

**RACCOMANDAZIONE  
BUY** (da BUY)

**Target Price**  
26,5€ (da 14,8€)

# PORTOBELLO

**Settore: Retail & Media**  
**Codice di negoziazione Bloomberg: POR IM**  
**Mercato AIM**
**Prezzo al 14/04/2020**  
8,92€

**Capitalizzazione di Borsa:** 24.224.940 €  
**Numero di azioni:** 3.267.800<sup>^</sup>  
**Patrimonio netto al 30.12.2019:** 10.102.205 €

<sup>^</sup> Fully diluted - vedi Pag. 12

**Data ed ora  
di produzione:**  
14.04.2020 ore 18:00

**Data ed ora  
di prima diffusione:**  
15.04.2020 ore 11:00

**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

**Gaspere Novelli**

Tel. +39 0669933.292

 E-mail: [ufficio.studi@finnat.it](mailto:ufficio.studi@finnat.it)

## Business model a prova di Covid-19

- 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 vendere tramite i propri canali B2C e B2B.
- Nell'esercizio 2019 il fatturato è più che raddoppiato (giunto ad € 45,3 milioni), con un margine operativo lordo (Ebitda) cresciuto del 143% (ad € 8,2 milioni), un risultato operativo netto (Ebit) aumentato del 190% (ad € 6,8 milioni) ed un utile netto attestatosi ad € 4,7 milioni (+164%).
- Ipotizzando che la chiusura dei negozi *retail* - causa emergenza sanitaria in atto - non si protragga oltre un trimestre, riteniamo che il fatturato del segmento sarà in grado di raggiungere i 12 milioni di euro a fine 2020 (da € 3,9 milioni a fine 2019) mentre i ricavi totali di vendita dovrebbero essere in grado di attestarsi ad € 66 milioni, da € 45,3 milioni a consuntivo 2019 (+45,6%), anche grazie al forte contributo del settore media (previsto in crescita di oltre il 30%).
- Nel periodo 2019/2023 stimiamo ricavi in aumento ad un cagr del 26,2%, un Ebitda in crescita ad un tasso medio annuo del 32,6% ed un utile netto in aumento ad un cagr del 35,8%.
- La rivisitazione al rialzo delle nostre stime prospettiche ci induce a confermare la Raccomandazione di Acquisto sul titolo e ad alzare il Target Price da € 14,8 a € 26,5.

Anno al 31/12 (k €)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Ricavi di Vendita	21493	45343	66000	84400	104600	115108
EBITDA	3394	8243	10462	15345	21921	25514
EBIT	2343	6790	8482	13167	19525	23114
Utile Netto	1795	4752	5867	9161	13626	16138
Cash - flow	2846	6205	7847	11339	16021	18538
Equity	5352	10102	16090	25599	39572	55710
Pfn	109	-4782	-5272	-1053	7862	21762
Roe	33,6	47	36,5	35,8	34,4	29

Fonte: Portobello; Stime: Banca Finnat

## Il Mercato di Riferimento

Il primo mercato di riferimento, per Portobello, è sicuramente quello pubblicitario. Il valore del mercato pubblicitario in Italia, nel 2019 (*Fonte: Nielsen*), è risultato pari a 8,8 miliardi di euro (-0,9% rispetto all'anno precedente), con un significativo spostamento dei rapporti di forza: cresce ancora la componente legata agli *internet media* (che raggiungono il 38,2% del mercato dal 35% del 2018) mentre continua a calare la rilevanza della *stampa* (10% rispetto al 12% del 2018) e della TV (41% dal 43%), rimanendo stabile al 5% la componente Radio. L'*internet advertising* raggiunge, a fine 2019, il valore di 3,35 miliardi, per una crescita annua dell'8,3% e appare fortemente concentrato nelle mani dei così detti Over the Top in grado di controllare il 76% di questo particolare segmento.

La componente *video*, con una crescita del 20% sul 2018, raggiunge 1,05 miliardi, completa l'operazione di sorpasso sui *banner* (che crescono del 3% e raggiungono 1,02 miliardi) e si accaparra più della metà dell'intero mercato del *display advertising* il quale, complessivamente, supera la soglia dei 2 miliardi di euro.

