

Acquazzurra	Italy	FTSE AIM Italia Pro	Bartering
Rating: BUY	Target Price: € 7,20	Initiation of Coverage	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	N/A	N/A	N/A	N/A
to FTSE AIM Italia	N/A	N/A	N/A	N/A
to FTSE STAR Italia	N/A	N/A	N/A	N/A
to FTSE All-Share	N/A	N/A	N/A	N/A
to EUROSTOXX	N/A	N/A	N/A	N/A
to MSCI World Index	N/A	N/A	N/A	N/A

Stock Data

Price	€ 4,30
Target price	€ 7,20
Upside/(Downside) potential	67,4%
Bloomberg Code	ACQ IM Equity
Market Cap (€m)	€ 11,11
EV (€m)	€ 12,07
Free Float	17,13%
Share Outstanding	2.583.500
52-week high	N/A
52-week low	N/A
IPO Price (13/05/21)	€ 3,50

Key Financials (€m)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Revenues	12,2	25,2	30,2	39,4
VoP	12,2	25,2	30,7	39,5
EBITDA	0,8	1,0	1,9	2,1
EBIT	0,7	0,5	1,4	1,5
Net Profit	0,5	0,3	0,8	0,9
EBITDA margin	6,6%	4,0%	6,2%	5,2%
EBIT margin	5,9%	2,2%	4,4%	3,8%
Net Profit margin	4,3%	1,3%	2,7%	2,4%

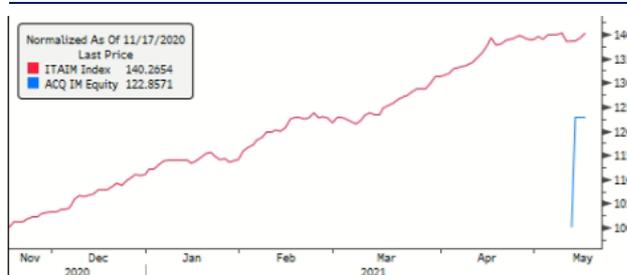
Main Ratios	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
EV/EBITDA (x)	15,0	12,1	6,4	5,9
EV/EBIT (x)	16,7	21,9	8,9	8,0
P/E (x)	21,0	32,7	13,2	11,8

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



Company Overview

Il Gruppo Acquazzurra comprende Acquazzurra SpA ed il 90% di R10 Srl. Acquazzurra Spa, costituita nel 2004, con sede a Milano, è una Società attiva nel settore del bartering che opera con alcuni dei maggiori media italiani. L'attività di bartering consiste nella vendita di spazi pubblicitari in cambio di beni e/o servizi concordati con l'inserzionista. Acquazzurra, una volta ottenuto il pagamento della cessione di spazi pubblicitari, vende i beni e servizi ricevuti come contropartita. R10 spin-off di Acquazzurra del settore design, è un innovativo showroom condiviso di circa 600 m², dove le aziende partner condividono progetti, ambientazioni ed eventi, creando un vero e proprio punto di riferimento del design milanese.

Market

Dal 1962 al 2019, i ricavi complessivi del mercato pubblicitario italiano sono passati da €55 mln circa a €8.800 mln circa. La decrescita economica derivante dall'epidemia Covid 19 ha avuto effetti anche sul mercato pubblicitario mondiale e nazionale. Il mercato dell'advertising italiano ha chiuso il mese di dicembre 2020 con un incremento del 3,8% rispetto allo stesso mese del 2019, portando il calo annuale dei ricavi di settore all'11%.

Nel periodo 2012-2019 i ricavi complessivi del mercato dell'arredo italiano sono passati da €23.778 mln a €26.715 mln (CAGR 12 - 19: 1,7%). Per i prossimi anni, si prevede che il mercato italiano possa tornare a crescere a partire dal 2021, fino a €28.353 mln nel 2025.

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Acquazzurra

sulla base della metodologia DCF. Il DCF method (che nel calcolo del

WACC include a fini prudenziali anche un rischio specifico pari al

2,5%) restituisce un equity value pari a €18,6 mln. Il target price è di €

7,20, rating BUY e rischio MEDIUM.

Sommario

1.	Company Overview	3
1.1	L'attività	3
1.2	Storia Societaria	4
1.3	Azionisti e Struttura del Gruppo	5
1.4	Key People.....	6
2.	Il Business Model	7
2.1	Struttura del Business	8
2.2	Business Process	10
2.3	Portafoglio Prodotti e Servizi	12
2.4	Canali di Vendita	13
2.5	Clienti e Fornitori	16
2.6	Account	19
3.	Il mercato	20
3.1	Mercato Pubblicitario Pre-Covid 19.....	20
3.2	Mercato Pubblicitario: Impatto Covid 19	22
3.3	Risparmio e Fiducia dei Risparmiatori	24
3.4	Export Italiano.....	25
3.5	Arredamento.....	27
4.	Posizionamento Competitivo	31
4.1	Swot	32
5.	Economics & Financials	33
5.1	FY20A Results	34
5.2	FY21E – FY23E Estimates	37
5.3	Use of Proceeds	40
6.	Valuation	41
6.1	DCF Method	41

1. Company Overview

1.1 L'attività

Il Gruppo Acquazzurra comprende Acquazzurra SpA ed il 90% di R10 Srl. Acquazzurra SpA, costituita nel 2004, con sede a Milano, è una Società attiva nel settore del *bartering* che opera con alcuni dei maggiori media italiani, nazionali e locali (TV, riviste, quotidiani, radio, spazi esterni e web). L'attività di *bartering* consiste nella vendita di spazi pubblicitari in cambio di beni e/o servizi concordati con l'inserzionista. Acquazzurra si distingue dagli altri principali operatori di *bartering*, soprattutto, per l'elevato *standing* dei clienti inserzionisti e conseguentemente dei prodotti venduti. La Società acquista campagne pubblicitarie già in accordo con le aziende inserzioniste (neutralizzando così il rischio di invenduto pubblicitario) e ottenendo tempistiche di pagamento di mercato. Inoltre, Acquazzurra può vantare un alto grado di diversificazione settoriale dei clienti inserzionisti, questo permette di limitare il rischio di concentrazione e di investire nei segmenti a più alto tasso di crescita. Acquazzurra, una volta ottenuto il pagamento della cessione di spazi pubblicitari, vende i beni e servizi ricevuti come contropartita principalmente tramite quattro canali:

- **Negoziò retail:** Acquazzurra Club è un punto vendita esclusivo situato a Milano, che dispone di circa 600 m² di spazio e di un parcheggio privato, nel quale lavorano stabilmente cinque dipendenti. L'accesso è riservato ai circa 10.500 Soci Iscritti (dato aggiornato a febbraio 2021). Il canale *retail* ha generato il 29,6% del fatturato 2020;
- **Mercato promozionale:** Acquazzurra offre merce come premio per campagne e concorsi che prevedano un montepremi (ad esempio il concorso Fantagazzetta) e come regali aziendali e *incentive*. Il canale promozionale e il canale grossisti hanno generato, insieme, il 66,7% del fatturato 2020;
- **Grossisti:** Acquazzurra, soprattutto per la porzione di prodotti che la Società stima di non riuscire a vendere mediante altri canali, vende beni e servizi ad operatori nazionali ed internazionali del mercato all'ingrosso. Il canale promozionale e il canale grossisti hanno generato, insieme, il 66,7% del fatturato 2020;
- **E-commerce:** il sito, aperto a maggio 2020 anche in risposta all'emergenza Covid 19, è destinato ai soci di Aclub e tende a replicare i prodotti e le offerte presenti in negozio, con la capillarità e comodità tipica di un portale e-commerce. Il canale e-commerce ha generato il 3,8% del fatturato 2020.

R10, *spin-off* di Acquazzurra del settore design, gestisce un innovativo *showroom* condiviso di circa 600 m², dove le aziende partner condividono progetti, ambientazioni ed eventi, creando un vero e proprio punto di riferimento del design milanese. L'attività di R10 comprende l'affitto dello *showroom*, la vendita di arredo e materiali a progettisti e clienti privati e la fornitura di capitolato e/o pack (cucina, armadio, bagno) in collaborazione con cantieri e *contract*.

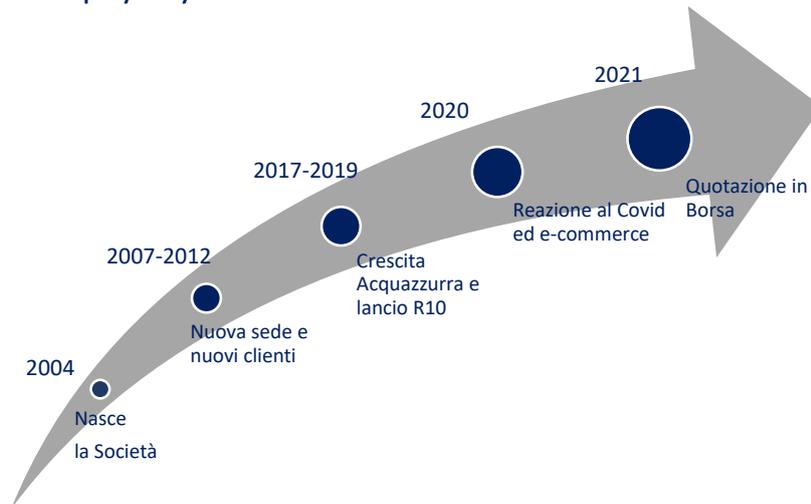
Chart 1 – Acquazzurra Club and R10 Showroom



Source: Acquazzurra

1.2 Storia Societaria

Chart 2 – Company Story



Source: Acquazzurra

- Nel 2004, Giancarlo Riva, attuale Presidente del Consiglio di Amministrazione e Amministratore Delegato di Acquazzurra, e Giovanna Pinto, attuale Amministratore Unico di R10, costituiscono la Società con il nome di Acquazzurra Srl, a Milano.
- Nel 2007, la Società si sposta nell'attuale sede di via Rutilia, in grado di garantire una superficie per la vendita pari a 600 m². Tra il 2009 e il 2012, la Società stipula i primi contratti con alcuni importanti nuovi clienti, tra i quali figurano: Sharp, Tom Tom, Toshiba e Nintendo. In questo periodo aumentano anche le vendite all'estero, con particolare riferimento a Germania e Spagna.
- Nel 2017, in seguito ad un importante processo di crescita, il fatturato annuo raggiunge quota € 19,7 mln. Nel 2019 hanno avuto luogo la creazione e il lancio di R10 Srl, Società che gestisce uno *showroom* innovativo, attivo nel settore design-architettura con una superficie di 600 m². Nello stesso anno, avvengono anche l'acquisizione e la fusione per incorporazione di Trait d'Union Srl, Società operante con la stessa formula commerciale del *bartering* nel settore automobilistico e nell'elettronica di consumo.
- Nel corso del 2020, il Gruppo implementa una pronta reazione alla pandemia Covid 19 con una serie di importanti misure tra le quali figura l'apertura del servizio di e-commerce che garantisce, fin da subito, ottimi riscontri commerciali da parte dei soci iscritti.
- In data 13/05/2021, Acquazzurra ha concluso la quotazione sul mercato AIM Italia al fine di reperire risorse finalizzate alla prosecuzione e all'accelerazione del proprio processo di crescita.

1.3 Azionisti e Struttura del Gruppo

Chart 3 – Shareholders

Azionisti	Quota di partecipazione
RP Holding Srl	77,41%
AcomeA SGR SpA	5,46%
Mercato	17,13%

Source: Acquazzurra

Acquazzurra è posseduta per il 77,41 % da RP Holding Srl, per il 5,46% da AcomeA SGR SpA e per il restante 17,13% dal mercato. RP Holding Srl è posseduta: per il 55%, da Giancarlo Riva, attuale Presidente del Consiglio di Amministrazione ed Amministratore Delegato di Acquazzurra, e, per il restante 45% da Giovanna Pinto, attuale Amministratore Unico di R10.

A sua volta, Acquazzurra detiene il 90% di R10, *spin-off* di Acquazzurra del settore design, che gestisce un innovativo showroom condiviso di circa 600 m² e svolge attività di vendita di arredo e materiali a progettisti e clienti privati e la fornitura di capitolato e/o pack (cucina, armadio, bagno) in collaborazione con cantieri e *contract*. Oltre a questo, all'interno dello *showroom*, R10 gestisce progetti espositivi condivisi, per la valorizzazione dei prodotti e dei marchi, per i quali i partner pagano una quota di affitto.

1.4 Key People

Giancarlo Riva – Presidente CDA e CEO

Prima della fondazione di Acquazzurra, ha maturato importanti esperienze in ambito pubblicitario, ricoprendo posizioni apicali di Gruppi editoriali e media. In particolare, è stato Account presso Sipra Spa dal 1982 a 1987, Direttore delle vendite in Mondadori Spa dal 1987 al 1995 e ha ricoperto il ruolo di responsabile commerciale dal 1998 al 2001. Infine, prima della fondazione di Acquazzurra, è stato collaboratore di Secom.

Giovanna Pinto – Amministratore Unico R10

Prima di entrare in Acquazzurra, ha maturato esperienze significative presso importanti Società pubblicitarie italiane. In particolare, ha ricoperto il ruolo di Account presso Sipra Spa dal 1984 al 1989 ed è stata Account per il settore moda di Manzoni & C. Spa dal 1989 al 1996. In seguito, è stata Account e responsabile di testata per Hachette Rusconi dal 1997 al 2003, prima di fondare Acquazzurra.

Andrea Malinverno – CFO

Prima di diventare CFO, ha maturato quindici anni di esperienza nel settore del *bartering* all'interno della Società. In particolare, sempre all'interno di Acquazzurra, ha ricoperto diversi ruoli dal 2006 ad oggi: è stato *retailer* dal 2006 al 2008, si è occupato di controllo in operazioni di *barter* e magazzino dal 2008 al 2009 infine, dopo il 2008, è diventato responsabile finanza e controllo della Società.

Matteo Caimi – Direttore Artistico

Architetto e direttore artistico affermato, si occupa della direzione artistica delle aziende e del progetto creativo di prodotti realizzati con materie prime all'interno dello *showroom*. Vanta numerose esperienze nazionali ed internazionali. È stato socio dello studio architetture Caimi&Asnaghi dal 1998 al 2007, ha ricoperto il ruolo di Director of architecture presso l'Atlanta Design Festival ed è stato, dal 2012 al 2017, Direttore artistico dello Studio 3125 a Tempe, Arizona. Dal 2019 è Direttore Artistico e Socio di R10.

Riccardo Riva – Responsabile Web Marketing

Ha ricoperto diversi ruoli in Acquazzurra, curando in particolare l'Export, il marketing e la comunicazione. È stato *retailer* per la Società dal 2008 al 2012. Dal 2008 ricopre il ruolo di Responsabile Marketing di Acquazzurra e dal 2018 ricopre anche il ruolo di Responsabile Web Marketing e Comunicazione della Società.

Cristina Dalla Rovere – Responsabile Amministrativa

Ricopre il ruolo di Responsabile Amministrativa della Società. Nel corso della sua carriera ha lavorato in ambito amministrazione presso la Società commerciale Turbo Casa dal 1981 al 1999 e presso un'agenzia assicurativa dal 2000 al 2005, anno di trasferimento in Acquazzurra.

