

**RACCOMANDAZIONE  
BUY**
**Target Price**  
14,8 €

# PORTOBELLO

**Settore: Retail & Media**  
**Codice di negoziazione Bloomberg: POR IM**  
**Mercato AIM**
**Prezzo al 18/10/2019**  
9,96 €

**Capitalizzazione di Borsa:** 27.049.368 €  
**Numero di azioni:** 2.715.800  
**Patrimonio netto al 30.06.2019:** 6.512.726 €

**Data ed ora  
di produzione:**  
21.10.2019 ore 12:00

**Data ed ora  
di prima diffusione:**  
21.10.2019 ore 12:15

**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)

## La “circolarità” vincente

- A rendere unico il modello di Business di Portobello è la stretta interrelazione esistente tra le quattro Business Units societarie - Media & Advertising, Retail B2C, B2B ed Editoria - le quali, verticalmente integrate, consentono di generare un'ampia marginalità.
- 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.
- I servizi pubblicitari offerti vengono convogliati su spazi pubblicitari sia proprietari o in gestione esclusiva che acquistati da terzi.
- La Società sta implementando una strategia di sviluppo incentrata sull'espansione, in tutto il territorio nazionale, di propri negozi retail, sia in gestione diretta che in franchising, che dovrebbe consentire di elevare al 30% (2023) il peso di questo segmento sul fatturato totale dall'attuale 7%. Di rilievo anche i tassi di crescita attesi per i settori B2B ed editoriale.
- Abbiamo rivisto al rialzo tutte le nostre precedenti stime per il periodo 2019/2023 durante il quale il fatturato dovrebbe crescere ad un tasso medio annuo del 32%. Margine operativo lordo (Ebitda) ed utile netto registrare, entrambi, tassi medi annui di crescita superiori al 20%.

Anno al 31/12 (k €)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Ricavi di Vendita	21493	41000	58900	69895	79910	87106
EBITDA	3395	4304	5954	7391	8044	9007
EBIT	2343	2992	4511	5804	6298	7207
Utile Netto	1796	2038	3088	4007	4367	5003
Cash - flow	2847	3350	4531	5594	6113	6803
Equity	5352	7390	10478	14484	18851	23853
Pfn	109	-1380	-1134	1210	4321	8644
Roe	33,6	27,6	29,5	27,7	23,2	21

*Fonte: Portobello; Stime: Banca Finnat*

## Il Mercato di Riferimento

Il primo mercato di riferimento, per Portobello, è sicuramente quello pubblicitario. Il mercato degli investimenti pubblicitari in Italia ha chiuso il primo semestre 2019 con una contrazione annua della raccolta del 5,7%. Relativamente ai singoli mezzi, la televisione ha subito, a confronto con il medesimo periodo del 2018, l'assenza dei mondiali di calcio ed è risultata in calo del 6,3%. Ampiamente negativa è risultata la raccolta pubblicitaria su quotidiani (-10,1%) e periodici (-14,7%) mentre radio e digital advertising hanno registrato incrementi degli investimenti pubblicitari, rispettivamente, dell'1,4% e dell'1,2%. L'outdoor ha sofferto una contrazione del 6,2% mentre si è registrato un inaspettato forte incremento (+24,8%) della pubblicità veicolata sul segmento cinema.

Per quanto riguarda i settori merceologici, tra i primi dieci settori per quota di mercato pubblicitario, solo due hanno beneficiato di una raccolta in crescita. Il settore media/editoria ha chiuso con un incremento annuo dell'1,3% mentre il tempo libero ha registrato un incremento del 10,9%. Tutti gli altri hanno subito cali non indifferenti. La raccolta pubblicitaria nel settore abitazione si è contratta del 14,2%, nella grande distribuzione del 3,3% e nel settore alimentare del 2,9%. Le telecomunicazioni hanno subito un calo del 22,2%, il settore auto dell'8,5%, bevande e alcolici del 9,2% mentre la cura della persona ha sofferto una contrazione della raccolta dell'11,8%.