Il *search advertising* (ossia l'acquisto di visibilità all'interno dei motori di ricerca) vale oltre 900 milioni di euro e cresce del 6%, con un incremento leggermente inferiore rispetto alla crescita del 9% fatta registrare nel 2018.

*Classified & ecommerce advertising* (ossia l'acquisto di visibilità all'interno dei cataloghi di siti di annunci e portali di ecommerce) chiude il 2019 a 254 milioni di euro complessivi (+14%), crescita decisamente superiore a quella degli ultimi anni (tra il 6/7%), grazie soprattutto alle iniziative di ecommerce advertising sui grandi portali. Infine, è rimasta costante intorno ai 30 milioni di euro la raccolta pubblicitaria derivante dall'*email advertising*.

Un settore che potrà diventare sempre più rilevante, anche grazie all'allargamento delle "logiche digitali" ai nuovi canali quali l'audio advertising (ad esempio attraverso gli smart speakers), l'addressable TV (spot targetizzati grazie a smart TV e televisori connessi) ed il digital OOH (schermi e cartellonistica digitale), è rappresentato dal *programmatic advertising* il quale, con una crescita stimata del 13% nel 2020, sembrerebbe destinato a raggiungere, velocemente, un valore pari a 552 milioni di euro.

Il secondo mercato di riferimento è rappresentato dal mercato *retail* il quale sembra destinato ad essere profondamente rivoluzionato non solo dall'*innovazione tecnologica* in atto ma soprattutto dal maggior focus che viene sempre più assegnato alla così detta *customer experience*. Oggi nuove tendenze influenzano il comportamento e le scelte di acquisto dei consumatori. Le nuove tecnologie stanno cambiando le regole di ingaggio dei clienti: per i *brands* rimanere competitivi e conquistare l'attenzione di un consumatore sempre più connesso e consapevole è una sfida crescente, soprattutto per le aziende del settore retail. Per avere successo in un mondo sempre più digital, le aziende devono sviluppare modelli di business maggiormente orientati al cliente, agili e dinamici, al fine di rispondere alle esigenze di un consumatore sempre più esigente. KPMG ha individuato le principali tendenze che sono destinate ad impattare sul settore retail:

- ✓ *Deep learning e machine learning* forniscono una crescente quantità di informazioni riguardo ai clienti, consentendo ai retailer di sviluppare esperienze di acquisto, prodotti e servizi personalizzati e su misura.
- ✓ Consumatori sempre più informati. Il *web* ed i *social network* permettono ai consumatori di comparare prezzi ed offerte di diverse aziende in tempo reale. Oggi le decisioni di acquisto vengono effettuate in modo molto più consapevole rispetto al passato e si basano su un set di valori estremamente più complesso.
- ✓ L'*Artificial Intelligence* cambia l'interazione con il cliente. L'intelligenza artificiale è destinata a rivoluzionare il rapporto tra clienti ed aziende. Chatbot e smart speaker, in particolare, saranno destinati ad essere sempre più frequentemente utilizzati nel settore retail al fine di rendere le esperienze di acquisto dei clienti più semplici ed immediate.
- ✓ Focus sull'esperienza di acquisto. Il retail esperienziale o *retailtainment* sembra possa rappresentare il futuro del settore. Oggi i consumatori non acquistano più semplicemente un prodotto o un servizio ma ricercano esperienze profonde e memorabili di interazione con i brands. Le aziende che saranno in grado di offrire ai propri clienti esperienze d'acquisto memorabili potranno sviluppare un vantaggio competitivo sostenibile nel lungo periodo.
- ✓ L'importanza di un modello di business sostenibile. Le nuove generazioni sono sempre più attente ai temi ambientali e basano le proprie scelte di acquisto anche sulla percezione dell'impatto ambientale e sociale dei diversi brands. Ecologia e rispetto per l'ambiente non sono più un'opzione ma rappresentano un elemento imprescindibile delle strategie di comunicazione delle aziende.
- ✓ I social media al centro delle strategie di business. Oggi un millennial su tre utilizza i social media per interagire con aziende e brands di proprio interesse. Le aziende dovranno sfruttare tutte le potenzialità offerte dai social networks per creare valore per il cliente attraverso queste piattaforme.
- ✓ Le piattaforme di servizi ridefiniranno il mondo del retail. Oggi la creazione di valore supera i confini della supply chain mentre assume un'importanza sempre maggiore la possibilità di connettere aziende per offrire servizi integrati. Le piattaforme di servizi saranno in grado di raccogliere una quantità di dati crescente sui comportamenti di acquisto dei consumatori per offrire loro servizi sempre più personalizzati.