2. Il Business Model

Il Gruppo è in grado di generare valore in ognuna delle fasi che caratterizzano il proprio business, sia nell'attività di *bartering*, in cui la Società crea valore per le aziende inserzioniste e per i clienti finali, sia nell'attività svolta da R10, dove la Società crea valore per i propri clienti e per i propri partner.

Nel rapporto con le aziende inserzioniste, Acquazzurra:

- Permette ai propri clienti di aumentare il fatturato, offrendo campagne pubblicitarie costruite ad hoc in cambio di prodotti di pari valore;
- Garantisce la possibilità di investire in campagne pubblicitarie anche quando non sono in possesso della liquidità necessaria per farlo;
- Garantisce la certezza del canale di vendita rispetto a quello concordato con le aziende clienti ed il rispetto del posizionamento del marchio.

Nel rapporto con i clienti finali, Acquazzurra:

- Garantisce ai clienti finali sia privati sia grossisti, l'acquisto di prodotti di *brand* di elevato *standing* ad un prezzo fortemente conveniente, sempre più basso del BPO (*Best Price Online*);
- Offre ai propri clienti finali un servizio esclusivo e di alto livello, che si manifesta nella cura posta nell'allestimento del negozio sito a Milano, nella qualità del canale *e-commerce* e nell'organizzazione di eventi dedicati. I clienti, infatti, diventano parte di un'associazione esclusiva che li tiene informati delle novità, delle promozioni in corso e che offre loro un servizio di alto livello;
- Garantisce la possibilità di individuare i prodotti più conformi alle proprie esigenze grazie alla presenza di *account* specializzati in grado di guidarli nelle scelte di acquisto. Infatti, gli *account*, specializzati per area merceologica, grazie al loro *expertise*, propongono ai clienti finali prodotti di alta qualità, riuscendo a trasmettere loro il reale valore dei prodotti stessi.

Nello svolgimento del proprio business, R10:

- Offre alle aziende partner di partecipare ad un unico progetto espositivo in uno *showroom* a Milano, con la garanzia della non sovrapposizione di *brand* concorrenti e la disponibilità di personale formato per gli incontri con i potenziali *buyer*. La Società offre uno spazio condiviso che consente la valorizzazione del *brand*;
- Oltre agli spazi condivisi, offre soluzioni di comunicazione e marketing grazie anche al *know-how* di Acquazzurra in ambito pubblicitario;
- Garantisce, grazie all'*expertise* e alle competenze del Direttore Artistico Matteo Caimi, un ottimo livello di qualità del progetto e la valorizzazione di ogni marchio;
- Grazie alle partnership, alla qualità del progetto e alla propria specializzazione su cantieri e *contract* internazionali, è in grado di fornire un'offerta completa e di elevata qualità.

2.1 Struttura del Business

2.1.1 Bartering

Nelle attività di *bartering*, dalle prime fasi delle operazioni fino alla vendita finale, si riconoscono quattro *player*: concessionari (media), *barter* (Acquazzurra), inserzionisti e compratori finali.

- **Concessionarie:** Società operanti nel settore dei media a livello nazionale o locale.
 - Tipicamente legate ad Acquazzurra da rapporti di collaborazione di lunga data;
 - Accettano il *bartering* solo con la certezza che, diversamente, l'azienda inserzionista non effettuerebbe l'investimento poiché non in possesso dell'adeguata liquidità;
 - In base al fatto che l'azienda inserzionista non effettuerebbe l'investimento in mancanza dell'intervento di Acquazzurra, garantiscono a quest'ultima importanti sconti sul costo della pubblicità e condizioni di pagamento favorevoli.

- **Acquazzurra:**
 - Opera come intermediario tra concessionari e aziende inserzioniste in qualità di *barter*: acquista a prezzo scontato spazi pubblicitari, li vende alle aziende inserzioniste organizzando la campagna pubblicitaria in cambio di merce e rivende la merce ai clienti finali tramite i propri canali di vendita;
 - Collabora da anni con i maggiori operatori nazionali e locali del mercato pubblicitario;
 - Garantisce alle aziende inserzioniste di vendere le merci unicamente nei mercati concordati, prestando grande attenzione all'immagine e al *brand*;
 - Opera in molteplici aree merceologiche con focus su prodotti di fascia alta, vendendo tramite diversi canali.

- **Inserzionisti:** Società operanti in diversi settori, generalmente presidiano la fascia alta del mercato di riferimento.
 - Utilizzano la leva del *barter* per aumentare ulteriormente i propri investimenti in pubblicità;
 - Richiedono di ottenere campagne pubblicitarie di pari valore rispetto alle merci offerte come contropartita;
 - Richiedono che le proprie merci vengano vendute solamente in mercati concordati;
 - Hanno la necessità che il proprio posizionamento, il proprio *brand* e la propria immagine vengano rispettati.

- **Clienti finali:** compratori al dettaglio o all'ingrosso.
 - I compratori al dettaglio sono i soci iscritti ad Aclub: clienti privati di elevato *standing*, in larga parte operanti nel settore dell'editoria. Hanno l'obiettivo di ottenere un prodotto di qualità, ad un prezzo conveniente, abbinato ad un servizio di alto livello;

- I grossisti differiscono in termini di strategia a seconda del settore di riferimento, ma sono accomunati dalla ricerca del miglior prezzo ottenibile.

2.1.2 R10

Nelle attività di R10, partecipano tre categorie di *player*: aziende partner, R10 e clienti finali.

- **Aziende partner:** Società appartenenti al settore del design e dei materiali.
 - Utilizzano lo spazio espositivo di R10 come proprio *showroom* utilizzando tutti i servizi dedicati e commercializzano i propri prodotti anche attraverso R10. In cambio di tale servizio pagano un affitto;
 - Partecipano ad un unico progetto espositivo pur mantenendo la propria unicità ed organizzano eventi nello *showroom* R10, rendendolo un punto di riferimento nel settore.
- **R10:**
 - Mette a disposizione l'innovativo *showroom* condiviso nel quale le aziende partner partecipano ad un unico progetto espositivo;
 - Fornisce servizi di comunicazione, marketing e di assistenza alla vendita e investe nella valorizzazione del proprio marchio e dei *brand* partner;
 - Opera come rivenditore ufficiale a Milano delle aziende partner e fornisce, in collaborazioni con i cantieri, pack e/o capitolato per appartamenti da arredare. Il margine è determinato dallo sconto applicato dai partner ad R10 in qualità di rivenditore autorizzato. Sulla base di tale sconto, anche R10 è in grado di applicare uno sconto al cliente finale;
 - Permette a progettisti, architetti e clienti privati, di accedere allo *showroom* nel quale convivono in un unico spazio espositivo soluzioni di design di diverse aziende.
- **Clienti finali:** progettisti, architetti, buyers internazionali e clienti privati.
 - I *contract* internazionali acquistano i prodotti di design e arredo per progetti e clienti esteri e, spesso, portano i propri clienti a visitare lo *showroom* per trovare con loro le soluzioni più adatte;
 - Progettisti, architetti e clienti privati osservano le diverse proposte dello *showroom*, dove trovano molteplici idee alternative al classico arredo casa.

2.2 Business Process

2.2.1 Bartering

Nel business svolto da Acquazzurra, è possibile individuare tre principali attori oltre alla Società: l'azienda inserzionista che acquista la campagna pubblicitaria proposta in cambio merce (in seguito venduta da Acquazzurra), i media partner che vendono ad Acquazzurra le campagne pubblicitarie (vendute poi agli inserzionisti) e i clienti finali che acquistano da Acquazzurra la merce ceduta dalle aziende inserzioniste a prezzi inferiori rispetto a quelli di mercato. Il business svolto è caratterizzato dai seguenti *step*: individuazione dell'opportunità di interesse, analisi dell'operazione e del potenziale margine, *bartering* e vendita finale. Tutte le fasi del processo sono gestite direttamente o indirettamente dalla figura dell'*account*.

Chart 4 – Business Process Bartering



Source: Acquazzurra, elaborazione Integrae SIM

Individuazione opportunità

La prima fase consiste nell'individuazione delle possibili opportunità di interesse. In questa fase, gli *account*, con la collaborazione dei due soci, ricercano ed individuano inserzionisti interessati ad operazioni di *bartering*. Molti dei clienti della Società vengono segnalati direttamente dai partner del segmento media. Oltre a questo, i due soci, sfruttando la propria conoscenza e il proprio network nel settore pubblicitario, individuano i migliori media partner per strutturare la campagna pubblicitaria a prezzi scontati.

Analisi dell'operazione

Una volta individuati i media partner e gli inserzionisti, si procede con la strutturazione dell'operazione. Questa fase prevede lo studio delle caratteristiche che dovrà avere la campagna pubblicitaria e la quantificazione della merce che l'azienda inserzionista dovrà consegnare come contropartita dell'operazione. In questa fase, Acquazzurra si occupa anche della contrattazione con i media della campagna pubblicitaria. Al fine di garantire la buona riuscita dell'operazione, gli *account* si occupano di analizzare l'effettiva vendibilità della merce offerta dal cliente inserzionista ed il potenziale margine per Acquazzurra.

Bartering

Una volta trovato un accordo con i media partner e con le aziende inserzioniste, la gestione del contratto è affidata all'ufficio amministrazione e controllo che ne cura ogni aspetto. Una volta firmato il contratto, Acquazzurra riceve la merce dall'inserzionista (*cashless*), in seguito, al momento dell'erogazione della pubblicità, la Società emette la fattura per il servizio di pubblicità all'inserzionista (*cashless*) e contestualmente riceve la fattura dal media partner per l'erogazione del servizio (*cash*).

Vendita

Una volta ricevuta la merce, Acquazzurra procede con la vendita delle merci stesse attraverso i propri canali di vendita, questa fase è seguita con attenzione dagli *account* e dai *retailer*. In genere, la Società vende la merce ricevuta a sconto rispetto alla valorizzazione attribuita in fase di *bartering*. Il margine ottenuto dalla Società è dato dalla differenza fra il prezzo di vendita della merce e il costo di acquisto della pubblicità. Infine, Acquazzurra garantisce ai propri clienti un servizio di assistenza post-vendita di alta qualità.

2.2.2 R10

Al centro del business svolto da R10, si trova l'innovativo *showroom* condiviso. Infatti, all'interno dello *showroom*, diverse aziende partner di R10 partecipano a un unico progetto espositivo, per amplificare il valore del proprio *brand* e della propria offerta. Nello *showroom*, le aziende partner possono usufruire di vari servizi, tra cui: sale riunioni e meeting ed eventi organizzati dalla Società. Inoltre, R10 garantisce ad architetti, progettisti e clienti privati un'ampia offerta di prodotti, materiali ed aziende e si presenta come partner specializzato per cantieri e *contract* internazionali. Infine, R10 offre servizi di capitolato e *pack* (cucina, armadio e bagno) studiati su misura per ogni tipologia di appartamento.

Il business svolto da R10 si basa su quattro principali pilastri: creazione del progetto espositivo, erogazione di servizi di promozione e assistenza, collaborazione con cantieri e *contract* e servizi per architetti, progettisti e clienti privati.

Chart 5 – Business Process R10



Source: Acquazzurra, elaborazione Integrae SIM

Creazione del progetto espositivo

La prima fase è rappresentata dalla creazione del progetto, nel quale aziende italiane operanti in diversi settori nel mondo del design e dell'arredamento collaborano per la creazione di un unico spazio espositivo. All'interno del progetto espositivo, viene assicurata, ad ogni partner, l'esclusività espositiva nel proprio ambito di riferimento. L'Architetto Caimi, grazie alle sue competenze e al *know-how* sviluppato nell'arco della sua carriera, è in grado di assicurare la qualità globale del progetto. La funzionalità del progetto è garantita da R10 grazie ad importanti investimenti sul marchio e sul *concept* attraverso testate specializzate, *social media* e la partecipazione al "Fuori Salone", momento fondamentale per il design nel capoluogo lombardo.

Servizi di promozione e assistenza

Oltre alla creazione del progetto e agli investimenti, R10 garantisce ai propri partner supporto in ambito di comunicazione, marketing e assistenza alla vendita grazie a personale formato (in grado di rappresentare l'azienda durante gli incontri con i *buyer*), sfruttando *know-how* ed economie di scala. In cambio di tutti i servizi offerti, le aziende partner pagano quindi un affitto mensile ad R10.

Collaborazione con cantieri e contract internazionali

R10, sfruttando l'esperienza acquisita nel mondo del design e dell'arredamento e la collaborazione di alcune tra le più importanti Società italiane del settore, fornisce capitolato e/o *pack* (cucina, armadio, bagno) in collaborazione con diversi cantieri e *contract* internazionali.

Servizi per architetti, progettisti e clienti privati

Ai clienti finali dello *showroom*, visitando lo spazio condiviso organizzato, è garantita la possibilità di scegliere tra diverse aziende e materiali per finalizzare i propri progetti. Per quanto riguarda la vendita di arredi e materiali delle aziende partner, R10 ha la possibilità di operare come rivenditore ufficiale o di vendere merce acquistando direttamente da Acquazzurra i prodotti che essa ha ottenuto mediante bartering.

2.3 Portafoglio Prodotti e Servizi

Il portafoglio di prodotti e servizi del Gruppo comprende: l'offerta di spazi pubblicitari agli inserzionisti e l'offerta di merce ai clienti finali (sia tramite Acquazzurra sia tramite R10).

Spazi Pubblicitari

Acquazzurra è in grado di offrire ai propri clienti spazi pubblicitari di primaria importanza a livello locale e nazionale nelle seguenti categorie:

- Pubblicità esterna: affissioni e comunicazione circuito video in esterna. In questa categoria, l'offerta include, ad esempio: Clear Channel, IGP Decaux, Vidion, Viacom Outdoor e Defi;
- Radio: pubblicità tramite radio locali e nazionali. In questa categoria, l'offerta include, ad esempio: Radio 105, Radio Capital, RTL 102.5, Radio Montecarlo e Mediamond;
- Web: quotidiani ed editori online, Google e *social media*. In questa categoria, l'offerta include, ad esempio: Google, Facebook e Instagram;
- Stampa: quotidiani nazionali e locali, magazine e riviste specializzate. In questa categoria, l'offerta include, ad esempio, nel segmento magazine e riviste: GQ, Io Donna, Grazia, Elle, Marie Claire e Interni. Nel segmento quotidiani il Gruppo offre, ad esempio: Il Corriere della Sera, Il Sole 24 Ore, La Gazzetta dello Sport, Repubblica e L'Espresso;
- Eventi: sponsorizzazione di eventi;
- TV: campagne nazionali e locali. In questa categoria, l'offerta include, ad esempio: Rai, Sky, Mediaset, La7 e Discovery.

Cessione Beni

Acquazzurra è in grado di offrire ai propri clienti beni e servizi di elevato *standing* nelle seguenti categorie:

- Arredamento (4% del fatturato 2019 e 8% del fatturato 2020);
- Life Style (13% del fatturato 2019 e 24% del fatturato 2020);
- Automotive (42% del fatturato 2019 e 0% del fatturato 2020);
- Food and Wine (5,5% del fatturato 2019 e 9% del fatturato 2020);
- Tecnologia (36,5% del fatturato 2019 e 60% del fatturato 2020).