Il secondo mercato di riferimento è rappresentato dal mercato *retail* il quale, in Italia, a differenza degli USA ove il mercato appare saturo se non sovraffollato, potrebbe essere ancora caratterizzato da un ciclo positivo in cui strutture con pochi punti vendita ma con spazi importanti e redditizi potrebbero risultare maggiormente privilegiati piuttosto che posizionamenti capillari ma poco redditizi. I servizi tecnologici, come la realtà aumentata, sono destinati ad avere un impatto crescente sulle vendite e sulle scelte dei consumatori ma chi utilizza il canale fisico per fare i propri acquisti riconosce ancora l'importanza della relazione umana. I commessi sono così destinati a diventare veri e propri brand ambassador, in grado non solo di trasferire al cliente informazioni ma di comunicare, soprattutto, i valori del marchio. Il negozio retail non è quindi destinato a scomparire ma, piuttosto, continuerà a giocare un ruolo essenziale non solo per generare vendite ma anche per coltivare la relazione con i propri consumatori. Si tratterà, verosimilmente, di un luogo sempre più trasformato, rispetto ai concept tradizionali, sempre più digitale ed integrato con l'e-commerce. Il negozio fisico non potrà però fare a meno dell'on-line e l'on-line non potrà fare a meno del fisico. Lo sviluppo dell'approccio omnicanale è, al momento, tra le priorità dei top retailer italiani: la quasi totalità già utilizza i canali digitali per supportare le fasi di pre-sale o post-sale o per abilitare la vendita ed il 91% dei top retailer ha già sviluppato almeno un'innovazione digitale nel proprio punto vendita a supporto della "customer experience". Le soluzioni su cui si concentrano maggiormente gli investimenti tendono ad essere i chioschi, totem e touch point, i sistemi per l'accettazione di pagamenti innovativi, le vetrine intelligenti ed interattive, nonché i sistemi per l'accettazione di couponing e loyalty. La principale sfida per lo *store* del futuro sarà quindi offrire una "customer experience" efficace ed appagante ad un consumatore caratterizzato da una molteplicità di bisogni e di comportamenti.

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

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

## Attività & Strategie

La Società è stata costituita in data 1 agosto 2016 ed è quotata sul mercato AIM di Borsa Italiana dal 13 luglio 2018 ad un prezzo di collocamento di € 4,40. Opera sul territorio nazionale attraverso quattro principali Business Units, verticalmente integrate, allo scopo di ottenere la massima marginalità: i) Media & Advertising, ii) Retail B2C, iii) B2B, iv) Editoria. 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.com](http://www.portobelloclub.com) 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



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



Le pagine pubblicitarie su tali *magazine proprietari* vengono offerte ai potenziali inserzionisti attraverso 120 consulenti/agenti che operano su tutto il territorio nazionale.

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.Portobello-club.com](http://www.Portobello-club.com) ed i *marketplace*.

La divisione Retail si compone quindi di:

- i *negozi Portobello* (attualmente 10 con le più recenti aperture ma in procinto di giungere a 12 entro l'inizio del 2020. Le *locations* sono costituite da negozi 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. A partire dal 2020 (con un ritardo di circa 6 mesi rispetto alle iniziali intenzioni) dovrebbe 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.portobello-club.com](http://www.portobello-club.com) attraverso il quale l'utente, oltre a trovare offerte in continua evoluzione e a poter acquistare prodotti in tutta sicurezza, può fruire anche del servizio "pick and pay" che prevede il ritiro presso i negozi Portobello. Tramite il sito la Società raccoglie i dati degli utenti iscritti al portale, comprese le abitudini di consumo ed i prodotti d'interesse, al fine di migliorare l'esperienza di navigazione degli utenti stessi nonché, previo consenso, elaborare piani di comunicazione marketing e personalizzare l'esperienza di acquisto creando offerte "tailor made". Il sito rappresenta una piattaforma di crescita per la Società sia perché permette di raggiungere ampie tipologie di consumatori che non riescono (per prossimità o per comodità) a raggiungere i negozi fisici sia perché permette di creare notorietà di marchio sul brand Portobello.

- i *marketplace online*: la Società svolge la propria attività di vendita anche tramite marketplace destinati ad accogliere, principalmente, le eccedenze di magazzino ed i prodotti a bassa rotazione derivanti dalle attività di *barteraggio*. L'utilizzo di tale canale di vendita consente di ampliare, in maniera esponenziale, la platea dei contatti di Portobello ed i possibili clienti sia nel mercato domestico che in quello internazionale.

### Divisione B2B

Attualmente la divisione B2B persegue il principale scopo di monetizzazione degli stock di prodotti che la divisione B2C non riesce a smaltire per intero 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.