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, nel corso del 2019 (Fonte: Osservatorio *e-Commerce B2C Netcomm Politecnico di Milano*), ha superato per la prima volta i 30 miliardi di euro (€ 31,6 miliardi), con un incremento del 15% sul 2018. Tale aumento è risultato trainato dagli acquisti di prodotti (+21%), a 18,1 miliardi, con uno scontrino medio pari ad € 66 mentre la componente servizi ha raggiunto i 13,5 miliardi, con uno scontrino medio pari ad € 228. I comparti trainanti sono sempre quelli "storici" dell'Informatica & elettronica, che si conferma il comparto più rilevante (+19% e un valore complessivo di € 5,3 miliardi), seguito dall' Abbigliamento (+16% per € 3,3 miliardi) ma risultano sempre più "emergenti" l'Arredamento & home living (+30% per € 1,7 miliardi) ed il Food & grocery (+42% per € 1,6 miliardi).

L'Editoria supera il miliardo di euro (+8%) mentre gli acquisti in tutti gli altri comparti di prodotto valgono insieme 5,2 miliardi di euro, con una crescita del 21% rispetto al 2018. Tra i servizi, Turismo & trasporti, con 10,9 miliardi, si conferma il primo comparto dell'e-commerce italiano ma cresce a ritmi moderati (+9%) mentre gli acquisti on line di Assicurazioni valgono € 1,5 miliardi (+6%) ma rimangono focalizzati sulla RC auto. Nel 1999 l'intero mercato dell'e-commerce in Italia valeva solo 100 milioni, in buona parte realizzati con la vendita di assicurazioni on line e biglietti aerei. Le spedizioni correlate a transazioni on line hanno raggiunto i 318 milioni di colli e gli acquisti sono sempre più perfezionati attraverso l'uso di uno smartphone (in 4 casi su 10), generando vendite per € 12,5 miliardi (con un aumento del 33% sul 2018).

Nei principali comparti di prodotto lo smartphone ha già raggiunto una quota molto elevata sul totale delle transazioni on line ed in alcuni casi rappresenta il principale device di acquisto (50% degli acquisti a valore nell'abbigliamento, 49% nell'arredamento & home living e 48% nel beauty). Nei servizi la quota risulta più contenuta, tra il 18% nelle assicurazioni ed il 27% nel turismo & trasporti. In merito al tasso di penetrazione degli acquisti on line, questo ha raggiunto il 7,3% sul totale retail (dal 6,5% del 2018), con i prodotti al 6% ed i servizi all'11% ma l'e-commerce è oggi responsabile del 65% della crescita complessiva dell'intero mercato retail (on line+offline). Per quanto riguarda l'export di prodotto, le vendite da siti italiani verso clienti stranieri hanno raggiunto i 4,4 miliardi (il 14% del mercato), con l'abbigliamento il principale comparto nell'esportazione (pari a due terzi dell'export di prodotto) mentre le principali direttrici dell'export digitale di prodotto sono rappresentate dall'Europa, che attrae il 58% circa del flusso a valore e dagli USA (20%). Restano molto basse, al di sotto del 4%, le quote verso Cina, Giappone e Russia.

## 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, 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 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 - 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 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 (*magazine 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 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 *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 alla Società di monetizzare quei prodotti che non sono in linea con i punti vendita Portobello, migliorare la marginalità dei prodotti venduti negli altri canali, migliorare il ciclo di cassa ed eventualmente stringere accordi con players internazionali.