2.4 Canali di Vendita

2.4.1 Bartering

Per quanto riguarda il *bartering*, possiamo individuare quattro principali canali di vendita: *retail*, promozionale, ingrosso (compratori professionisti) ed e-commerce.

Retail

Chart 6 – Acquazzurra Club



Source: Acquazzurra

Acquazzurra Club è un punto vendita non aperto al pubblico: l'accesso è riservato ai soci Iscritti, pari a circa 10.500 nel febbraio 2021. Tra gli associati figurano: giornalisti, dipendenti e agenti delle case editrici, concessionarie e agenzie di pubblicità con le quali Acquazzurra collabora. Il Socio viene informato delle novità ogni giovedì tramite *mail* riguardo agli aggiornamenti del sito. Tramite *password*, il cliente accede al sito, trovando novità settimanali e offerte continuative. L'esposizione dei prodotti viene curata, anche grazie alla collaborazione di un *visual designer* esperto del segmento *luxury*, con estrema attenzione e ricercatezza. Ogni settore è presidiato da un *account* di riferimento che dà assistenza e stabilisce un rapporto di totale fiducia con i soci. L'*account*, inoltre, ha il compito di trasmettere correttamente l'immagine e la filosofia dell'azienda inserzionista, rispettando il posizionamento del marchio e gli accordi con l'azienda.

Mercato Promozionale

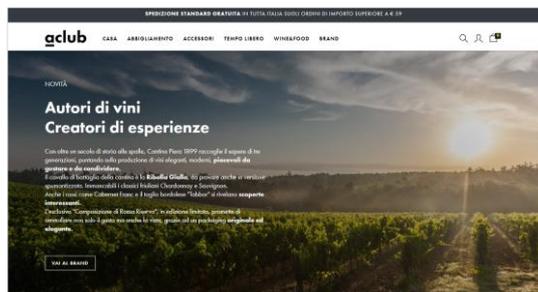
Acquazzurra sfrutta con attenzione il canale promozionale in due principali categorie: organizzazioni di concorsi e campagne con montepremi e regali aziendali. L'esempio più significativo della prima categoria è rappresentato da Fantagazzetta, un concorso annuale, che prevede per i vincitori importanti premi. Per quanto riguarda i regali aziendali, la Società si occupa dei regali aziendali nel periodo natalizio e di regali *incentive* nel resto dell'anno. Il focus principale delle aziende acquirenti è rivolto alla differenza fra costo sostenuto e valore percepito del regalo.

Ingresso

Nella maggior parte delle campagne, Acquazzurra riceve quantità di merce tali da non essere in grado di venderle del tutto al dettaglio o tramite e-commerce, in questi casi, risulta fondamentale la rete, creata dalla Società, di compratori professionisti, nazionali ed internazionali tra i quali figurano piccole catene di negozi, outlet, grossisti operanti nei diversi mercati e compratori esteri. In genere, i compratori professionali esigono uno sconto ulteriore sui prodotti venduti, compensando però i minori margini della Società, con l'acquisto di grandi quantità. La Società si interfaccia con controparti internazionali provenienti da: Germania, Francia, Regno Unito, Polonia, Serbia, Russia e Ucraina.

E-commerce

Chart 7 – E-commerce



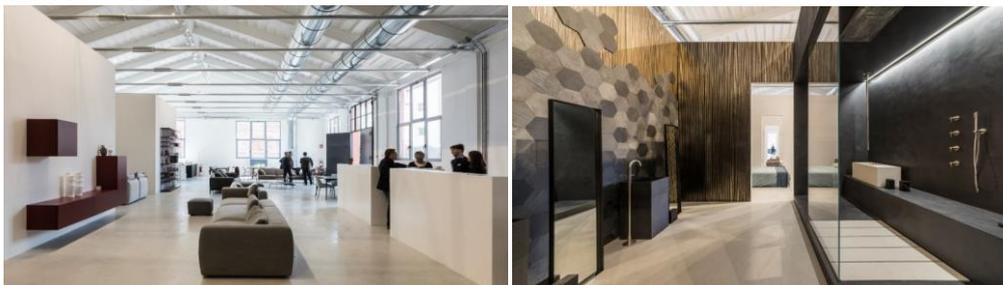
Source: Acquazzurra

Storicamente, lavorando con clienti inserzionisti di elevato *standing*, la Società aveva sempre scartato l’apertura di un servizio di e-commerce per evitare sovrapposizioni con i canali di vendita online dei clienti stessi. L’emergenza sanitaria e la conseguente chiusura dei negozi fisici hanno portato il *management* a cambiare idea lanciando, a maggio 2020, il sito e-commerce. Per ovviare, almeno in parte, al problema della sovrapposizione, la Società propone la vendita tramite e-commerce unicamente ai propri soci, mantenendo sempre molto elevata l’attenzione ai canali di vendita dell’inserzionista. Il numero di nuovi iscritti dalla creazione del sito e-commerce, a fine dicembre 2020, risultava pari a 1.658, circa il 15% dei soci di Aclub. I mesi di maggio, ottobre e novembre sono stati i mesi nei quali il sito ha ottenuto maggiori vendite, compensando in parte le chiusure forzate messe in atto per contrastare la pandemia. Dall’apertura a fine dicembre i ricavi derivanti dall’e-commerce sono pari a € 0,187 mln, con uno scontrino medio (IVA esclusa) pari a € 156: ciò conferma il target medio-alto dei clienti di Aclub.

2.4.2 R10

L’offerta di R10 si declina sui seguenti principali canali di vendita: vendita al dettaglio in showroom, collaborazione con professionisti internazionali, collaborazione con cantieri e progetti privati e *contract*.

Chart 8 – R10 Showroom



Source: Acquazzurra

Il business di R10 ruota intorno allo showroom, progetto espositivo condiviso dalle aziende partner che prevede la creazione di un ambiente sofisticato (*living*, bagno o cucina), dove i prodotti di diverse aziende convivono nella creazione di soluzioni e *concept* innovativi. R10 è stata lanciata a Milano come *spin-off* di Acquazzurra (unico *barter* a lavorare nel settore del design con aziende prestigiose e di nicchia) ed inaugurata ad aprile 2019 con un evento del Fuori Salone, che ha attirato molta attenzione sul progetto e sulle aziende partner. Milano può essere definita la capitale del design e in questa *location*, R10 offre a piccole e medie imprese di elevato *standing* circa 600 m² di spazio di condivisione commerciale e creativa e spazi per

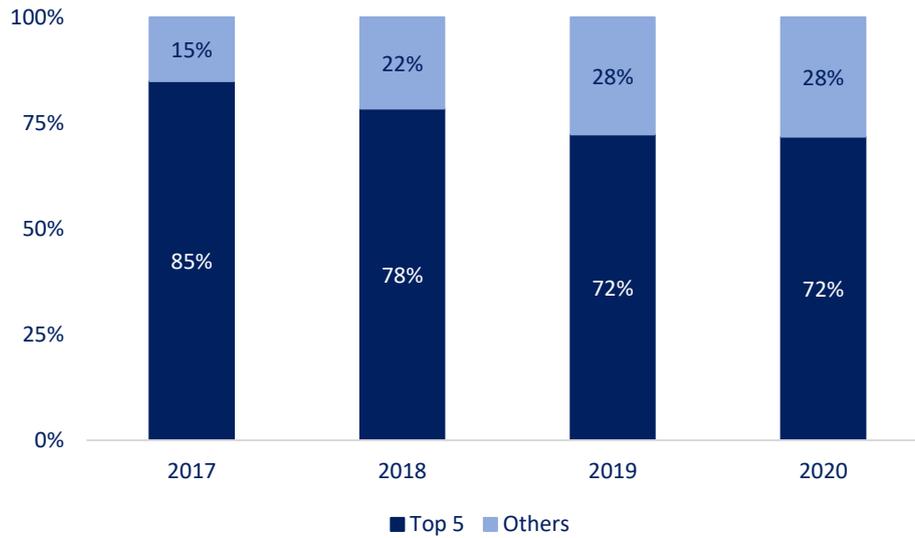
eventi e meeting; per tale offerta le aziende partner pagano un affitto a R10. All'interno dello *showroom*, lavorano stabilmente quattro persone, le quali, sotto il coordinamento di Giovanna Pinto e dell'Architetto Caimi, sviluppano il progetto espositivo condiviso ed erogano alle aziende partner servizi di comunicazione e marketing. Inoltre, la Società fornisce assistenza a cantieri per il capitolato dei propri immobili, collaborazione ad architetti e progettisti per la realizzazione di progetti e vende prodotti derivanti dall'attività di *bartering* di Acquazzurra, oltre a creare e vendere nuovi prodotti, che nascono da idee ed esperienze delle aziende presenti.

2.5 Clienti e Fornitori

2.5.1 Clienti

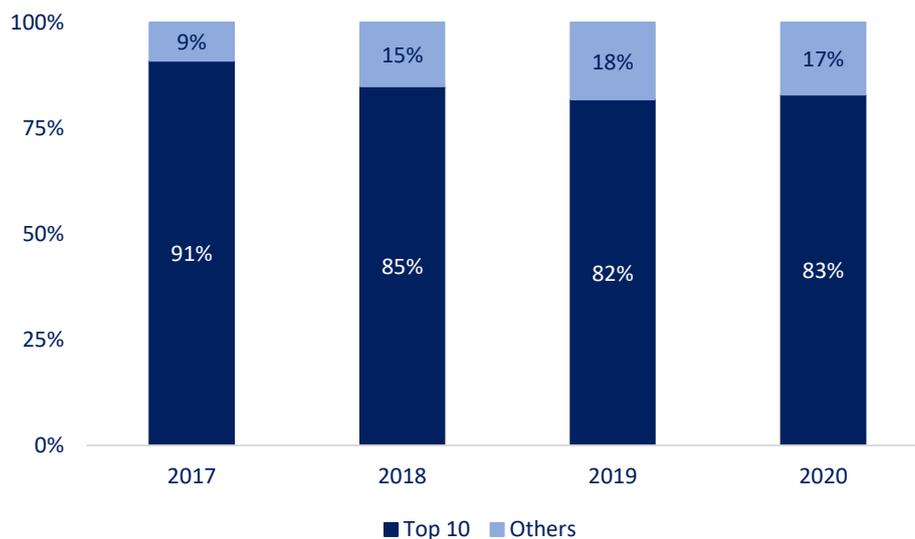
I clienti del Gruppo, sono riconducibili a due principali categorie: clienti per la cessione di spazi pubblicitari e clienti per la cessione di beni. In ragione del modello di business, i clienti della Società appartengono a diversi settori merceologici e sono venditori o acquirenti di merce di elevato standing.

Chart 9 – Top 5 Advertising Clients Weight



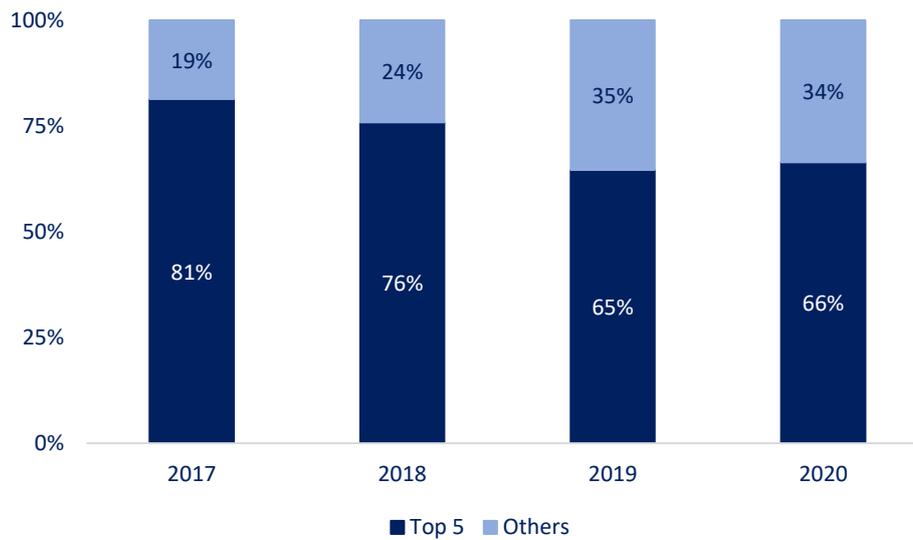
*I dati 2017 e 2018 sono relativi alla sola Acquazzurra, gli anni successivi includono Trait d'Union
Source: Acquazzurra

Chart 10 – Top 10 Advertising Clients Weight



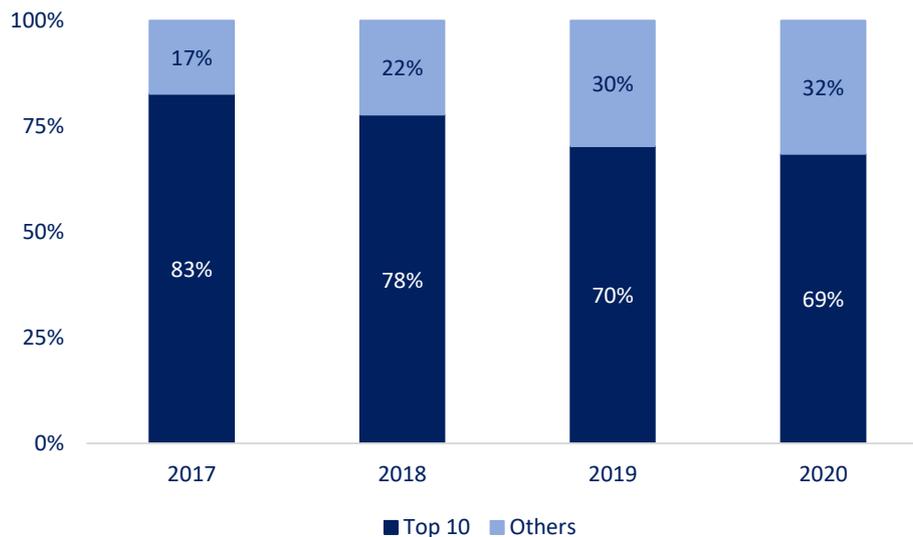
*I dati 2017 e 2018 sono relativi alla sola Acquazzurra, gli anni successivi includono Trait d'Union
Source: Acquazzurra

Chart 11 – Top 5 Products Clients Weight



*I dati 2017 e 2018 sono relativi alla sola Acquazzurra, gli anni successivi includono Trait d'Union
Source: Acquazzurra

Chart 12 – Top 10 Products Clients Weight



*I dati 2017 e 2018 sono relativi alla sola Acquazzurra, gli anni successivi includono Trait d'Union
Source: Acquazzurra

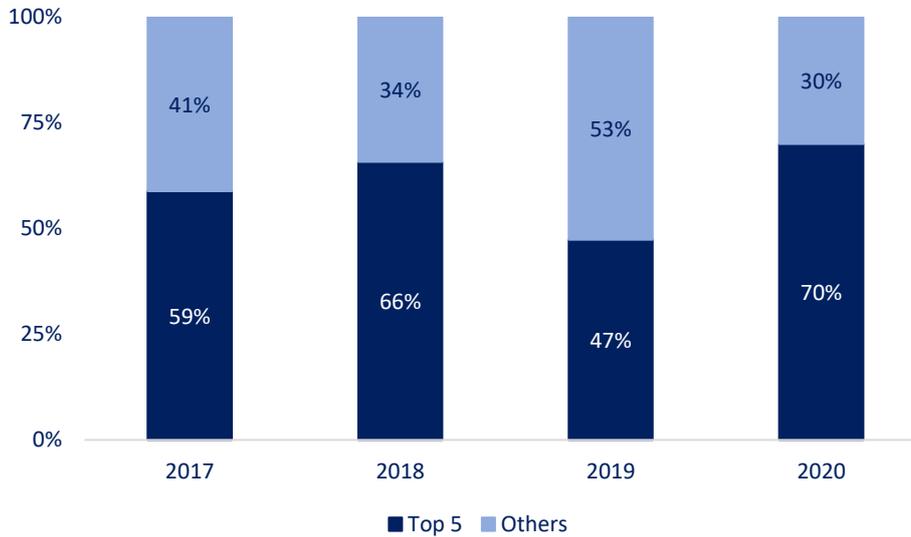
La Società mostra una concentrazione significativa dei ricavi presso i principali clienti sia nella cessione di spazi pubblicitari sia nella cessione di beni e servizi. Tale concentrazione può risultare un rischio per i ricavi della Società: la mancanza di operazioni da parte di uno dei principali clienti può portare ad una drastica riduzione dei ricavi nel corso di un anno. Tale rischio è mitigato dalla natura pluriennale delle relazioni che legano il Gruppo ai principali clienti. Inoltre, è possibile osservare una riduzione della concentrazione nel periodo 2019, a testimonianza del fatto che l'incorporazione di Trait d'Union ha influito positivamente sulla diminuzione della concentrazione.