### Divisione Editoriale

A seguito dell'avvio del comparto editoriale, avvenuto durante la prima metà del 2018, Portobello vanta ora la pubblicazione di sei riviste a distribuzione nazionale attraverso le quali gestisce pagine pubblicitarie proprie.

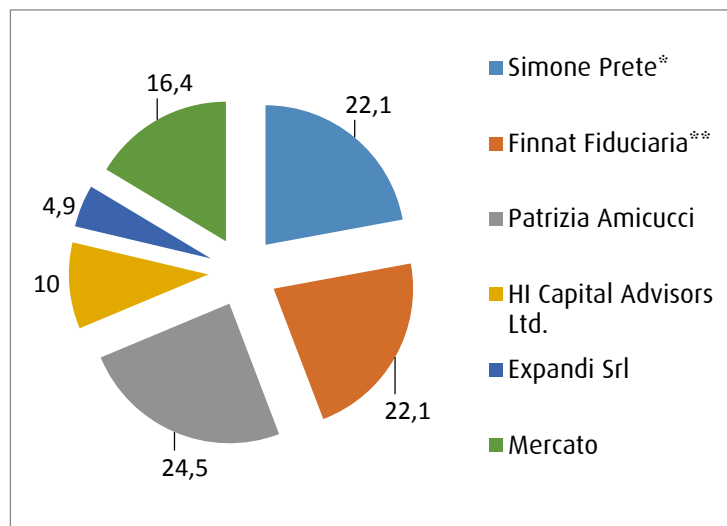
- ORA-IT SETTIMANALE: magazine settimanale di gossip e intrattenimento
- LEI STYLE: periodico mensile dedicato alla moda e allo style
- VOI: periodico bisettimanale che si posiziona nel segmento dei famigliari, trasversalmente adatto ad un pubblico giovane ma anche maturo, sia maschile che femminile, centrato su temi di attualità italiani
- MONDO PET: magazine mensile dedicato agli amanti degli animali
- ORA CUCINA: mensile di cucina ricco di ricette originali
- VOI NUOVA CRONACA: periodico dedicato ai fatti di cronaca attuali e del passato cercando di dare nova luce a fatti che hanno colpito l'opinione pubblica



E' stato avviato un progetto di digitalizzazione delle testate cartacee al fine di diversificare ed ampliare le opportunità di introiti da advertising.

E' stato inoltre recentemente finalizzato (con contestuale ingresso di Portobello nel capitale della Società WMM Srl-concessionaria della licenza per l'Italia del marchio Rolling Stone) un accordo commerciale "media contro media" con il quale il *magazine digitale* Rolling Stone verrà pubblicizzato sul circuito *Rotor* di Portobello e sui *City wall* a fronte di pubblicità Portobello sul magazine digitale Rolling Stone (caratterizzato da circa 2 milioni di visualizzazioni giornaliere).

## Azionariato



Fonte: Portobello; % sul numero di azioni in circolazione

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

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

## Risultati al 30.06.2019

EUR (K)	1H 2018	1H 2019	VAR%
<b>Ricavi di Vendita</b>	8152	19019	133,3
<i>Retail</i>	646	1407	117,7
%	8	7	
<i>Advertising</i>	5284	7384	39,7
%	65	39	
<i>B2B</i>	2131	6634	211,3
%	26	35	
<i>Editoria</i>	91	3595	
%	-	19	
<b>Valore della Produzione</b>	8164	19173	134,9
Materie Prime	5254	10854	
%	64,4	57,1	
Servizi	237	940	
%	2,9	4,9	
Beni di Terzi	189	405	
%	2,3	2,1	
Variazione Rimanenze	1195	3900	
Costo del Lavoro	424	794	87,4
%	5,2	4,2	
Oneri di Gestione	16	76	
%	0,2	0,4	
<b>EBITDA</b>	849	2204	159,6
%	10,4	11,6	
Ammortamenti & Svalutazioni	23	554	
%	0,3	2,9	
<b>EBIT</b>	826	1650	99,7
%	10,1	8,7	
Oneri Finanziari	-	41	
Utile Ante Imposte	826	1609	94,7
%	10,1	8,4	
Imposte	252	448	
<i>Tax rate (%)</i>	30,5	27,8	
<b>RISULTATO NETTO</b>	575	1161	102
%	7	6,1	
Cash Flow	597	1715	187,1
%	7,3	9	
<i>PFN</i>	-97	-1648	
<i>Equity</i>	981	6513	

Fonte: Portobello

Portobello ha chiuso il primo semestre 2019 con risultati estremamente lusinghieri, a conferma della validità e delle potenzialità del suo modello di business.

