR 21/25
Ricavi di Vendita	62695	85488	135350	158280	177514	190094	22,1
<i>Retail</i>	5615	11489	44800	59800	74110	81520	63,2
<i>%</i>	9	13	33	38	42	43	
<i>Media</i>	43041	54553	68190	75000	78750	82687	11
<i>%</i>	69	64	50	47	44	43	
<i>B2B</i>	14038	19446	22360	23480	24654	25887	7,4
<i>%</i>	22	23	17	15	14	14	
Altri Ricavi	1309	2692	1500	1500	1500	1500	
Valore della Produzione	64004	88180	136850	159780	179014	191594	
Materie prime	51241	83330	87980	99720	110060	114060	
<i>%</i>	81,7	97,5	65	63	62	60	
Servizi	4410	6764	9474	10288	10650	11405	
<i>%</i>	7	7,9	7	6,5	6	6	
Beni di Terzi	1831	3425	5414	6330	6745	7224	
<i>%</i>	2,9	4	4	4	3,8	3,8	
Variazione Rimanenze	(7377)	(28060)	1000	1000	1000	1000	
Costo Lavoro	2624	5407	6500	7260	7920	8320	
<i>%</i>	4,2	6,3	4,8	4,6	4,5	4,4	
Oneri di Gestione	407	798	947	1108	887	950	
<i>%</i>	0,6	0,9	0,7	0,7	0,4	0,5	
EBITDA	10867	16516	25534	34074	41751	48634	31
<i>%</i>	17,3	19,3	18,9	21,5	23,5	25,6	
Ammortamenti & Svalutazioni	2289	2629	3950	4340	4600	4880	
<i>%</i>	3,7	3,1	2,9	2,7	2,6	2,6	
EBIT	8578	13886	21584	29734	37151	43754	33,2
<i>%</i>	13,7	16,2	16	18,8	20,9	23	
Oneri finanziari	294	863	600	600	600	600	
UTILE ANTE IMPOSTE	8284	13023	20984	29134	36551	43154	
<i>%</i>	13,2	15,2	15,5	18,4	20,6	22,7	
Imposte	2329	4204	6295	8740	10965	12946	
<i>Tax rate (%)</i>	28,1	32,3	30	30	30	30	
Minorities		(36)	963	1398	1754	2071	
RISULTATO NETTO	5955	8854	13726	18996	23832	28137	33,5
<i>%</i>	9,5	10,4	10,1	12	13,4	14,8	
Cash Flow	8243	11484	17676	23336	28432	33017	
<i>%</i>	13,1	13,4	13	14,7	16	17,4	
PFN	-13856	-17303	-16003	-1020	15715	43101	
Equity	16131	35022	48748	67744	91576	119714	
ROI	28,6	26,5	33,3	43,2	49	57,1	
ROE	36,9	25,3	28,1	28	26	23,5	
NWC	25171	44353	55228	59581	67278	68910	
CAPEX	3448	4824	5500	4000	4000	4000	

Fonte: Portobello; Stime: Banca Finnat

In merito al periodo previsionale 2022/2025, abbiamo ricalibrato le nostre stime a seguito dei risultati 2021; non sono state apportate significative correzioni in quanto le nostre previsioni già scontavano il percorso di crescita attesa soprattutto relativamente al segmento retail. Questo lo stimiamo, fino al 2025, in crescita media annua del 63,2% a ragione di un peso del comparto, sui ricavi totali, destinato a portarsi dal 13% del 2021 al 33% per fine 2022 (nel biennio il numero di negozi equivalenti è destinato a crescere da 52 a 110) per giungere al 43% a fine periodo previsionale. Tenuto conto dell'apporto dei segmenti media/advertising (cagr 11%) e B2B (cagr 7,4%), i ricavi totali di vendita sono da noi attesi a € 135,3 milioni a fine 2022 (da € 85,5 milioni al 31.12.2021), a € 158,3 milioni a fine 2023, per giungere a € 190 milioni a fine 2025. Il margine operativo lordo (Ebitda) lo stimiamo in crescita, nel periodo, ad un tasso medio annuo del 31%, da €16,5 milioni a consuntivo 2021, a € 25,5 milioni previsti a fine 2022, a € 48,6 milioni a fine 2025, per una marginalità in crescita dal 18,9% di fine 2022 al 25,6% a fine 2025. Risultato operativo netto (Ebit) ed Utile netto sono anch'essi da noi attesi in crescita media annua, nel periodo previsionale, ad un tasso superiore al 30%. Il primo dovrebbe attestarsi ad € 21,6 milioni a fine 2022 (da € 13,9 milioni al 31.12.2021) e portarsi ad € 43,8 milioni a fine 2025, per un Ros dal 16% al 23% mentre il secondo dovrebbe giungere ad € 28,1 milioni al 2025, da € 13,7 milioni previsti a consuntivo 2022 e rispetto ad € 8,9 milioni del consuntivo 2021, per un net margin del 14,8% dal 10,4% al 31.12.2021. Il patrimonio netto, da noi stimato ad € 48,7 milioni a fine 2022, da € 35 milioni del consuntivo 2021, dovrebbe poter giungere ad € 119,7 milioni a fine 2025 a fronte di una cassa per € 43,1 milioni da un indebitamento netto di € 16 milioni stimati al 31.12.2022.