Infine, nonostante la concentrazione verso i maggiori clienti, Acquazzurra presenta un buon livello di diversificazione settoriale nel portafoglio clienti relativo alla vendita di spazi pubblicitari e, di conseguenza, in quello relativo alla vendita di beni. Infatti, il Gruppo,

considerando la totalità del business svolto, si interfaccia generalmente con i settori: arredamento, life style, *automotive*, *food and wine* e tecnologia. Nel corso del 2020, la Società non ha generato ricavi nel settore *automotive*.

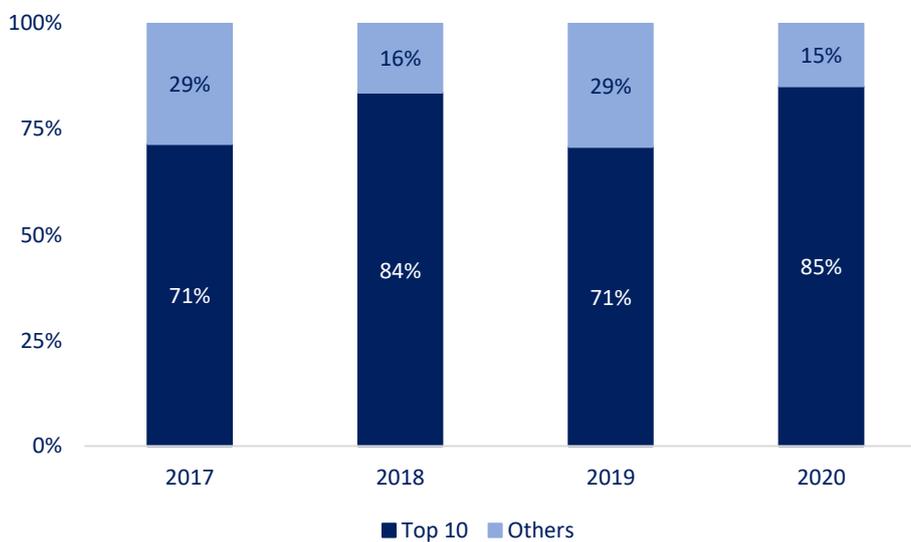
2.5.2 Fornitori

Chart 13 – Top 5 Providers Weight



*I dati 2017 e 2018 sono relativi alla sola Acquazzurra, gli anni successivi includono Trait d'Union
Source: Acquazzurra

Chart 14 – Top 10 Providers Weight



*I dati 2017 e 2018 sono relativi alla sola Acquazzurra, gli anni successivi includono Trait d'Union
Source: Acquazzurra

Il ruolo di fornitore, nel business svolto da Acquazzurra, è ricoperto dai venditori di spazi pubblicitari. Acquazzurra si interfaccia con alcuni dei principali media locali e nazionali negli ambiti: pubblicità esterna, radio, web, stampa, eventi e TV. Alcuni dei fornitori si comportano come veri e propri partner della Società. Infatti, una buona parte dei clienti delle operazioni di *bartering* vengono proposti direttamente dai fornitori, nel caso in cui un potenziale inserzionista non abbia la disponibilità, in termini di liquidità, di acquistare la campagna

pubblicitaria. Acquazzurra mostra un'incidenza dei maggiori fornitori piuttosto significativa sul totale anche in ragione di questa tipologia di rapporto con le controparti.

2.6 Account

La Società, nel segmento *bartering*, basa il proprio business sulla figura degli *account*: professionisti specializzati in una specifica area merceologica in grado di seguire le operazioni in ogni aspetto. In questo *framework*, i due soci e il responsabile finanza e controllo si occupano del coordinamento e del monitoraggio del lavoro degli *account*. I cinque (dato al 31/12/20) *account* di Acquazzurra vantano molti anni di esperienza e importanti competenze negli specifici settori oltre che un rapporto costante e proficuo sia con le aziende inserzioniste sia con i media partner. Oltre a questo, agli *account* sono richieste competenze e conoscenze nell'ambito della vendita dei prodotti ai clienti finali, siano essi grossisti, compratori esteri o clienti privati.

La figura dell'*account* è particolarmente importante poiché segue l'intero processo, dall'acquisizione del cliente inserzionista alla vendita del prodotto al cliente finale:

- **Acquisizione del cliente:** ogni *account*, nel corso della propria esperienza, ha costruito un fitto *network* con clienti inserzionisti, anche grazie alla partecipazione alle fiere di settore. Sfruttando tale *network* e le segnalazioni provenienti direttamente da aziende media partner, gli *account* individuano le possibili nuove opportunità sul mercato e le opportunità derivanti da collaborazioni storiche;
- **Formazione contratto e media:** in questa fase, l'*account*, coadiuvato dai soci e dal responsabile finanza e controllo, definisce con l'inserzionista le caratteristiche della campagna pubblicitaria, la tipologia di prodotti che Acquazzurra riceverà in cambio e il costo al quale saranno valorizzati. Contestualmente, l'*account* si occupa delle trattative con i media partner. In questa fase, il media partner accetta di vendere il proprio servizio con un importante sconto ad Acquazzurra poiché è consapevole che, diversamente, l'azienda inserzionista non sarebbe in grado di investire nella campagna.
- **Vendita al cliente finale:** l'ultima fase del business curata dagli *account* consiste nella vendita della merce ottenuta, attraverso uno dei quattro canali di vendita, sfruttando la rete di compratori professionali italiani ed esteri e l'esperienza maturata nel negozio. Al fine di massimizzare la marginalità, gli *account* danno la precedenza alle vendite presso compratori privati.

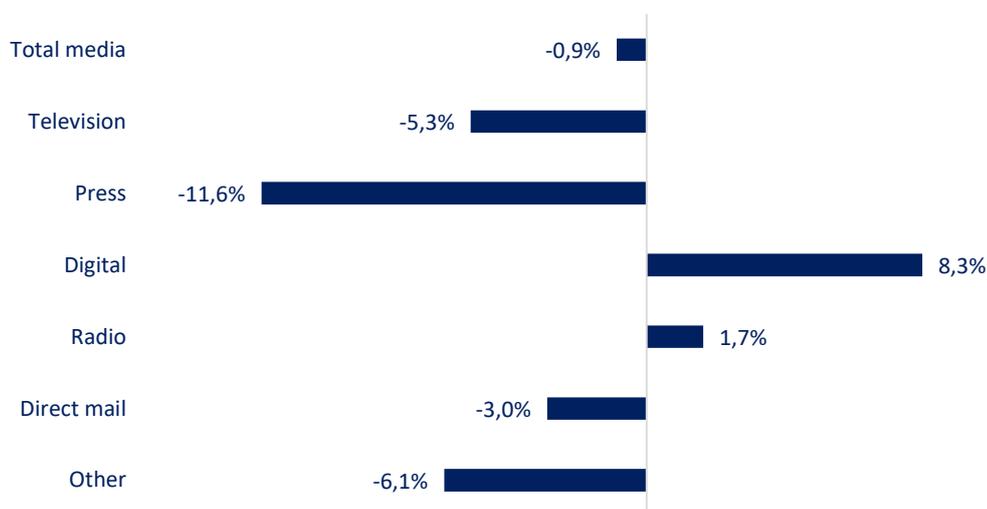
3. Il mercato

Acquazurra, nello svolgimento del proprio business, si interfaccia con il mercato pubblicitario e con i mercati di riferimento della merce venduta.

3.1 Mercato Pubblicitario Pre-Covid 19

Secondo le stime pubblicate da Nielsen, dal 1962 al 2019, i ricavi complessivi del mercato pubblicitario italiano mostrano importanti livelli di crescita. Infatti, la dimensione del mercato è passata da €55 mln circa a €8.800 mln circa. Il trend di crescita è confermato anche negli ultimi anni (2015 - 2019), con un aumento dei ricavi del 39,4% circa, da €6.294 mln a €8.774 mln (CAGR 15 - 19: 8,7%).

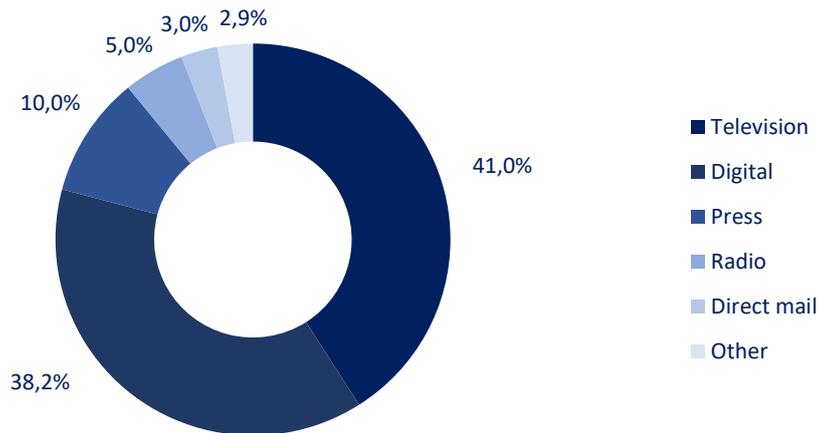
Chart 15 - Changes in investments in advertising in Italy 2019



Source: The Nielsen Company Italy Srl: Macrotrend del mercato pubblicitario italiano (2019)

Dal 2018 al 2019 il valore del mercato ha subito un calo dello 0,9%, passando da €8.850 mln a €8.774 mln. I principali mezzi pubblicitari che compongono il mercato sono: TV, stampa, mezzi digitali (OTT inclusi), radio e *direct mail*. Tra questi, la stampa è il mezzo che mostra la riduzione maggiore nel 2019, attestando un calo dell'11,6% mentre i ricavi prodotti dai mezzi televisivi hanno subito una contrazione del 5,3%, passando da €3.797 mln a €3.595 mln. Le *direct mail* e gli altri mezzi hanno subito una variazione negativa rispettivamente del 3% e del 6,1%. I mezzi che hanno ottenuto la performance migliore sono stati quelli digitali (+8,3%) e radiofonici (+1,7%).

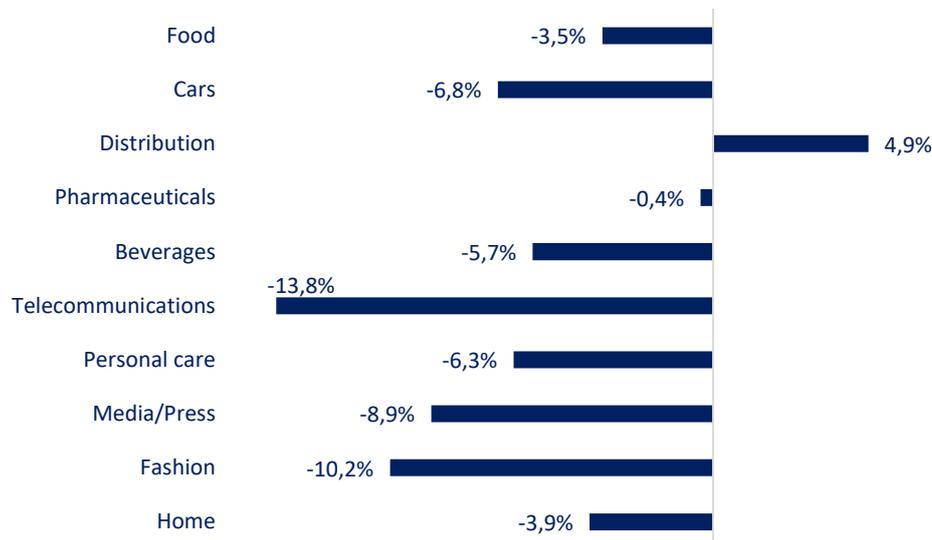
Chart 16 - Share of the market by media in Italy 2019



Source: The Nielsen Company Italy Srl: Macrotrend del mercato pubblicitario italiano (2019)

Nel corso del 2019, oltre il 75% degli investimenti pubblicitari, in Italia, si sono concentrati su campagne televisive e *digital*. Infatti sulla TV, che rappresenta il 41% del mercato totale, sono stati investiti €3.595 mln mentre nel mondo digitale, che rappresenta circa il 38,2% del mercato, sono stati investiti €3.349 mln. Negli ultimi anni, è possibile osservare una crescente importanza dei mezzi *digital*: gli investimenti relativi a questo segmento, nel 2018, rappresentavano una quota pari al 31,5% del totale. Nel corso del 2019 gli investimenti pubblicitari via stampa sono stati pari a €875 mln, corrispondenti al 10% circa del mercato complessivo. La radio con €439 mln rappresenta il 5% del mercato mentre le *direct mail*, con ricavi complessivi pari a €266 mln, rappresentano il 3% circa del totale. Il restante 2,9% del mercato è riconducibile ad altri mezzi.