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, 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



## Le Business Units

### Divisione Media

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 "ORA.IT SETTIMANALE", "LEI STYLE", "MONDO PET", "ORA CUCINA", "VOI" e "VOI NUOVA CRONACA".



E' stato, inoltre, creato un portale – PortobelloPlace – nell'ambito di un progetto di digitalizzazione delle testate cartacee al fine di diversificare ed ampliare le opportunità di introiti da advertising.

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). 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, offrono diverse categorie merceologiche di prodotti (casalinghi, igiene della persona & cura della casa, piccoli elettrodomestici & 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”.  
In merito alla divisione *Retail*, la strategia della Società, nel corso del prossimo triennio, sarà focalizzata sull’apertura di una cinquantina di negozi “diretti” esclusivamente ubicati (presumibilmente in parti uguali) nel Lazio ed in Lombardia. Dovrebbe, inoltre, prendere avvio una campagna di affiliazione di negozi a marchio “Portobello” in “franchising”. Le regioni destinate ad essere presidiate dal “franchising” sono la Puglia, la Toscana, il Triveneto e l’Emilia Romagna. La Società stima l’apertura di 15/18 punti vendita entro la fine del 2020 per giungere ad un numero di 65/70 per la fine del 2022.
- 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. 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 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 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.

Nel corso del 2019 sono state acquisite le seguenti partecipazioni:

- **CLUB DEAL SRL**

Partecipazione diretta 4%. 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

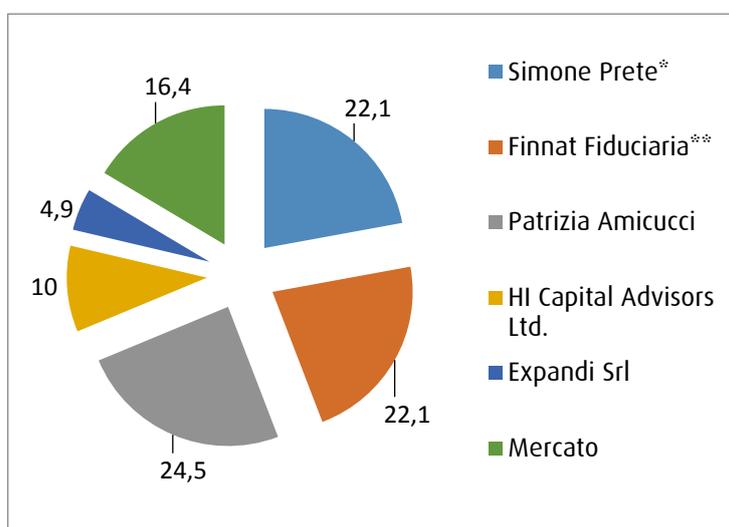
Trattasi di una Società che ha come oggetto sociale l'acquisto, anche in asta, la vendita, la permuta, la costruzione e la ristrutturazione, la gestione e la locazione di fabbricati, edifici civili ed industriali, prefabbricati e non prefabbricati, terreni ed immobili residenziali. Axanti si presenta 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 del marchio editoriale *Rolling Stone* e di *Variety*, 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

Sono stati approvati due piani di incentivazione a lungo termine basati su strumenti finanziari rispettivamente sotto forma di "stock grant" e "stock option". Il primo prevede un aumento gratuito del capitale mediante emissione di massime n. 212.000 nuove azioni ordinarie; il secondo prevede un aumento del capitale sociale a pagamento, in una o più volte, con esclusione del diritto di opzione, fino ad un ammontare massimo di 816 mila euro mediante emissione di massime n. 340.000 nuove azioni ordinarie. A seguito dell'approvazione del bilancio 2019 sono state assegnate 93.000 nuove azioni (60.000 derivanti dal piano di stock options e 33.000 quali stock grant) per una raccolta di € 120mila. Abbiamo ipotizzato che i residui €696 migliaia affluiscono a capitale pariteticamente negli esercizi 2021/2022, per un totale di azioni fully diluted pari a n. 3.267.800 (n° azioni attuali: 2.715.800).