I ricavi di vendita hanno fatto registrare, a confronto con il medesimo periodo dell'esercizio precedente, una crescita annua del 133% (da € 8,15 milioni al 30.06.2018 ad € 19 milioni al 30.06.2019), con un raddoppio del segmento retail (+118%), da € 646 migliaia a € 1,4 milioni, una crescita di quasi il 40% del segmento advertising (da € 5,3 milioni a € 7,4 milioni), un incremento del 210% del segmento B2B (da € 2,1 milioni a € 6,6 milioni) ed un segmento editoriale che ha fatto registrare € 3,6 milioni di ricavi nel semestre rispetto ad € 91 migliaia al 30.06.2018.

In termini di margine operativo lordo (Ebitda) questo ha registrato un incremento annuo prossimo al 160% (da € 849 migliaia a € 2,2 milioni), con un aumento della marginalità lorda dal 10,4% all'11,6% mentre il risultato operativo netto (Ebit) è raddoppiato ad € 1,6 milioni da € 826 migliaia al 30.06.2018. La redditività netta sul fatturato è però scesa, dal precedente 10,1% all'8,7%, a seguito di un incremento sostenuto degli ammortamenti (da € 23 migliaia al 30.06.2018 a € 554 migliaia al 30.06.2019) derivante dal fatto che la Società, non ancora quotata sul mercato AIM alla data del 30 giugno 2018, non aveva ancora iscritto a bilancio i costi di ammortamento che sono poi emersi soprattutto nel secondo semestre 2018 a fronte di investimenti, effettuati nel periodo, per € 3,2 milioni. In merito all'utile netto questo è anch'esso raddoppiato ad € 1,2 milioni, da € 575 migliaia al 30 giugno 2018, con un net margin al 6,1% dal precedente 7%.

Di particolare rilievo, nel semestre, l'incremento del 20/25%, rispetto al 31 dicembre 2018, del valore medio di ogni singolo scontrino emesso.

Il patrimonio netto, alla data del 30 giugno 2019, è pari ad € 6,5 milioni (da € 5,4 milioni al 31.12.2018) mentre la posizione finanziaria netta, dopo investimenti per € 840 migliaia nel semestre, è negativa per € 1,6 milioni da una posizione di cassa di € 109 migliaia al 31.12.2018.

## Outlook 2019 – 2023

*Old Estimates*

EUR (K)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	CAGR 17/22
<b>Ricavi di Vendita</b>	10002	21493	34972	45218	53752	60920	43,5
<i>Retail</i>	723	1636	5540	9960	12948	14890	
%	7	8	16	22	24	24	
<i>Advertising</i>	5851	15284	20905	23882	27464	31584	
%	58	71	60	53	51	52	
<i>B2B</i>	3428	4107	5657	7071	8840	9721	
%	34	19	16	16	16	16	
<i>Editoria</i>		466	2870	4305	4500	4725	
%		2	8	10	8	8	
Altri Ricavi	1	557					
Valore della Produzione	10003	22050	34972	45218	53752	60920	
Materie prime	9685	23634	27278	34365	39240	42644	
%	96,8	110	78	76	73	70	
Servizi	492	680	2203	3120	3225	3655	
%	4,9	3,2	6,3	6,9	6	6	
Beni di Terzi	273	442	1084	1492	1720	1828	
%	2,7	2,1	3,1	3,3	3,2	3	
Variazione Rimanenze	(1574)	(7159)	3847	4522	3225	3655	
Costo Lavoro	575	1000	4197	5336	5913	6149	
%	5,7	4,7	12	11,8	11	10	
Oneri di Gestione	16	59					
%	0,2	0,3					
<b>EBITDA</b>	535	3395	4057	5426	6879	10299	80,6
%	5,4	15,8	11,6	12	12,8	16,9	
Ammortamenti & Svalutazioni	26	1051	1119	949	855	769	
%	0,3	4,9	3,2	2,1	1,6	1,3	
<b>EBIT</b>	509	2343	2938	4476	6024	9530	79,7
%	5,1	10,9	8,4	9,9	11,2	15,6	
Oneri finanziari	-	1	80	100	80	60	
UTILE ANTE IMPOSTE	509	2342	2858	4376	5944	9470	
%	5,1	10,9	8,2	9,7	11,1	15,5	
Imposte	166	546	857	1313	1783	2841	
<i>Tax rate (%)</i>	32,7	23,3	30	30	30	30	
<b>RISULTATO NETTO</b>	343	1796	2000	3064	4161	6629	80,8
%	3,4	8,4	5,7	6,8	7,7	10,9	
Cash Flow	369	2847	3119	4013	5016	7398	
%	3,7	13,2	8,9	8,9	9,3	12,1	
PFN	541	109	-251	-1742	-1077	2916	
Equity	406	5352	7352	10416	14577	21206	
ROE	84,4	33,6	27,2	29,4	28,5	31,3	