Chart 17 - Top 10 merchandise sectors by advertising investments in Italy 2019



Source: The Nielsen Company Italy Srl: Macrotrend del mercato pubblicitario italiano (2019)

Nel mercato pubblicitario italiano, i dieci principali settori merceologici per quota di mercato, nel 2019, sono stati: alimentari (14,9%), automobili (11,5%), distribuzione (7,5%), farmaceutici e sanitari (7%), bevande e alcolici (5,5%), telecomunicazioni (5,2%), cura della persona (5%), *media* e editoria (4,5%), abbigliamento (4,1%) e abitazione (3,9%). Secondo i dati elaborati da Nielsen, nel corso del 2019 vi è stata una riduzione dei ricavi generati da nove di queste dieci

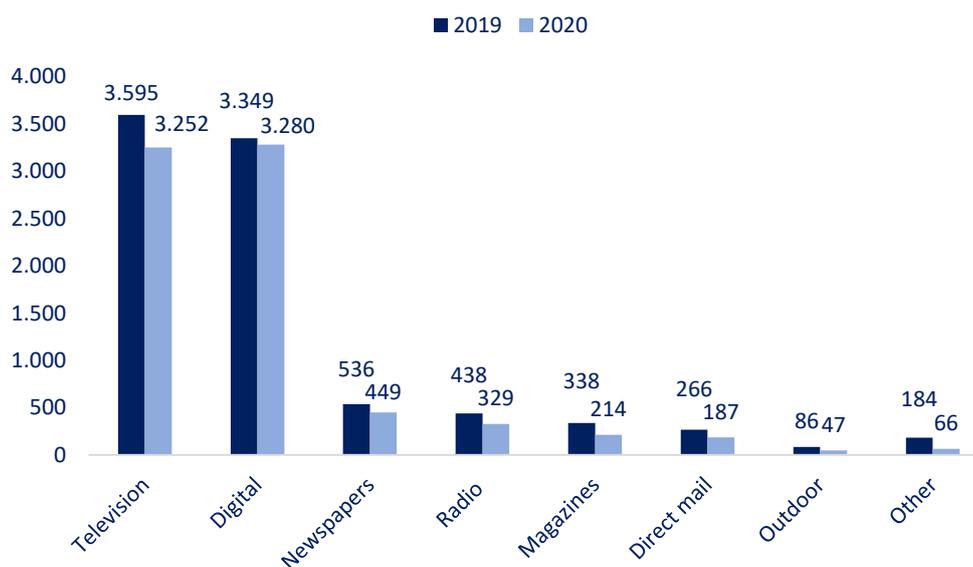
categorie merceologiche. Il settore degli alimentari mostra una decrescita del 3,5%, quello delle automobili del 6,8%, quello farmaceutico e sanitario dello 0,4%, quello delle bevande e alcolici del 5,7%, quello delle telecomunicazioni del 13,8%, quello della cura della persona del 6,3%, quello dei *media* e dell'editoria dell'8,9%, quello dell'abbigliamento del 10,2% e quello dell'abitazione del 3,9%. L'unico settore a ottenere una performance positiva è stato quello della distribuzione (+4,9%).

3.2 Mercato Pubblicitario: Impatto Covid 19

La decrescita economica derivante dalla pandemia Covid 19 ha avuto effetti anche sul mercato pubblicitario mondiale e nazionale. Il mercato dell'*advertising* italiano ha chiuso il mese di dicembre 2020 con un incremento del 3,8% rispetto allo stesso mese del 2019, portando il calo annuale dei ricavi di settore ad 11% rispetto all'anno precedente.

Nel corso del 2020 il mercato ha perso in totale €968 mln. Dopo i primi due mesi di crescita, il primo *lockdown* (marzo - giugno) ha procurato una perdita del 33%, il secondo (ottobre - dicembre) una perdita dell'1%: questa differenza testimonia una buona propensione al ritorno agli investimenti pubblicitari, soprattutto nei settori in minore sofferenza, nella seconda parte dell'anno.

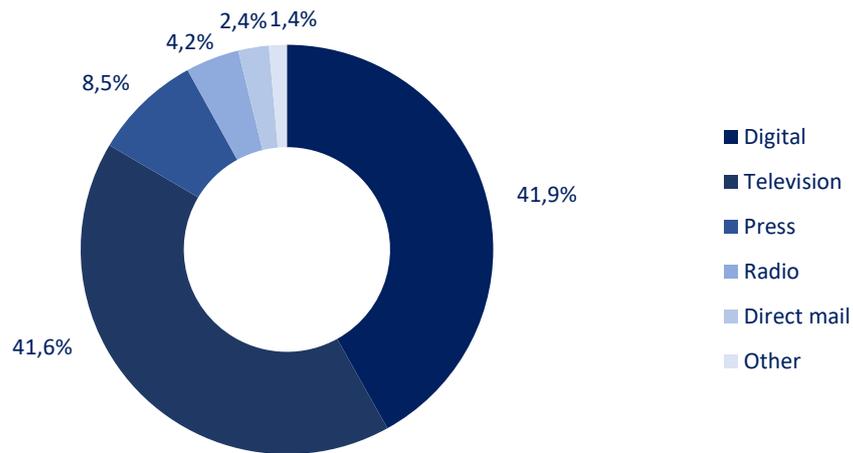
Chart 18 - Changes in media advertising in Italy 2020 (Data in € mln)



Source: The Nielsen Company Italy Srl; Macrotrend del mercato pubblicitario italiano (2020)

Sulla base delle stime realizzate da Nielsen, a dicembre 2020 i ricavi generati dall'intero universo *del web advertising*, comprendente *search*, *social*, *classified* (annunci sponsorizzati) e i cosiddetti *Over The Top* (OTT), hanno segnato una crescita del 10,1%, consentendo di mitigare la perdita complessiva per il 2020 (2,1%). I ricavi pubblicitari della televisione hanno chiuso in calo del 9,5%, passando da €3.595 mln a €3.252 mln. I quotidiani hanno ridotto i ricavi di €87 mln, corrispondente ad un calo del 16,2%. La radio è passata da €438 mln a €329 mln (-24,9%). I periodici hanno perso €124 mln segnando un calo del 36,7%. I ricavi delle *direct mail* sono scesi di circa il 29,7%, quelli dell'*outdoor* del 45,3%, mentre quelli degli altri mezzi del 64,1%.

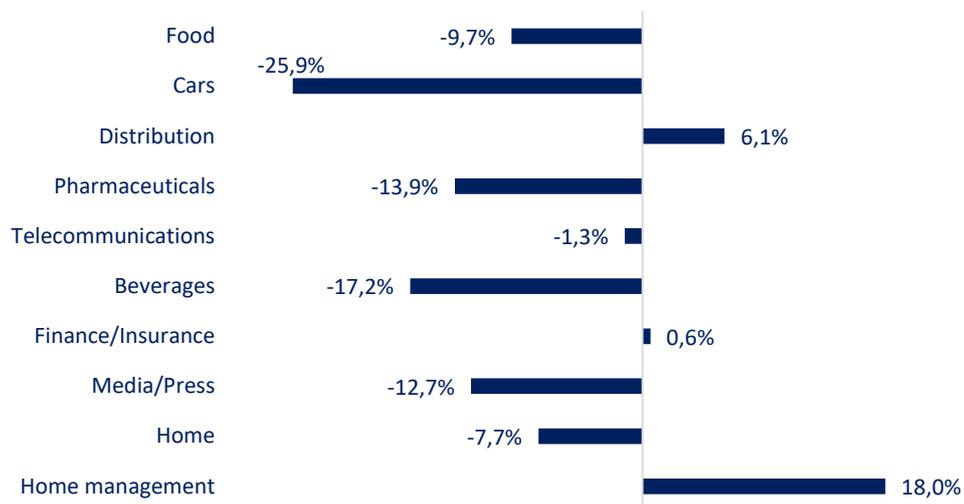
Chart 19 – Market Shares by advertising media in Italy 2020



Source: The Nielsen Company Italy Srl: Macrotrend del mercato pubblicitario italiano (2020)

Il 2020 ha sancito un evento storico per l'industria pubblicitaria italiana, infatti, per la prima volta, il digitale ha raggiunto una quota di mercato (41,9%) superiore a quella della televisione (41,6%), andando ad accelerare un trend già in atto da qualche anno. La stampa è passata da una quota del 10% ad una dell'8,5%, mentre la radio è passata da una quota del 5% ad una del 4,2%. Infine, le *direct mail* hanno perso una quota dello 0,6% e gli altri mezzi dell'1,5%, arrivando rispettivamente ad una quota del 2,4% e dell'1,4%. Si è assistito quindi ad una diversa allocazione delle spese pubblicitarie dai principali mezzi di comunicazione verso quelli digitali.

Chart 20 – Top 10 merchandise sectors by advertising investments in Italy 2020



Source: The Nielsen Company Italy Srl: Macrotrend del mercato pubblicitario italiano (2020)

Nel 2020, nel mercato pubblicitario italiano, i 10 settori con maggiore incidenza sui ricavi sono stati: alimentari (15,7%), automobili (10%), distribuzione (9,3%), farmaceutici e sanitari (7,1%), telecomunicazioni (6,1%), bevande e alcolici (5,4%), finanza e assicurazioni (4,7%), *media* e editoria (4,5%), abitazione (4,2%) e gestione casa (4,2%). Si nota come la performance migliore sia stata ottenuta dal comparto gestione casa, con una crescita del 18%. Segue il settore della distribuzione con una crescita del 6,1% e poi il settore finanziario assicurativo con una crescita

dello 0,6%. Analizzando le performance peggiori, il comparto automobilistico mostra un calo del 25,9%, mentre il settore merceologico bevande e alcolici mostra un calo del 17,2%. Il settore farmaceutico chiude il 2020 con un calo del 13,9%. Performance negativa anche per i *media* e l'editoria che segnano un calo del 12,7%. Segue poi il comparto alimentare con un calo del 9,7% e quello abitativo con un calo del 7,7%. Il settore dell'abbigliamento nel 2019 rappresentava il 4,1% del mercato, mentre nel 2020 non rientra più tra i dieci maggiori settori merceologici avendo perso una quota di mercato dell'1% circa.

3.3 Risparmio e Fiducia dei Risparmiatori

Chart 21 - Trends in bank deposits Sept. 2019 - Sept. 2020 in Italy (Data in € mld)



Source: Elaborazione Ufficio Studi ABI su dati Banca d'Italia e SI-ABI (ottobre 2020)

In Italia i depositi da clientela residente a settembre 2020 sono aumentati, rispetto a settembre 2019, di oltre €125 mld (8,0% su base annua). Si nota come, da gennaio 2020 a settembre 2020, il risparmio dei consumatori sia notevolmente aumentato con una crescita complessiva pari a €119 mld. L'aumento è stato probabilmente accentuato dall'avvento della pandemia che ha inciso sulle aspettative future dei consumatori, i quali hanno adottato un atteggiamento più prudente, innalzando la loro quota di risparmio mensile.

Chart 22 - Trends in consumer confidence Nov. 19 - Nov. 20 in Italy

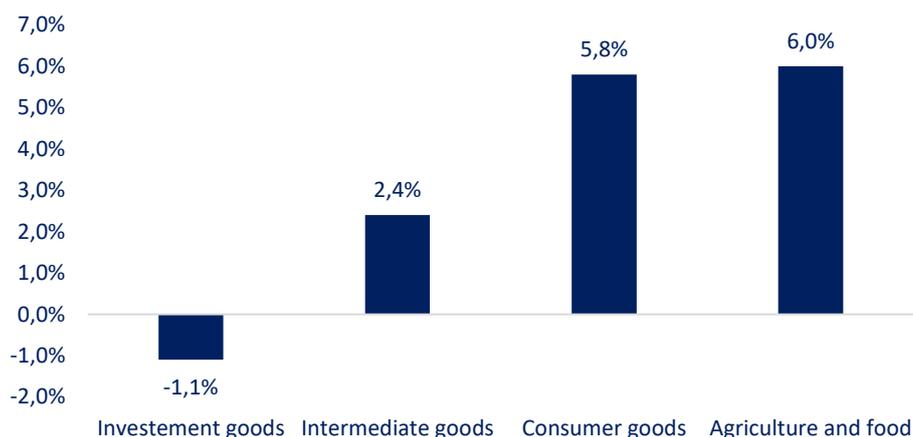


Source: Istat «Fiducia dei consumatori e delle imprese» (novembre 2019 / novembre 2020)

A novembre 2020 il peggioramento dell'emergenza sanitaria ha influenzato la fiducia sia delle imprese sia dei consumatori. Con riferimento alle imprese, l'impatto negativo è stato ampio per il settore dei servizi, dove si registrano giudizi estremamente negativi e una caduta delle aspettative, soprattutto nel comparto turistico. Per l'industria e il commercio al dettaglio, invece, l'effetto è stato più contenuto. Si nota, comunque, che l'indice di fiducia a novembre 2020 è superiore di 3,3 punti rispetto a quello di maggio 2020, data in cui era stato raggiunto il minimo annuale.

3.4 Export Italiano

Chart 23 – Italian export trend 2019

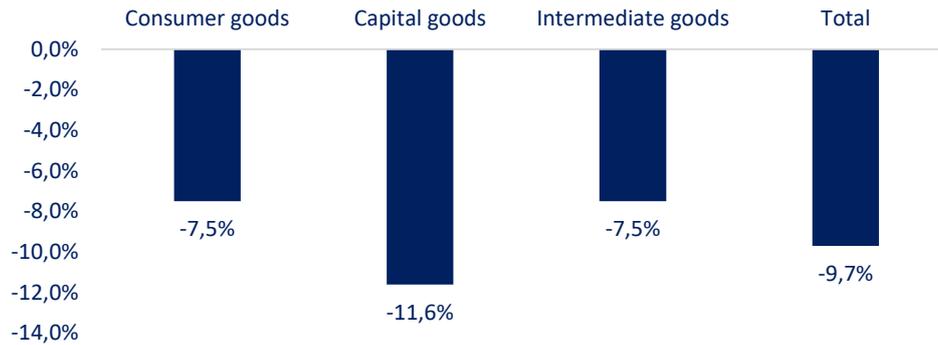


Source: Sace-Simest: Rapporto Export 2020

Il valore delle esportazioni italiane di beni ha continuato a crescere nel 2019, per il decimo anno consecutivo, attestandosi a €476 mld, con un incremento del 2,3% su base annua. Questa dinamica positiva, seppur in rallentamento rispetto a quanto registrato nel 2018 (+3,6%), è stata determinata esclusivamente dalla crescita dei valori medi unitari (+3,1%), mentre i volumi hanno registrato una lieve flessione (-0,8%). In altri termini, la tenuta del valore dell'export

italiano, in una fase negativa per gli scambi mondiali, è attribuibile a un effetto prezzo, evidenziando la capacità di posizionamento del *Made in Italy* nei mercati esteri. I beni agricoli e alimentari hanno ottenuto la performance migliore (+6%) e rappresentano il 10% del mercato totale, seguono i beni di consumo (+5,8%) con un peso del 23%. I beni intermedi hanno ottenuto una crescita del 2,4% e rappresentano il 29% del mercato totale, infine i beni d'investimento hanno subito una performance negativa (-1,1%) e rappresentano la quota di mercato maggiore con un peso del 38%.