## Risultati FY 2019

EUR (K)	FY2018	FY2019	VAR%	FY2019E
<b>Ricavi di Vendita</b>	21493	45343	111	41000
<i>Retail</i>	1636	3909	139	5000
%	8	9		12,2
<i>Media</i>	15750	30371	92,8	26000
%	73	67		63,4
<i>B2B</i>	4107	11063	169,4	10000
%	19	24		24,4
<i>Altri ricavi</i>	557	691		154
<b>Valore della Produzione</b>	22050	46034	108,8	41154
Materie Prime	23634	31048		26650
%	110	68,5		65
Servizi	679	2812		2583
%	3,2	6,2		6,3
Beni di Terzi	442	970		1312
%	2,1	2,1		3,2
Variazione Rimanenze	(7159)	887		4100
Costo del Lavoro	1001	1874	87,3	2000
%	4,7	4,1		4,9
Oneri di Gestione	59	200		205
%	0,3	0,4		0,5
<b>EBITDA</b>	3394	8243	142,8	4304
%	15,8	18,2		10,5
Ammortamenti & Svalutazioni	1051	1453	38,2	1312
%	4,9	3,2		3,2
<b>EBIT</b>	2343	6790	189,7	2992
%	10,9	15		7,3
Oneri Finanziari	2	135		80
Utile Ante Imposte	2341	6655	184,1	2912
%	10,9	14,7		7,1
Imposte	546	1903		873
<i>Tax rate (%)</i>	23,3	28,6		30
<b>RISULTATO NETTO</b>	1795	4752	164,5	2039
%	8,4	10,5		5
Cash Flow	2846	6205	117,9	3351
%	13,2	13,7		8,2
<i>PFN</i>	109	-4782		-1380
<i>Equity</i>	5352	10102		7390

Fonte: Portobello; Stime: Banca Finnat

\*

Portobello ha chiuso l'esercizio 2019 con risultati reddituali estremamente lusinghieri, con tassi di incremento sostenuti rispetto a quanto conseguito a consuntivo 2018 e ben superiori alle nostre stime, a conferma della validità e delle potenzialità del suo modello di business. I cinque nuovi punti vendita aperti nel corso dell'anno, la crescita del 36% like for like dei punti vendita già aperti nel corso del 2018 e l'incremento del 76% del fatturato on line hanno consentito alla divisione Retail di registrare ricavi pari ad € 3,9 milioni da € 1,6 milioni al 31.12.2018 (+139%). Significativo anche l'incremento della divisione Media (+93%) che ha raggiunto ricavi pari a € 30,4 milioni da € 15,8 milioni al 31.12.2018.

I ricavi totali di vendita sono quindi più che raddoppiati, attestandosi ad € 45,3 milioni da € 21,5 milioni dell'esercizio precedente e rispetto a € 41 milioni da noi preventivati. Il significativo efficientamento della gestione operativa, che ha consentito di rilevare a conto economico variazioni delle rimanenze per € 890 migliaia a fronte di € 4,1 milioni da noi ipotizzati, ha consentito al margine operativo lordo (Ebitda), nonostante una crescita dell'87% del costo del lavoro, di portarsi ad € 8,2 milioni rispetto ad € 3,4 milioni al 31.12.2018 (+143%) e rispetto ad € 4,3 milioni da noi stimati. La redditività lorda sul fatturato è quindi salita dal precedente 15,8% al 18,2%. Una crescita del 38% degli ammortamenti non ha poi impedito al risultato operativo netto (Ebit) di crescere del 190% (da € 2,3 milioni al 31.12.2018 ad € 6,8 milioni e rispetto a € 3 milioni da noi preventivati), con un Ros anche in questo caso in aumento dal precedente 10,9% al 15%.

In termini di risultato netto, questo si è attestato ad € 4,7 milioni rispetto ad € 1,8 milioni al 31.12.2018 (+164%) e rispetto ad € 2 milioni da noi attesi.