Fonte: Portobello; Stime: Banca Finnat

*New 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>Advertising</i>	15284	20000	25000	28750	33062	36369	18,9
%	71	49	42	41	41	42	
<i>B2B</i>	4107	10000	12000	14400	15840	15840	31
%	19	24	20	21	20	18	
<i>Editoria</i>	466	6000	6900	7245	7607	7988	76,5
%	2	15	12	10	10	9	
Altri Ricavi	557	154					
Valore della Produzione	22051	41154	58900	69895	79910	87106	
Materie prime	23634	26650	37107	43335	50343	54877	
%	110	65	63	62	63	63	
Servizi	680	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	1000	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>	3395	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>	2344	2992	4511	5804	6298	7207	25,2
%	10,9	7,3	7,7	8,3	7,9	8,3	
Oneri finanziari	1	80	100	80	60	60	
UTILE ANTE IMPOSTE	2342	2912	4411	5724	6238	7147	
%	10,9	7,1	7,5	8,2	7,8	8,2	
Imposte	546	874	1323	1717	1871	2144	
Tax rate (%)	23	30	30	30	30	30	
<b>RISULTATO NETTO</b>	1796	2038	3088	4007	4367	5003	22,7
%	8,4	5	5,2	5,7	5,5	5,7	
Cash Flow	2847	3350	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

In merito al periodo previsionale 2019/2023, operiamo una rivisitazione al rialzo delle nostre precedenti stime in considerazione dei risultati reddituali conseguiti nel corso del primo semestre 2019 ma anche e soprattutto tenuto conto delle strategie di sviluppo che la Società intende perseguire nel prossimo quadriennio.

I ricavi di vendita dovrebbero raggiungere i 41 milioni di euro a consuntivo 2019 (da € 19 milioni al 30.06.2019) e portarsi a € 87,1 milioni al 2023, con un tasso medio annuo di crescita del 32,3%. Trainanti saranno tutti i segmenti, con il retail atteso ad € 5 milioni di ricavi a consuntivo 2019 (da € 1,4 milioni al 30.06.2019) e stimato a € 26,9 milioni di ricavi al 2023 per un tasso medio annuo di crescita del 75,1%; il segmento advertising dovrebbe generare ricavi per € 20 milioni al 31.12.2019 (da € 7,4 milioni al 30.06.2019) e quindi raggiungere € 36,4 milioni al 2023 con un cagr (2018/2023) del 18,9%; il segmento B2B lo stimiamo a € 10 milioni di ricavi al 2019 (da € 6,6 milioni al 30.06.2019) e quindi a € 15,8 milioni al 2023 con un tasso medio annuo di crescita del 31%; il segmento editoriale dovrebbe generare ricavi per € 6 milioni a fine 2019 (€ 3,6 milioni al 30.06.2019) e giungere a € 8 milioni al 2023 con un cagr del 76,5%. In termini di margine operativo lordo (Ebitda), questo dovrebbe portarsi a € 4,3 milioni a consuntivo 2019 (da € 2,2 milioni al 30.06.2019) per giungere a € 9 milioni al 2023 per un tasso medio annuo di crescita del 21,5%. La marginalità lorda sul fatturato la stimiamo essenzialmente costante al 10% durante tutto il periodo di piano.