Valuation

In merito alla valutazione, utilizziamo la metodologia del Discounted Cash Flow con previsione esplicita dei flussi di cassa generati nel periodo 2022/2025.

L'incremento della valorizzazione apportata al titolo, rispetto alla nostra precedente valutazione, risente della ricalibratura delle capex, delle modificate esigenze di finanziamento del circolante e, soprattutto, di un costo medio ponderato del capitale (Wacc) abbassato al 10% dal precedente 10,75%. Nel merito, abbiamo alzato al 2% (dal precedente 1%) il Free Risk Rate, abbiamo mantenuto invariato al 9,75% il Market Risk Premium e portato il Beta dall'unità allo 0,82 (fonte: Bloomberg). Il tasso di crescita perpetua è stato mantenuto all'1%.

Otteniamo un Enterprise Value pari a 287,7 milioni di euro ed un **Valore ad Equity** pari a **77 euro/azione**. La nostra Raccomandazione permane di Acquisto.

Cash Flow Model (K €)

	2022E	2023E	2024E	2025E
EBIT	21584	29734	37151	43754
Tax rate	30%	30%	30%	30%
NOPAT	15109	20814	26006	30628
D&A	3950	4340	4600	4880
Capex	5500	4000	4000	4000
CNWC	10875	4353	7697	1632
FOCF	2683	16801	18909	29876

Stime: Banca Finnat

DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	1
WACC (%)	10
Discounted Terminal Value	235.349
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	52.318
Enterprise Value	287.667
Net financial position as of 31/12/2021	-17.303
Equity Value	270.364
Nr. Azioni (fully diluted)	3.511.702
Value per share	77

Stime: Banca Finnat

WACC Calculation (%)

Risk free rate	2
Market risk premium	9,75
Beta (x)	0,82
Cost of Equity	10
WACC	10

Stime: Banca Finnat

TARGET PRICE IMPLIED MULTIPLES VALUATION

	2022E	2023E	2024E	2025E
P/E	19,7	14,2	11,3	9,6
P/BV	5,6	4	2,9	2,3
EV/SALES	1,96	1,58	1,3	1,1
EV/EBITDA	10,4	7,3	5,6	4,2
EV/EBIT	12,3	8,4	6,3	4,7