Il patrimonio netto è pari ad € 10,1 milioni (da € 5,4 milioni al 31.12.2018) mentre la posizione finanziaria netta, dopo investimenti per € 2,3 milioni rispetto ad € 1,5 milioni da noi preventivati (aperture dei nuovi punti vendita, miglioramento della struttura logistica e piano di comunicazione nazionale), è negativa per € 4,8 milioni da una posizione di cassa di € 109 migliaia al 31.12.2018.

## Outlook 2020 – 2023

*Old Estimates*

EUR (K)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	CAGR 18/23
<b>Ricavi di Vendita</b>	21493	41000	58900	69895	79910	87106	32,3
<i>Retail</i>	1636	5000	15000	19500	23400	26910	75,1
%	8	12	25	28	29	31	
<i>Media</i>	15750	26000	31900	35995	40669	44357	23
%	73	63,4	54,2	51,5	50,9	50,9	
<i>B2B</i>	4107	10000	12000	14400	15840	15840	31
%	19	24	20	21	20	18	
Altri Ricavi	557	154					
Valore della Produzione	22050	41154	58900	69895	79910	87106	
Materie prime	23634	26650	37107	43335	50343	54877	
%	110	65	63	62	63	63	
Servizi	679	2583	3711	4194	4796	5226	
%	3,2	6,3	6,3	6	6	6	
Beni di Terzi	442	1312	1944	2237	2397	2613	
%	2,1	3,2	3,3	3,2	3	3	
Variazione Rimanenze	(7159)	4100	5890	6989	7991	8711	
Costo Lavoro	1001	2000	4000	5400	5940	6237	
%	4,7	4,9	6,8	7,7	7,4	7,2	
Oneri di Gestione	59	205	294	349	399	435	
%	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	
<b>EBITDA</b>	3394	4304	5954	7391	8044	9007	21,5
%	15,8	10,5	10,1	10,6	10,1	10,3	
Ammortamenti & Svalutazioni	1051	1312	1443	1587	1746	1800	
%	4,9	3,2	2,5	2,3	2,2	2,1	
<b>EBIT</b>	2343	2992	4511	5804	6298	7207	25,2
%	10,9	7,3	7,7	8,3	7,9	8,3	
Oneri finanziari	2	80	100	80	60	60	
UTILE ANTE IMPOSTE	2341	2912	4411	5724	6238	7147	
%	10,9	7,1	7,5	8,2	7,8	8,2	
Imposte	546	873	1323	1717	1871	2144	
Tax rate (%)	23,3	30	30	30	30	30	
<b>RISULTATO NETTO</b>	1795	2039	3088	4007	4367	5003	22,7
%	8,4	5	5,2	5,7	5,5	5,7	
Cash Flow	2846	3351	4531	5594	6113	6803	
%	13,2	8,2	7,7	8	7,6	7,8	
PFN	109	-1380	-1134	1210	4321	8644	
Equity	5352	7390	10478	14484	18851	23853	
ROE	33,6	27,6	29,5	27,7	23,2	21	

Fonte: Portobello; Stime: Banca Finnat

*New Estimates*

EUR (K)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	CAGR 18/23
<b>Ricavi di Vendita</b>	21493	45343	66000	84400	104600	115108	39,9
<i>Retail</i>	1636	3909	12000	15600	20280	23322	70,1
%	8	9	18	18	19	20	
<i>Media</i>	15750	30371	40000	52000	65000	71500	35,3
%	73	67	61	62	62	62	
<i>B2B</i>	4107	11063	14000	16800	19320	20286	37,6
%	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	49,7
%	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	58,1
%	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	
<i>Tax rate (%)</i>	23,3	28,6	30	30	30	30	
<b>RISULTATO NETTO</b>	1795	4752	5867	9161	13626	16138	55,1
%	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	11862	17820	22788	28242	31079	
CAPEX	3326	2314	2500	2500	2000	1800	

Fonte: Portobello; Stime: Banca Finnat

In merito al periodo previsionale 2020/2023, abbiamo proceduto ad una sostanziale rivisitazione al rialzo delle nostre precedenti stime in considerazione dei risultati reddituali conseguiti nel corso dell'esercizio 2019 ma anche e soprattutto per tener conto delle strategie di sviluppo che la Società intende perseguire entro la fine dell'anno e nel corso del prossimo triennio.