Il risultato operativo netto (Ebit) lo prevediamo a € 3 milioni al 31.12.2019 (da € 1,6 milioni alla fine del primo semestre 2019) e a € 7,2 milioni al 2023 per un cagr del 25,2%. La relativa marginalità netta dovrebbe potersi mantenere intorno all'8%.

L'utile netto lo prevediamo ad € 2 milioni a fine 2019 (da € 1,2 milioni a fine giugno 2019) e a € 5 milioni a fine 2023 per un tasso medio annuo di crescita del 22,7%.

La posizione finanziaria netta la stimiamo negativa (indebitamento netto) per il biennio 2019/2020 (1,3/1,1 milioni) ma in grado di raggiungere una posizione positiva di cassa per € 8,6 milioni al 2023.

Il patrimonio netto lo stimiamo ad € 7,4 milioni a consuntivo 2019 (€ 5,4 milioni al 31.12.2018) ed a € 23,8 milioni a fine periodo previsionale (2023).



## Valuation

In merito alla valutazione, utilizziamo la metodologia del Discounted Cash Flow con previsione esplicita dei flussi di cassa generati nel periodo 2019/2023.

Il tasso di crescita perpetua lo manteniamo allo 0,5% ed il WACC lo determiniamo al 9,1%, con un Free Risk Rate all'1,75%, un Market Risk Premium al 10,5% ed un Beta allo 0,7 quale media ponderata dei beta riconosciuti ai settori advertising (0,66) e retail (0,59) per il mercato europeo (rispettivamente su di un campione di 87 e 113 aziende) e mantenendo un beta pari all'unità per i segmenti B2B ed editoriale.

Otteniamo un Enterprise Value pari a 42 milioni di euro ed un **Valore ad Equity** pari a **14,8 euro**/azione. La nostra Raccomandazione permane di Acquisto.

**Cash Flow Model (K €)**

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
EBIT	2992	4511	5804	6298	7207
Imposte	874	1323	1717	1871	2144
NOPAT	2118	3188	4086	4427	5063
D&A	1312	1443	1587	1746	1800
Capex	1500	1600	1600	1500	1400
CNWC	3301	2685	1649	1502	1079
FOCF	-1371	346	2425	3171	4384

Stime: Banca Finnat

**DCF Model Valuation (k €)**

Perpetual Growth Rate (%)	0,5
WACC (%)	9,1
Discounted Terminal Value	35.553
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	6.410
Enterprise Value	41.964
Net financial position as of 30/06/2019	-1648
Equity Value	40.316
Nr. Azioni	2.715.800
<b>Value per share</b>	<b>14,8</b>

Stime: Banca Finnat

**WACC Calculation (%)**

Risk free rate	1,75
Market risk premium	10,5
Beta (x)	0,7
Cost of Equity	9,1
<b>WACC</b>	<b>9,1</b>

Stime: Banca Finnat

### Historical recommendations and target price trend

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

<b>INCOME STATEMENT (Eur k)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
Ricavi di Vendita	21493	41000	58900	69895	79910	87106
Valore della Produzione	22051	41154	58900	69895	79910	87106
Materie prime	23634	26650	37107	43335	50343	54877
Servizi	680	2583	3711	4194	4796	5226
Beni di Terzi	442	1312	1944	2237	2397	2613
Costo del lavoro	1000	2000	4000	5400	5940	6237
Variazione Rimanenze	(7159)	4100	5890	6989	7991	8711
Oneri di gestione	59	205	294	349	399	435
EBITDA	3395	4304	5954	7391	8044	9007
Ammortamenti & Svalutazioni	1051	1312	1443	1587	1746	1800
EBIT	2344	2992	4511	5804	6298	7207
Oneri finanziari	2	80	100	80	60	60
Utile ante Imposte	2342	2912	4411	5724	6238	7147
Imposte	546	874	1323	1717	1871	2144
<i>Tax-rate (%)</i>	<i>23</i>	<i>30</i>	<i>30</i>	<i>30</i>	<i>30</i>	<i>30</i>
<b>RISULTATO NETTO</b>	<b>1796</b>	<b>2038</b>	<b>3088</b>	<b>4007</b>	<b>4367</b>	<b>5003</b>
Cash Flow	2847	3350	4531	5594	6113	6803
<b>BALANCE SHEET (Eur k)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
Patrimonio Netto	5352	7390	10478	14484	18851	23853
PFN	109	-1380	-1134	1210	4321	8644
Capitale Investito Netto	5243	8770	11612	13274	14530	15209
<b>FINANCIAL RATIOS (%)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
EBITDA margin	15,8	10,5	10,1	10,6	10,1	10,3
EBIT margin	10,9	7,3	7,7	8,3	7,9	8,3
Net margin	8,4	5	5,2	5,7	5,5	5,7
ROE	33,6	27,6	29,5	27,7	23,2	21
<b>GROWTH RATES (%)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
Ricavi di Vendita	115	90,8	43,7	18,7	14,3	9
EBITDA	534	26,8	38,3	24,1	8,8	12
EBIT	360	27,7	50,8	28,7	8,5	14,4
Net Profit	424	13,5	51,5	29,7	9	14,6
Cash Flow	672	17,7	35,2	23,5	9,3	11,3
<b>VALUATION METRICS</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
EPS	0,66	0,75	1,14	1,47	1,61	1,84
CFPS	1,05	1,23	1,67	2,06	2,25	2,50
BVPS	1,97	2,72	3,86	5,33	6,94	8,78
P/E	15,1	13,3	8,8	6,8	6,2	5,4
P/CF	9,5	8,1	6	4,8	4,4	4
P/BV	5	3,7	2,6	1,9	1,4	1,1
EV/SALES	1,2	0,7	0,5	0,4	0,3	0,2
EV/EBITDA	7,9	6,6	4,7	3,5	2,8	2
EV/EBIT	11,5	9,5	6,2	4,5	3,6	2,6