Stime: Banca Finnat

INCOME STATEMENT (Eur k)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Ricavi di Vendita	45344	62695	85488	135350	158280	177514	190094
Valore della Produzione	46035	64004	88180	136850	159780	179014	191594
Materie prime	31048	51241	83330	87980	99720	110060	114060
Servizi	2812	4410	6764	9474	10288	10650	11405
Beni di Terzi	970	1831	3425	5414	6330	6745	7224
Costo del lavoro	1874	2624	5407	6500	7260	7920	8320
Variazione Rimanenze	887	(7377)	(28060)	1000	1000	1000	1000
Oneri di gestione	200	407	798	947	1108	887	950
EBITDA	8242	10867	16516	25534	34074	41751	48634
Ammortamenti & Svalutazioni	1453	2289	2629	3950	4340	4600	4880
EBIT	6789	8578	13886	21584	29734	37151	43754
Oneri finanziari	135	294	863	600	600	600	600
Utile ante Imposte	6654	8284	13023	20984	29134	36551	43154
Imposte	1903	2329	4204	6295	8740	10965	12946
Tax-rate (%)	28,6	28,1	32,3	30	30	30	30
Minorities			(36)	963	1398	1754	2071
RISULTATO NETTO	4750	5955	8854	13726	18996	23832	28137
Cash Flow	6204	8243	11484	17676	23336	28432	33017
BALANCE SHEET (Eur k)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Patrimonio Netto	10102	16131	35022	48748	67744	91576	119714
PFN	-4782	-13856	-17303	-16003	-1020	15715	43101
Capitale Investito Netto	14884	29987	52339	64751	68764	75861	76613
FINANCIAL RATIOS (%)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
EBITDA margin	18,2	17,3	19,3	18,9	21,5	23,5	25,6
EBIT margin	15	13,7	16,2	16	18,8	20,9	23
Net margin	10,5	9,5	10,4	10,1	12	13,4	14,8
Net debt/Ebitda(x)	0,58	1,27	1,05	0,63	0,03	-	-
Net debt/Equity(x)	0,47	0,86	0,49	0,33	0,01	-	-
ROI	45,6	28,6	26,5	33,3	43,2	49	57,1
ROE	47	36,9	25,3	28,1	28	26	23,5
GROWTH RATES (%)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Ricavi di Vendita	111	38,3	36,4	58	16,9	12	7,1
EBITDA	142,8	31,8	52	55	33,4	23	16,5
EBIT	189,7	26,3	61,9	55	37,8	25	17,8
Net Profit	164,5	25,3	48,7	55	38,4	25	18,1
Cash Flow	117,9	32,9	39,3	54	32	22	16,1
VALUATION METRICS	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
EPS	1,75	2,17	2,73	3,91	5,41	6,79	8
CFPS	2,28	3	3,55	5	6,64	8,1	9,4
BVPS	3,72	5,87	10,82	13,88	19,3	26,08	34,1
P/E	22,4	18,1	14,3	10	7,2	5,8	4,9
P/CF	17,2	13,1	11	7,8	5,9	4,8	4,2
P/BV	10,5	6,7	3,6	2,8	2	1,5	1,1
EV/SALES	2,4	1,9	1,7	1,1	0,8	0,6	0,4
EV/EBITDA	13,5	11,2	8,7	5,6	3,7	2,7	1,7
EV/EBIT	16,4	15,2	10,4	6,6	4,3	3	1,9

Fonte: Portobello; Stime: Banca Finnat

Raccomandazioni emesse sul titolo PORTOBELLO nei 12 mesi precedenti

Date	Rating	Target Price	Market Price
07.10.2021	Buy	59,7 €	39,8 €
15.04.2021	Buy	49,6 €	29,7 €
12.10.2020	Buy	32 €	13,75 €
14.04.2020	Buy	26,5 €	8,92 €

Rating System (orizzonte temporale di 12 mesi)

BUY: se il target price è almeno del 15% più elevato del prezzo corrente di mercato

HOLD: se il target price è compreso nel range +/-15% rispetto al prezzo corrente di mercato

SELL: se il target price è almeno del 15% più basso del prezzo corrente di mercato

NO RATING: mancanza di basi fondamentali sufficienti per formulare una raccomandazione e/o un target price

Banca Finnat Research Rating Distribution**31/03/2022****N° Ricerche emesse ultimi 12 mesi: 29**

Percentuali di raccomandazioni sul totale ricerche
Percentuali di Società coperte alle quali Banca Finnat offre servizi di investimento

BUY	HOLD	SELL	N.R.
83%	14%	0%	3%
100%	100%	-	100%

Informazioni generali

La 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 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.

Essa non costituisce in alcun modo proposta di conclusione di un contratto, né offerta al pubblico di prodotti finanziari né costituisce o si configura da parte della Banca come prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti di strumenti finanziari 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, tuttavia, non fornisce alcuna garanzia circa l’accuratezza o la completezza delle fonti informative utilizzate.

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. Per maggiori informazioni sul documento metodologico si rinvia al 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>.

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 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 a qualsiasi evento (di carattere ordinario od eccezionale) inerente 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>¹.

¹ 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 in quotazione.

La remunerazione degli analisti non dipende 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>).

Distribuzione

La riproduzione, anche parziale, della presente ricerca è consentita previa citazione della fonte. Essa 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.