L'attuale situazione di chiusura forzata delle attività commerciali "non essenziali" avrà sicuramente un impatto diretto sul fatturato retail di Portobello, da noi quantificato in € 2,5 milioni di minori ricavi qualora la chiusura dovesse protrarsi non oltre maggio 2020 ma il peso di tale segmento sul fatturato totale (9%) non dovrebbe più di tanto pregiudicare una dinamica economica che per fine anno dovrebbe beneficiare dell'apertura di almeno 15/20 negozi in franchising, del continuo sviluppo del canale on line (già in grado di crescere del 76% nel corso dell'esercizio 2019), nonché di un contesto in grado di poter alimentare un sempre maggior interesse verso la stipula di contratti di barter i quali, nell'attuale situazione contingente, potrebbero certamente rappresentare 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, quale ulteriore driver di sviluppo dell'attività della Società ed in particolare della sua divisione media, rileviamo che questa dovrebbe risultare positivamente influenzata anche dalla nuova formulazione del credito d'imposta del 30% sull'intera spesa pubblicitaria sostenuta dalle imprese nell'anno 2020.

Riteniamo quindi che i ricavi totali possano raggiungere, a fine 2020, € 66 milioni (da € 45,3 milioni a consuntivo 2019), con una crescita annua del 45,6%, per portarsi ad € 115,1 milioni nel 2023 (per un tasso medio annuo di crescita nel periodo 2018/2023 pari al 40%).

Il margine operativo lordo (Ebitda) lo stimiamo raggiungere € 10,5 milioni a consuntivo 2020 (da € 8,2 milioni al 31.12.2019), con una crescita annua del 26,9%, per portarsi ad € 25,5 milioni al 2023 (per un tasso medio annuo di crescita nel periodo 2018/2023 prossimo al 50%). La marginalità su fatturato è destinata a mantenersi intorno al 20%. Il risultato operativo netto (Ebit) lo stimiamo raggiungere € 8,5 milioni nel 2020 (da € 6,8 milioni al 31.12.2019), per una crescita annua del 24,9%, per attestarsi ad € 23,1 milioni a fine periodo previsionale (per un tasso medio annuo di crescita nel periodo 2018/2023 del 58,1%). La marginalità operativa netta sui ricavi, dal 15% del consuntivo 2019, dovrebbe raggiungere, anch'essa, il 20% nel 2023.

In termini di risultato netto, questo lo stimiamo in grado di raggiungere € 5,9 milioni a fine 2020 (da € 4,8 milioni a consuntivo 2019), per una crescita annua del 23,5%, per portarsi € 16,1 milioni a fine periodo previsionale (per un tasso medio annuo di crescita nel periodo 2018/2023 del 55,1%).

Stimiamo una posizione finanziaria netta in grado di attestarsi a € 21,8 milioni nel 2023 da un indebitamento netto pari ad € 5,3 milioni a fine 2020 (da un indebitamento netto pari a € 4,8 milioni a consuntivo 2019) mentre il patrimonio netto lo prevediamo a € 55,7 milioni nel 2023 da € 16,1 milioni a fine 2020 (€ 10,1 milioni a consuntivo 2019).

## 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 12,75% (dal precedente 9,1%), con un Free Risk Rate all'1,5% (1,75%), un Market Risk Premium all'11,25% (10,5%) ed un Beta pari all'unità (0,7).

Otteniamo un Enterprise Value pari a 91,3 milioni di euro ed un **Valore ad Equity** pari a **26,5euro/azione**. La nostra Raccomandazione permane di Acquisto.