*Fonte: Portobello; Stime: Banca Finnat*

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

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

BANCA FINNAT HA SPECIFICI INTERESSI NEI CONFRONTI DELL'EMITTENTE, PER IL QUALE SVOLGE L'INCARICO DI SPECIALIST; INOLTRE, REDIGE DOCUMENTI DI ANALISI COME QUELLO PRESENTE. PER QUESTE ATTIVITA' ESSA È REMUNERATA.

PERTANTO IL DOCUMENTO NON PUO' ESSERE CONSIDERATO COME RICERCA INDIPENDENTE.

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

L'UFFICIO STUDI DELLA BANCA, INQUADRATO NELL'AMBITO DELLA DIREZIONE FINANZA DELLA BANCA CUI RISPONDE DIRETTAMENTE, COSTITUISCE DIPARTIMENTO A SE' STANTE SEPARATO DAL PUNTO DI VISTA ORGANIZZATIVO ED INFORMATICO DAGLI ALTRI UFFICI DELLA BANCA.

NESSUN ANALISTA DELL'UFFICIO STUDI DETIENE O HA DETENUTO NEGLI ULTIMI 12 MESI STRUMENTI FINANZIARI EMESSI DALLA SOCIETA' OGGETTO DELL'ANALISI NÉ SVOLGE RUOLI DI AMMINISTRAZIONE, DIREZIONE O CONSULENZA PER IL SOGGETTO STESSO.

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

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

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

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

NESSUNA PERSONA DIVERSA DALL'ANALISTA HA AVUTO ACCESSO AI CONTENUTI DELL'ANALISI PRIMA DELLA SUA DIFFUSIONE.LA BANCA VIETA AI PROPRI DIPENDENTI DI:

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

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

QUALSIASI OPINIONE, PREVISIONE O STIMA CONTENUTA NEL PRESENTE DOCUMENTO 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.

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

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

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

IL PRESENTE DOCUMENTO È ESCLUSIVAMENTE INFORMATIVO E NON COSTITUISCE IN ALCUN MODO UNA PROPOSTA DI CONCLUSIONE DI CONTRATTO, NÉ UN'OFFERTA AL PUBBLICO DI PRODOTTI FINANZIARI, NE' UN CONSIGLIO O UNA RACCOMANDAZIONE PERSONALIZZATA DI ACQUISTO O VENDITA DI UN QUAISIASI PRODOTTO FINANZIARIO.

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

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

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

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

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

<b>Banca Finnat Research Rating Distribution</b>	<b>21/10/2019</b>				
<b>Number of companies covered: 20</b>	<b>BUY</b>	<b>HOLD</b>	<b>REDUCE</b>	<b>SELL</b>	<b>N.R.</b>
Total Equity Research Coverage relating to last rating (%)	60%	10%	0%	0%	30%
Of which Banca Finnat's clients (%)	100%	100%	-	-	100%