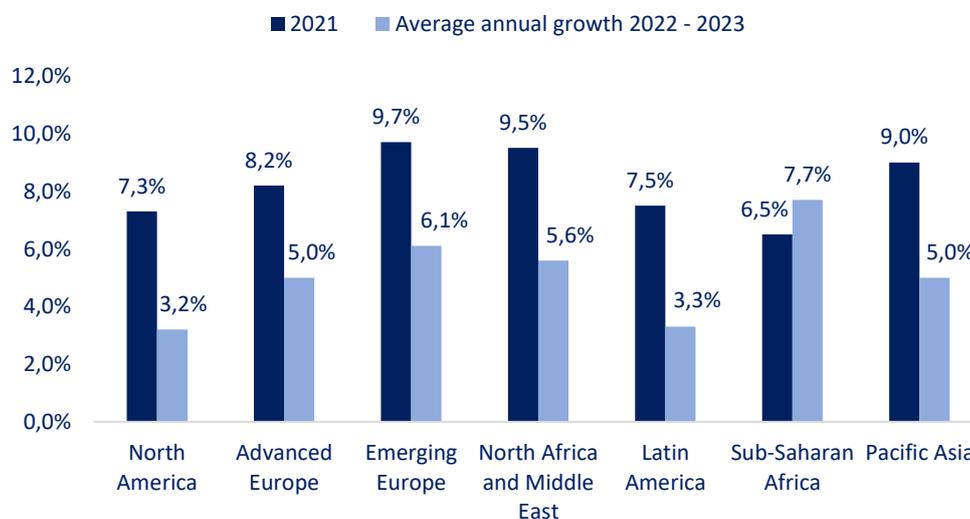
Chart 24 - Italian export trend 2020



Source: Sace-Simest: Update Rapporto Export 2020

Il 2020 si chiude con le esportazioni in calo del 9,7% rispetto al 2019: dato peggiore dalla crisi del 2009, ma comunque migliore rispetto alle attese (-11,3% era la precedente previsione di SACE). I settori maggiormente colpiti dallo *shock* pandemico sono stati: tessile e abbigliamento (-19,5%), meccanica strumentale (-12,6%) e legno e carta (-11,7%). Si nota che la flessione risulta relativamente più contenuta per i beni intermedi (-7,5% rispetto al 2019). Andamento analogo per i beni di consumo (-7,5%), supportati dai beni non durevoli (-6,5%) il cui andamento è stato influenzato positivamente dalla performance di alimentari e bevande e dei prodotti farmaceutici. A dicembre i beni di consumo durevoli hanno mostrato segnali di ripresa (+6,7% dic. 20 vs. dic. 19), pur rimanendo in forte contrazione nella media dell'intero anno (-12%). Più marcato, invece, il calo per i beni strumentali (-11,6%).

Chart 25 - Export forecast 2021 - 2023



Source: Sace-Simest: Rapporto Export 2020

Si stima che le esportazioni saranno generalmente positive sia per l'anno 2021 sia per il biennio 2022 - 2023. In dettaglio si prevede che l'export verso il Nord America aumenterà del 7,3% nel 2021 e del 3,2% annuo nel 2022 e 2023. Verso l'Europa avanzata si prevede un aumento dell'8,2% (2021) e del 5% annuo (2022 - 2023). Per quanto riguarda l'export verso l'Europa emergente le stime indicano un aumento del 9,7% nel 2021 e del 6,1% annuo per il biennio successivo. La crescita attesa dell'export verso il Nord Africa e il Medio Oriente è pari al 9,5% nel 2021 e al 5,6% annuo per il 2022 e per il 2023. L'export italiano verso l'America Latina è previsto in crescita del 7,5% nel 2021 e successivamente del 3,3% annuo per il biennio successivo. L'export verso l'Africa Subsahariana è previsto in aumento del 6,5% (2021) e del 7,7% annuo (2022 - 2023). Infine per l'export verso l'Asia-Pacifico, è previsto un aumento del 9% per il 2021 e del 5% annuo per il biennio 2022 - 2023.

3.5 Arredamento

Il mercato dell'arredo è sostenuto in linea generale dalla spesa dei consumatori, che, a sua volta, dipende da molteplici variabili come: reddito pro-capite, livello di indebitamento delle famiglie, e aspettative dei consumatori. Il costante aumento del reddito disponibile e il conseguente aumento degli standard di vita sono responsabili della continua crescita del mercato e della domanda. Il mercato dell'arredo è divisibile in sette segmenti: soggiorno e sala da pranzo, camera da letto, cucina, plastica e altro, ufficio, lampade e illuminazione, e copertura del pavimento. Il numero crescente di utenti di internet e di *smartphone* ha cambiato: il comportamento dei consumatori, i canali di vendita e il panorama della vendita al dettaglio. Infatti, il mercato *Consumer adopted online shopping and furniture* risulta in rapida espansione.

Chart 26 - Global furniture market trend 2012 - 2019 (Data in € bln)

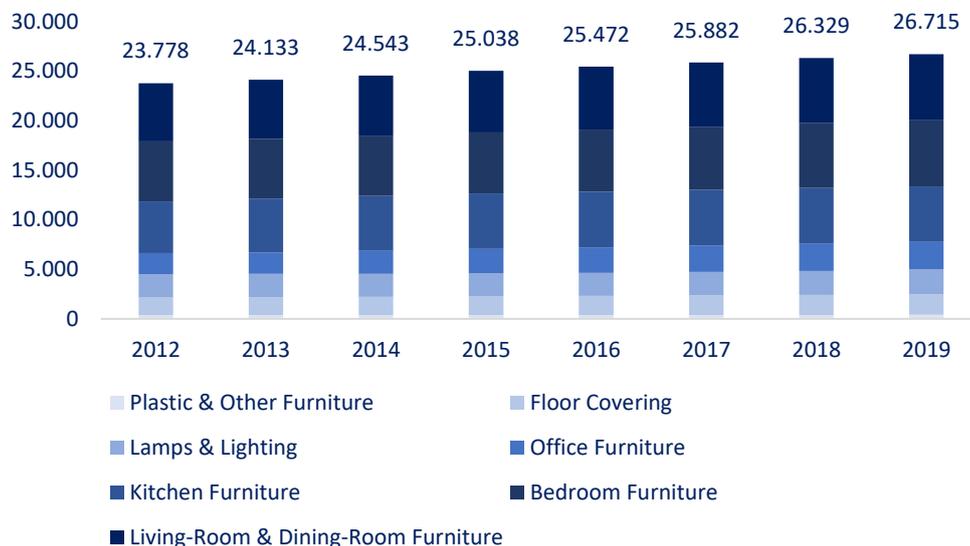


Source: Statista, Consumer Market Outlook, Furniture Market

Nel periodo 2012 - 2019 i ricavi complessivi del mercato globale dell'arredo sono passati da €834 mld a €1.163 mld (CAGR 12 - 19: 4,9%). Si nota come in tutti gli anni il segmento *living-room & dining-room* abbia generato la maggior quota di ricavi del mercato, arrivando al 32% sul totale nel 2019, con un CAGR 12 - 19 del 5,6%. Il secondo segmento, in termini dimensionali, è quello dei mobili per la camera da letto, con una quota pari al 21,7% del totale nel 2019 e un CAGR 12 - 19 del 4,5%. Il segmento lampade e illuminazione, con una quota di mercato pari al

15,2%, è cresciuto nel periodo 2012 - 2019 ad un CAGR del 4,9%. Il comparto cucina che rappresenta circa il 10,8% del mercato totale, è passato da €99 mld a €126 mld (CAGR 12 - 19: 3,5%). I restanti tre segmenti rappresentano circa il 20% del mercato e cumulativamente hanno ottenuto un CAGR pari a 4,8% tra il 2012 e il 2019.

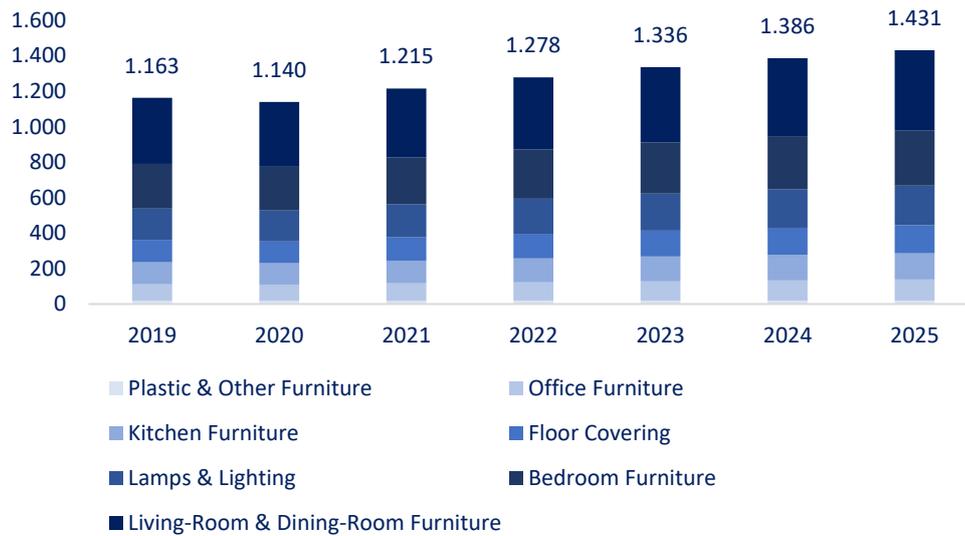
Chart 27 - Italian furniture market trend 2012 - 2019 (Data in € mln)



Source: Statista, Consumer Market Outlook, Furniture Market

Nel periodo 2012 - 2019 i ricavi complessivi del mercato dell'arredo italiano sono passati da €23.778 mln a €26.715 mln (CAGR 12 - 19: 1,7%). In Italia, nel periodo 2014 - 2019, il segmento con il maggior peso sul totale del mercato è stato quello relativo all'arredamento del soggiorno e della sala da pranzo, che ha chiuso il 2019 con una quota di mercato pari al 25% e ha conseguito una crescita caratterizzata da CAGR 12 - 19 pari a 1,9%. Il secondo segmento, in termini di quota di ricavi generati sul totale, è relativo alla vendita di mobili per la camera da letto, con una quota di mercato, nel 2019, pari a 24,9%. Questo comparto, tra il 2012 e il 2019, ha registrato un CAGR dell'1,4%. Il comparto della cucina rappresenta il 21,1% del mercato ed è passato da un valore di €5.235 mln nel 2012 ad un valore di €5.632 mln nel 2019 (CAGR 12 - 19: 1,1%).

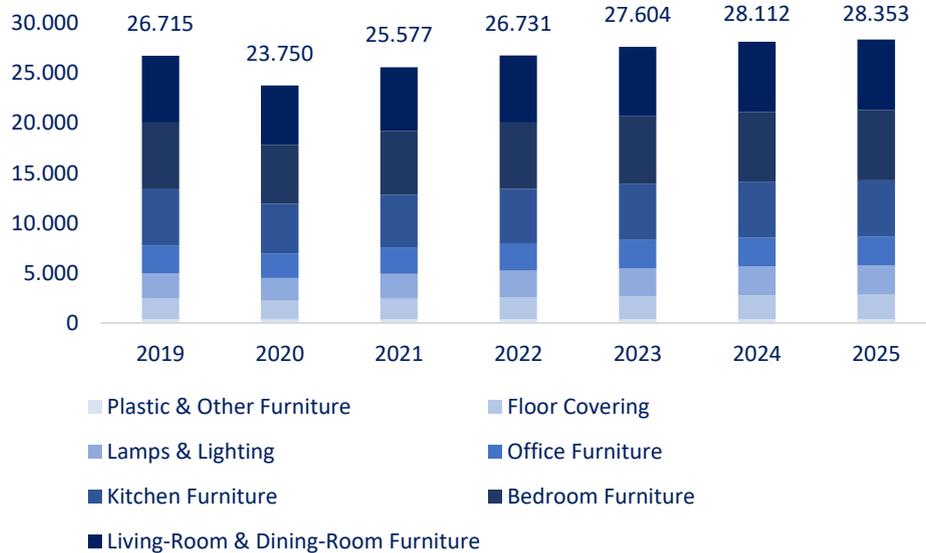
Chart 28 - Global furniture market forecasts 2019 - 2025 (Data in € bln)



Source: Statista, Consumer Market Outlook, Furniture Market

Secondo i dati elaborati da Statista, a seguito della contrazione dei ricavi, riscontrata a livello globale nel 2020 a causa dello shock pandemico, ci si attende che il mercato torni a crescere a partire dal 2021, con un CAGR 21 - 25: del 4,2%. Secondo le stime, i tre principali settori, a livello globale, in termini di quota di mercato, nel 2025, continueranno ad essere: *living-room & dining-room* (31,7%), *bedroom* (21,6%) e *lamps & lighting* (15,7%).

Chart 29 – Italian furniture market forecasts 2019 - 2025 (Data in € mln)



Source: Statista, Consumer Market Outlook, Furniture Market

Il mercato italiano dell'arredo ha subito una contrazione maggiore dei ricavi nel 2020 (-11,1%) rispetto al mercato globale (-2,0%). Per i prossimi anni, si prevede che anche il mercato italiano possa tornare a crescere a partire dal 2021, raggiungendo nel 2025 un controvalore di €28.353 mln. Secondo le stime i tre principali settori, a livello italiano, in termini di quota di mercato, nel 2025, continueranno ad essere: *living-room & dining-room* (24,9%), *bedroom* (24,7%) e *kitchen* (19,8%).

Nel contesto attuale si identificano alcuni *key drivers* della ripresa e della crescita attesa:

- Digitalizzazione del processo di progettazione e produzione che consente una maggiore flessibilità nel generare soluzioni innovative e una maggiore capacità di adattarsi a eventuali variazioni di scenario, anche le più atipiche;
- E-commerce: durante il 2020 la vendita online, accompagnata da consulenti da remoto, ha permesso a molte società di continuare la vendita dei propri prodotti, contrastando in parte la perdita derivante dalla chiusura dei negozi fisici. Nei prossimi cinque anni si prevede una forte crescita a livello globale di acquisti di arredamento online (CAGR: 13%);
- Nuove opportunità legate alla necessità di ripensare agli spazi di vita, di lavoro e del tempo libero con prodotti di arredo *eco-friendly*, *tailor made* e multifunzionali per rispondere alle esigenze di sicurezza dei consumatori, alla loro propensione alla sostenibilità, al riuso e riciclo dei materiali;
- A livello italiano, ci si attende una crescita delle esportazioni dei prodotti *Made in Italy*, soprattutto come conseguenza del calo subito dalle stesse nel corso del 2020 a seguito della pandemia Covid 19.

4. Posizionamento Competitivo

Table 1 – Main Competitor (2019 data)

	VoP	EBITDA	EBITDA Margin	EBIT	EBIT Margin	Net Income	Net Income Margin	NFP	NFP/EBITDA
SeCom Group	115,37	3,41	3,0%	3,10	2,7%	2,37	2,1%	11,04	3,2x
AdvDeal	9,71	0,79	8,1%	0,73	7,5%	0,54	5,6%	-2,22	N/A
PublImethod	27,32	0,00	0,0%	-1,88	-6,9%	-1,93	-7,1%	13,13	N/A
Atlas Group	14,66	0,34	2,3%	0,31	2,1%	0,18	1,2%	0,65	1,9x
MEDIAN	20,99	0,57	2,6%	0,52	2,4%	0,36	1,6%	5,85	2,6x
Acquazzurra	24,31	0,78	3,2%	0,61	2,5%	0,32	1,3%	-0,12	N/A

Source: AIDA, elaborazione Integrae SIM

Nello svolgimento del proprio business, la Società compete con alcuni importanti *player* del mercato italiano, in ambito *bartering*.