### Cash Flow Model (K €)

	2020E	2021E	2022E	2023E
EBIT	8482	13167	19525	23114
Imposte	2575	3926	5839	6916
NOPAT	5967	9241	13686	16198
D&A	1980	2178	2396	2400
Capex	2500	2500	2000	1800
CNWC	5958	4968	5454	2837
FOCF	-511	3951	8628	13961

Stime: Banca Finnat

### DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	0,5
WACC (%)	12,75
Discounted Terminal Value	73.362
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	17.920
Enterprise Value	91.282
Net financial position as of 31/12/2019	-4.782
Equity Value	86.500
Nr. Azioni (fully diluted)	3.267.800
<b>Value per share</b>	<b>26,5</b>

Stime: Banca Finnat

### WACC Calculation (%)

Risk free rate	1,5
Market risk premium	11,25
Beta (x)	1
Cost of Equity	12,75
<b>WACC</b>	<b>12,75</b>

Stime: Banca Finnat

### Historical recommendations and target price trend

Date	Rating	Target Price	Market Price
21.10.2019	BUY	14,8 €	9,96 €
09.04.2019	BUY	7,80 €	5,40 €
08.10.2018	Buy	8,80 €	4,30 €

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	66000	84400	104600	115108
Valore della Produzione	22050	46034	66000	84400	104600	115108
Materie prime	23634	31048	44880	54860	65898	71367
Servizi	679	2812	4158	5233	6276	6906
Beni di Terzi	442	970	1650	2532	3138	3453
Costo del lavoro	1001	1874	3200	4320	4752	4989
Variazione Rimanenze	(7159)	887	1320	1688	2092	2302
Oneri di gestione	59	200	330	422	523	575
EBITDA	3394	8243	10462	15345	21921	25514
Ammortamenti & Svalutazioni	1051	1453	1980	2178	2396	2400
EBIT	2343	6790	8482	13167	19525	23114
Oneri finanziari	2	135	100	80	60	60
Utile ante Imposte	2341	6655	8382	13087	19465	23054
Imposte	546	1903	2515	3926	5839	6916
Tax-rate (%)	23	29	30	30	30	30
RISULTATO NETTO	1795	4752	5867	9161	13626	16138
Cash Flow	2846	6205	7847	11339	16021	18538
BALANCE SHEET (Eur k)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Patrimonio Netto	5352	10102	16090	25599	39572	55710
PFN	109	-4782	-5272	-1053	7862	21762
Capitale Investito Netto	5243	14884	21362	26652	31710	33948
FINANCIAL RATIOS (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
EBITDA margin	15,8	18,2	15,9	18,2	21	22,2
EBIT margin	10,9	15	12,9	15,6	18,7	20,1
Net margin	8,4	10,5	8,9	10,9	13	14
ROI	44,7	45,6	39,7	49,4	61,6	68,1
ROE	33,6	47	36,5	35,8	34,4	29
GROWTH RATES (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Ricavi di Vendita	115	111	45,6	27,9	23,9	10
EBITDA	534	142,8	26,9	46,7	42,9	16,4
EBIT	360	189,7	24,9	55,2	48,3	18,4
Net Profit	424	164,5	23,5	56,1	48,7	18,4
Cash Flow	672	117,9	26,5	44,5	41,3	15,7
VALUATION METRICS	2018	2019	2020E <sup>^</sup>	2021E <sup>^</sup>	2022E <sup>^</sup>	2023E <sup>^</sup>
EPS	0,66	1,75	1,8	2,8	4,2	4,9
CFPS	1,05	2,3	2,4	3,5	4,9	5,7
BVPS	1,97	3,7	4,9	7,8	12,1	17
P/E	13,5	5,1	5	3,2	2,1	1,8
P/CF	8,5	3,9	3,7	2,6	1,8	1,6
P/BV	4,5	2,4	1,8	1,1	0,7	0,5
EV/SALES	1,1	0,6	0,5	0,4	0,2	0,1
EV/EBITDA	7,1	3,5	3,3	2	1	0,3
EV/EBIT	10,3	4,3	4,1	2,3	1,1	0,3

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, anche di carattere ordinario, 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>1</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.

### **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>31/01/2020</b>				
<b>N° Società sotto copertura di ricerca: 16</b>	<b>BUY</b>	<b>HOLD</b>	<b>REDUCE</b>	<b>SELL</b>	<b>N.R.</b>
Percentuali di raccomandazioni sul totale ricerche	65%	10%	0%	0%	25%
Percentuali di Società coperte alle quali Banca Finnat offre servizi di investimento	100%	100%	-	-	100%