Il Gruppo vanta alcuni importanti elementi distintivi:

- **Qualità.** La Società si interfaccia con clienti e fornitori di elevato *standing*, questo permette di essere *leader* per qualità nel mondo del *bartering*;
- **Internazionalità.** Acquazzurra vanta un *network* di agenti, compratori e grossisti in numerosi paesi del mondo, tra i quali: Francia, Germania, Polonia, Serbia, Regno Unito e Ucraina;
- **Know-how ed expertise.** La Società vanta conoscenza del mercato pubblicitario nazionale e oltre quindici anni di operatività in tutti i settori chiave, grazie anche ad anni di lavoro ad alti livelli presso editori e concessionari da parte dei fondatori;
- **Credibilità.** La Società ha la possibilità di acquistare campagne, senza la richiesta di pagamenti anticipati, con ottime condizioni economiche e grande collaborazione da parte degli editori per l'acquisizione di nuovi inserzionisti di alto *standing*;
- **Opportunità globali.** Grazie anche alla fama del Direttore Artistico di R10, il portafoglio ordini vanta controparti sul mercato russo;
- **Customer loyalty.** La Società è in grado di creare con i clienti finali un rapporto proficuo e continuativo: ciò è reso possibile dall'iscrizione a Acquazzurra Club, all'interno del quale ciascun socio viene seguito nei propri acquisti da un *account* di riferimento. I clienti sono dunque in grado di riconoscere la differenza di qualità rispetto ad altri operatori;
- **Molteplici canali di vendita.** Al fine di ottimizzare il processo di vendita Acquazzurra ha organizzato quattro canali di vendita: dettaglio (Aclub e showroom R10), mercato promozionale, mercato all'ingrosso ed e-commerce;
- **Attenzione al cliente.** Trattando con clienti di elevato *standing*, la Società è in grado di rispettare al meglio le caratteristiche di posizionamento del marchio e, a tal fine, concorda con l'inserzionista il canale di vendita più adatto per ogni prodotto;
- **Multisetorialità e specializzazione.** La Società opera in diversi settori, fra i quali: arredamento, *life-style*, tecnologia, *food&wine* e *automotive*. All'interno dei settori, Acquazzurra è in grado di mantenere un elevato livello di specializzazione grazie alla presenza di *account* dedicati;
- **Minimizzazione dei rischi.** La Società lavora come una vera e propria agenzia di pubblicità, ma senza sostenere alcun rischio di invenduto pubblicitario: acquista solo spazi pianificati in base alle esigenze dei clienti.

4.1 Swot

Strengths:

- *Know-how ed expertise* nel mercato pubblicitario;
- Storicità di alcuni importanti clienti;
- Offerta di alta qualità rispetto ai *competitor*;
- Grandi competenze nelle figure chiave degli *account*;
- Contributo dell'Architetto Caimi per lo sviluppo del progetto R10.

Weaknesses:

- Marginalità limitata a causa della vendita della maggior parte delle merci attraverso il canale all'ingrosso;
- Dipendenza da alcuni specifici settori;
- Alta concentrazione dei ricavi nei confronti dei maggiori clienti.

Opportunities:

- Maggior utilizzo del canale di vendita e-commerce e conseguente aumento della marginalità;
- Opportunità di sviluppo del business all'estero;
- Replicabilità del modello R10.

Threats:

- Riduzione degli investimenti pubblicitari, anche in relazione alla crisi derivante dalla pandemia Covid-19;
- Possibile perdita di importanti clienti.

5. Economics & Financials

Table 2 – Economics & Financials*

INCOME STATEMENT (€/mIn)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Revenues	24,24	12,19	25,15	30,20	39,40
Other Revenues	0,07	0,06	0,05	0,50	0,05
Value of Production	24,31	12,25	25,20	30,70	39,45
COGS	19,93	9,25	21,20	25,25	32,80
Services	2,48	1,72	2,10	2,50	3,30
Use of assets owned by others	0,23	0,21	0,25	0,30	0,35
Employees	0,67	0,61	0,60	0,70	0,90
Other Operating Expenses	0,23	0,10	0,05	0,05	0,05
EBITDA Adj.	0,77	0,36	1,00	1,90	2,05
<i>EBITDA Adj. Margin</i>	3,2%	2,9%	4,0%	6,2%	5,2%
Extraordinary Items	0,01	0,45	0,00	0,00	0,00
EBITDA	0,78	0,81	1,00	1,90	2,05
<i>EBITDA Margin</i>	3,2%	6,6%	4,0%	6,2%	5,2%
D&A	0,17	0,08	0,45	0,55	0,55
EBIT	0,61	0,72	0,55	1,35	1,50
<i>EBIT Margin</i>	2,5%	5,9%	2,2%	4,4%	3,8%
Financial Management	(0,01)	(0,01)	(0,01)	(0,01)	(0,01)
EBT	0,60	0,71	0,54	1,34	1,49
Taxes	0,28	0,18	0,20	0,50	0,55
Net Income	0,32	0,53	0,34	0,84	0,94
BALANCE SHEET (€/min)					
Fixed Assets	1,60	2,01	2,45	2,20	1,80
Account receivable	0,37	0,87	1,10	1,25	1,60
Inventories	1,93	2,52	2,55	2,90	3,65
Account payable	2,78	2,02	2,35	2,80	3,60
Operating Working Capital	(0,49)	1,38	1,30	1,35	1,65
Other receivable	0,72	0,36	0,10	0,15	0,15
Other payable	0,24	0,54	0,60	0,70	0,80
Net Working Capital	(0,00)	1,19	0,80	0,80	1,00
Severance Indemnities & Other Provisions	0,18	0,19	0,20	0,25	0,30
NET INVESTED CAPITAL	1,42	3,02	3,05	2,75	2,50
Share Capital	0,01	0,01	0,06	0,06	0,06
Reserves	1,21	1,52	4,04	4,38	5,22
Net Income	0,32	0,53	0,34	0,84	0,94
Equity	1,54	2,06	4,44	5,28	6,22
Cash & Cash Equivalent	0,65	0,84	2,24	2,78	3,87
Financial Debt	0,52	1,80	0,85	0,25	0,15
Net Financial Position	(0,12)	0,96	(1,39)	(2,53)	(3,72)
SOURCES	1,42	3,02	3,05	2,75	2,50
CASH FLOW (€/min)					
EBIT		0,72	0,55	1,35	1,50
Taxes		0,18	0,20	0,50	0,55
NOPAT		0,54	0,35	0,85	0,95
D&A and Extraordinary Items		0,53	0,45	0,55	0,55
Change in receivable		(0,51)	(0,23)	(0,15)	(0,35)
Change in inventories		(0,59)	(0,03)	(0,35)	(0,75)
Change in payable		(0,77)	0,34	0,45	0,80
Change in others		0,67	0,32	0,05	0,10
<i>Change in NWC</i>		<i>(1,20)</i>	<i>0,39</i>	<i>(0,00)</i>	<i>(0,20)</i>
Change in provisions		0,01	0,01	0,05	0,05
OPERATING CASH FLOW		(0,11)	1,21	1,45	1,35
Capex		(0,50)	(0,89)	(0,30)	(0,15)
FREE CASH FLOW		(0,61)	0,32	1,15	1,20
Financial Management and Extraordinary Items		(0,46)	(0,01)	(0,01)	(0,01)
Change in Financial Debt		1,28	(0,95)	(0,60)	(0,10)
Change in Equity		(0,01)	2,04	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY		0,19	1,40	0,54	1,09

*2019A Pro-forma

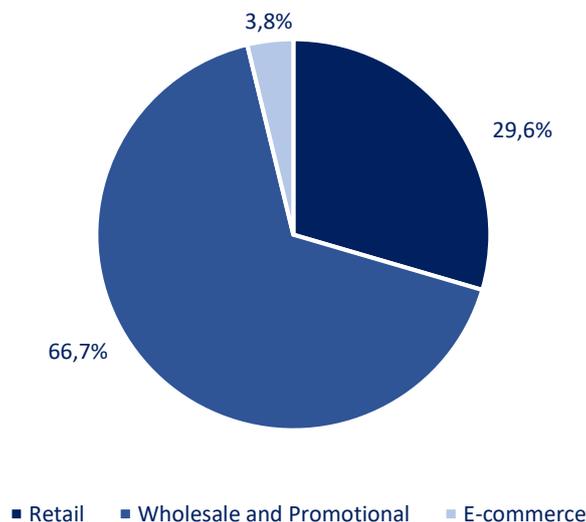
Source: stime Integrae SIM

5.1 FY20A Results

Nel corso del 2020, il business di Acquazzurra è stato penalizzato dalla pandemia Covid 19 a causa: della chiusura di Aclub e dello *showroom* R10 in fase di *lockdown*, dalla cancellazione della Fiera del Mobile e dalla sospensione della vendita di alcune categorie merceologiche in negozio in determinati momenti dell'anno. In risposta a questi eventi, il Gruppo ha implementato la vendita e-commerce, richiesto la cassa integrazione al fine di diminuire i costi e sottoscritto finanziamenti a medio lungo termine per migliorare la propria liquidità.

Il Gruppo ha chiuso il 2020A con ricavi pari a € 12,2 mln, rispetto a € 24,2 del 2019A. Come detto, la riduzione dei ricavi è imputabile principalmente agli effetti delle misure restrittive emanate in risposta alla diffusione della pandemia Covid 19. Rispetto al 2019, si osserva una riduzione dei ricavi da cessioni di spazi pubblicitari in ognuna delle aree merceologiche presidiate. Inoltre risulta particolarmente rilevante l'assenza nel 2020 di campagne pubblicitarie legate al settore *automotive*, le quali avevano generato oltre il 30% dei ricavi da cessione spazi pubblicitari nel 2019.

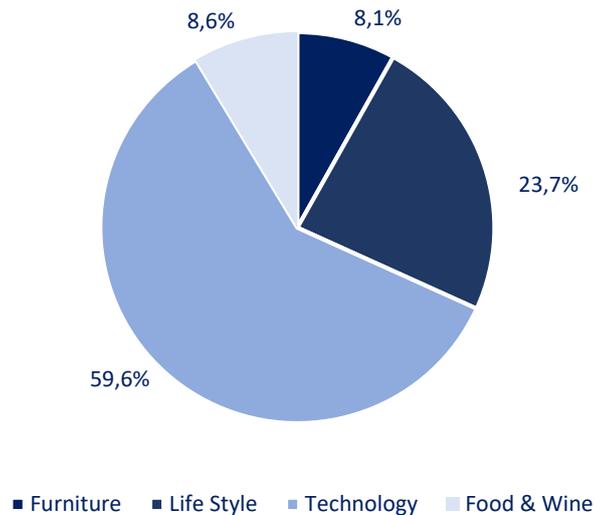
Chart 30 – Products Revenues Breakdown by Sale Channel



Source: Acquazzurra

Per quanto riguarda i ricavi derivanti dalla cessione di beni, pari a € 4,95 mln: una quota pari al 29,6% risulta riconducibile alla vendita al dettaglio (25,5% nel 2019), una quota pari al 66,7% alla vendita all'ingrosso (74,5% nel 2019) e il restante 3,8% all'e-commerce (0% nel 2019). Rispetto agli anni precedenti, è importante sottolineare l'introduzione della vendita *e-commerce*.

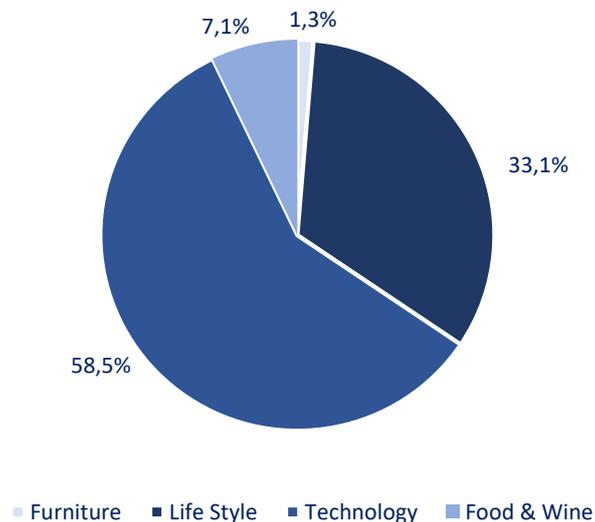
Chart 31 – Products Revenues Breakdown by Category



Source: Acquazzurra

Per quanto riguarda i ricavi derivanti dalla cessione di beni, pari a € 4,95 mln: una quota pari all'8,1% risulta riconducibile all'arredamento (4% nel 2019), una quota pari al 23,7% al *life style* (13% nel 2019), una quota pari al 59,6% a prodotti *technology* (36% nel 2019) e il restante 8,6% al Food and Wine (5% nel 2019). Rispetto agli anni precedenti, non sono stati generati ricavi nel settore *automotive* che pesava il 42% circa nel 2019.

Chart 32 – Advertising Revenues Breakdown by Category



Source: Acquazzurra

Per quanto riguarda i ricavi derivanti dalla cessione di spazi pubblicitari, pari a € 7,21 mln: una quota pari all'1,3% risulta riconducibile all'arredamento (4% nel 2019), una quota pari al 33,1% al *life style* (23% nel 2019), una quota pari al 58,5% a prodotti *technology* (35% nel 2019) e il restante 7,1% al Food and Wine (5% nel 2019). Rispetto agli anni precedenti, non sono stati generati ricavi nel settore *automotive* che pesava il 34% circa nel 2019.

Il calo dei ricavi del 2020 ha causato una diminuzione dell'EBITDA Adj. che passa da € 0,77 mln a € 0,36 mln. La marginalità mostra una leggera diminuzione passando dal 3,2% al 2,9%. Il calo contenuto della marginalità rispetto alla significativa diminuzione dei ricavi è stato possibile grazie ad una buona gestione della struttura dei costi. Oltre al fisiologico calo dei costi per beni acquistati (nei quali rientra la valorizzazione delle merci ottenute come contropartita), infatti, si osserva un calo dei costi per servizi riconducibile ad una riduzione delle spese di rappresentanza, una riduzione dei costi del personale riconducibile all'utilizzo della cassa integrazione e ad una riduzione degli altri oneri operativi che nel 2019 erano caratterizzati dalla presenza di oneri non ricorrenti. Oltre a questo, si osserva una diminuzione dell'incidenza sui ricavi dei costi di acquisto di materie prime in ragione di una maggior incidenza dei ricavi provenienti da cessione di spazi pubblicitari. Si registra, infatti, l'aumento di campagne pubblicitarie a fronte delle quali non è stato possibile ricevere entro la fine dell'anno la merce da rivendere. L'EBITDA, invece, cresce da € 0,78 mln (EBITDA Margin 3,2%) a € 0,81 mln (EBITDA Margin 6,6%), in virtù di sopravvenienze attive dovute principalmente a costi iscritti negli anni precedenti, per i quali non è mai avvenuta l'effettiva manifestazione.

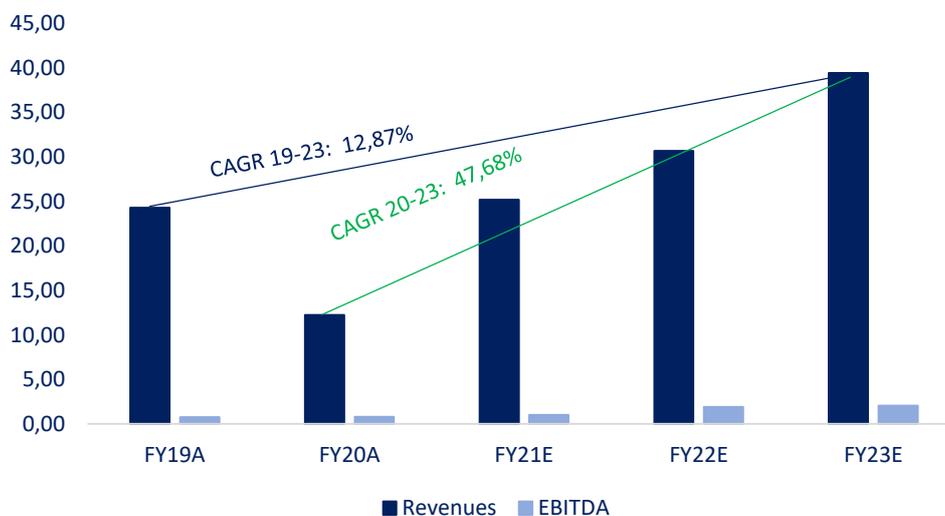
Nel 2020, la Società, sfruttando il D.L. 104/2020, ha sospeso gli ammortamenti di esercizio. In ragione di tale sospensione, l'EBIT passa da € 0,61 mln (EBIT Margin 2,5%) a € 0,72 mln (EBIT Margin 5,9%). In crescita anche il Net Income da € 0,32 mln a € 0,53 mln.

A livello di circolante si osserva una significativa crescita del capitale circolante netto, infatti, a fronte dei servizi pubblicitari resi nei primi mesi dell'anno, non è stata ritirata la merce a causa delle chiusure forzate, mentre il Gruppo ha deciso di continuare con il pagamento dei propri fornitori strategici. Si sottolinea, inoltre, un livello significativo di concentrazione del fatturato negli ultimi mesi dell'anno.

A livello di Capex, il Gruppo ha sostenuto investimenti per: l'acquisizione del 10% di R10, il completamento di alcuni progetti di sviluppo, spese di impianto e ampliamento e costi per lo sviluppo di arredi.

Alla luce delle variazioni di circolante e della voce Capex, il Gruppo ha deciso di dotarsi di ulteriori risorse finanziarie, facendo ricorso a finanziamenti bancari in parte garantiti anche dallo Stato. Per questo motivo, la PFN mostra un peggioramento da - € 0,12 mln a € 0,96 mln.

5.2 FY21E – FY23E Estimates

Chart 33 – VoP, EBITDA19A-23E


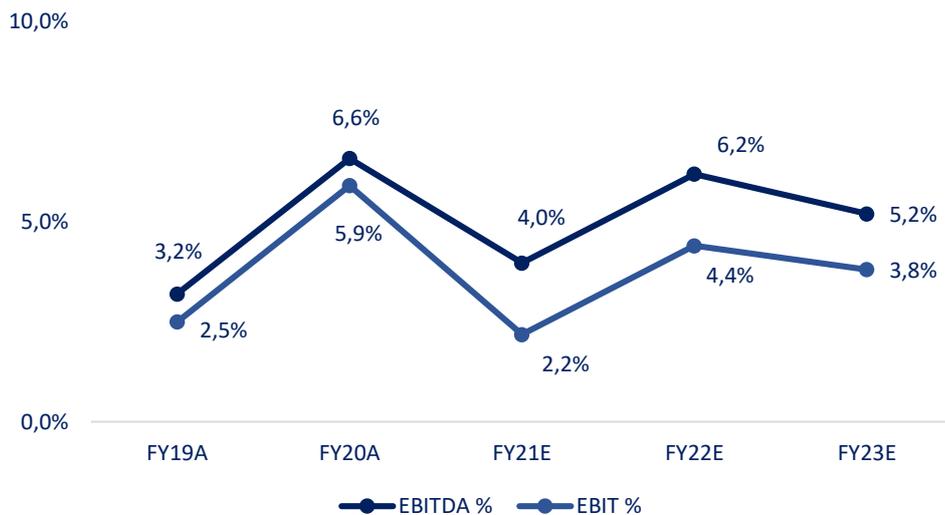
Source: elaborazione Integrae SIM

Per i prossimi anni, ci aspettiamo un incremento del valore della produzione che, secondo le nostre stime, passerà da € 12,25 mln del 2020A a € 39,45 mln del 2023E (CAGR20A-23E: 47,68%), grazie ai seguenti principali *driver*:

- **Rafforzamento canale di e-commerce (Acquazzurra):** crediamo che la Società potrà sviluppare il proprio canale e-commerce con particolare focus sul mercato europeo, mediante accordi con importanti aziende multinazionali. Oltre a questo ci aspettiamo che la Società possa impegnarsi nella costruzione di una struttura qualificata nel *web marketing* con l'obiettivo di aumentare i contatti con le aziende e di sviluppare i mercati esteri;
- **Incremento del portafoglio clienti (Acquazzurra):** crediamo che la Società sarà in grado di incrementare il proprio portafoglio clienti sfruttando relazioni di lunga data nel settore pubblicitario, che generano, storicamente, circa la metà delle nuove opportunità;
- **Ripresa post Covid 19 (Acquazzurra):** crediamo che la Società e l'intero mercato del *bartering* potranno particolarmente beneficiare della ripresa delle attività post Covid 19. Infatti, le aziende inserzioniste, a causa della situazione di minore liquidità in cui si troveranno e dell'esigenza di pubblicizzare i propri prodotti in seguito al fermo, potranno usufruire sempre di più di servizi di *bartering*.
- **Rafforzamento della struttura (Acquazzurra):** crediamo che la Società sarà in grado di rafforzare la propria struttura operativa mediante personale altamente qualificato, per ampliare l'operatività e migliorare ulteriormente il servizio fornito ai propri clienti;
- **Apertura di nuovi showroom (R10):** crediamo che la Società potrà crescere replicando il proprio business anche all'estero, anche grazie ad accordi con aziende italiane operanti nel campo del design e dell'arredo;
- **Rafforzamento partnership commerciali (R10):** crediamo che la Società sarà in grado di rafforzare le proprie partnership commerciali con architetti, studi di design e *contract* esteri, sul modello di quanto già avviene in Russia.

Le nostre stime dei ricavi sono basate: su contratti già finalizzati o in fase di finalizzazione, su rapporti pluriennali tra la Società e i clienti inserzionisti e sui rapporti di partnership tra la Società e i fornitori di servizi pubblicitari. Per i prossimi anni, sulla base di quanto appena descritto, ci aspettiamo un'importante crescita dei ricavi da *automotive* grazie al ritorno all'investimento di un importante cliente (già nel corso del 2021E) e del settore *life-style* dal quale, ogni anno, si presentano sul mercato del *bartering* numerosi nuovi potenziali clienti. Crediamo, inoltre, che l'apporto dello showroom di R10 sui ricavi sarà sempre più rilevante, infatti, lo showroom è stato costituito nel mese di aprile 2019 (anno in cui non ha inciso sui ricavi per tutti e dodici i mesi) e nel 2020 è stato penalizzato dalle limitazioni imposte per contrastare la pandemia Covid 19.

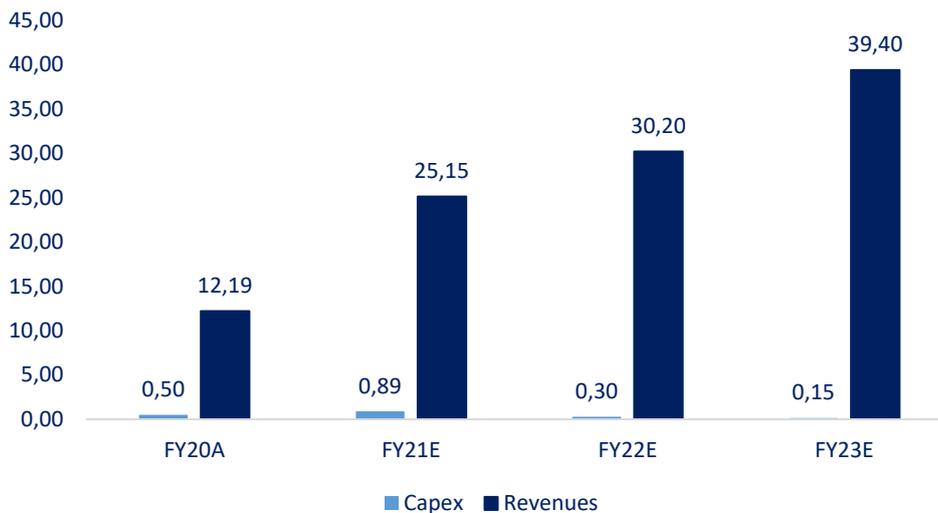
Chart 34 – EBITDA % and EBIT% 19A-23E



Source: elaborazione Integræ SIM

Allo stesso modo, ci aspettiamo un incremento dell'EBITDA, che, secondo le nostre stime, passerà da € 0,81 mln del 2020A a € 2,05 mln del 2023E. Crediamo che Acquazzurra potrà migliorare la propria marginalità negli anni di piano principalmente grazie alla crescente incidenza sul totale dei ricavi dalle vendite al dettaglio, soprattutto grazie allo sviluppo del canale di e-commerce (nato nel corso del 2020). Infatti, la marginalità generata dalle vendite al dettaglio è sistematicamente maggiore di quella generata all'ingrosso. La marginalità del 2022E beneficia anche della presenza del credito di imposta relativo ai costi di IPO, inserito nella voce *other revenues*.

Chart 35 – Revenues, Capex 20A-23E



Source: elaborazione Integræe SIM

A livello di Capex, crediamo che il Gruppo continuerà ad investire nei prossimi anni. In particolare, crediamo che gli investimenti saranno finalizzati: all’allestimento di *showroom*, all’acquisto di software, al mantenimento delle immobilizzazioni e al progetto e-commerce. Per l’anno 2021E, la voce Capex comprende i costi di IPO.

Chart 36 - NFP 19A-23E



Source: elaborazione Integræe SIM

Crediamo che la Società possa tornare a migliorare la propria NFP negli anni successivi al 2020A, grazie ai flussi di cassa positivi generati dalla gestione caratteristica. La NFP mostra un sensibile miglioramento nel corso dell’anno, grazie alla raccolta derivante dall’operazione di IPO.

Per quanto riguarda le stime dei giorni di incasso dei crediti commerciali, ci siamo basati sulla media contrattuale dei clienti all’ingrosso per area merceologica. Per quanto riguarda i giorni di pagamento dei debiti commerciali, invece, sono stati stimati in base ai giorni di pagamento mediamente contrattualizzati con le diverse controparti.

5.3 Use of Proceeds

Acquazzurra ha concluso la quotazione sul mercato AIM Italia al fine di reperire risorse finalizzate a dare maggiore impulso al processo di crescita. In particolare, crediamo che la Società potrà investire i proventi della quotazione per continuare la propria crescita sia per linee esterne sia per linee interne.

- Per quanto riguarda le linee interne, pensiamo che l'idea sia quella di consolidare la propria posizione competitiva sui mercati di riferimento e di accelerare la crescita organica. Crediamo, quindi, che gli investimenti saranno mirati a:
 - rafforzamento del canale e-commerce con particolare focus sul mercato europeo, anche grazie ad accordi con aziende multinazionali;
 - creazione di una struttura *web marketing* specializzata finalizzata all'aumento di contatti con aziende e allo sviluppo di mercati esteri;
 - rafforzamento della struttura attraverso l'assunzione di personale altamente qualificato;
 - accelerazione delle attività di R10 mediante nuove ulteriori partnership commerciali e apertura di nuovi *showroom*.

- Per quanto riguarda le linee esterne, pensiamo che Acquazzurra potrà completare acquisizioni di aziende italiane di piccole e medie dimensioni al fine di incrementare il proprio portafoglio clienti e i propri mercati di sbocco per la vendita finale della merce.

6. Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity range* di Acquazzurra sulla base della metodologia DCF.

6.1 DCF Method

Table 3 – WACC

WACC		8,43%
Risk Free Rate	-0,06% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,85% Beta Adjusted	1,0
D/E (average)	11,11% Beta Relevered	1,1
Ke	9,29% Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

In particolare:

- Il Risk-Free Rate è rappresentato dal Rendistato di aprile 2021 con scadenza compresa tra i 3 anni e 7 mesi e 4 anni e 6 mesi;
- Il Market Premium coincide con il premio per il rischio del mercato italiano calcolato dal Professor A. Damodaran;
- D/E è calcolato in base alle stime di Integrae SIM;
- Ke è stato calcolato tramite CAPM;
- Alfa, ovvero rischio specifico aggiuntivo, tipico degli investimenti azionari in imprese caratterizzati da ridotte dimensioni operative. Trattandosi di piccole dimensioni, lo small cap risk addizionale è stato assunto pari al 2.5%, valore medio tra quelli suggeriti dai principali studi in materia (Massari Zanetti, Valutazione Finanziaria, McGraw-Hill, 2004, pag. 145, A. Damodaran, Cost of Equity and Small Cap Premium in Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets, III edizione 2012, Guatri Bini, Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende, 2009 pag. 236);
- Il Beta è uguale al Beta di mercato poiché non è possibile selezionare un panel di competitor;
- Kd coincide con l'attuale costo del debito della Società.

Utilizzando questi dati, risulta un WACC di 8,43%.

Table 4 – DCF Valuation

DCF Equity Value		18,6
FCFO actualized	2,6	15%
TV actualized DCF	14,6	85%
Enterprise Value	17,2	100%
NFP (FY21E)	(1,4)	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, ne risulta un **equity value di € 18,6 mln. Il target price è quindi pari a € 7,20, rating BUY e rischio MEDIUM.**

Table 5 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		6,9%	7,4%	7,9%	8,4%	8,9%	9,4%	9,9%
Growth Rate (g)	2,5%	29,4	26,6	24,2	22,3	20,7	19,2	18,0
	2,0%	26,9	24,5	22,5	20,9	19,4	18,2	17,1
	1,5%	24,8	22,8	21,1	19,6	18,4	17,3	16,4
	1,0%	23,0	21,3	19,9	18,6	17,5	16,5	15,7
	0,5%	21,5	20,1	18,8	17,7	16,7	15,8	15,0
	0,0%	20,3	19,0	17,8	16,9	16,0	15,2	14,5
	-0,5%	19,2	18,0	17,0	16,1	15,3	14,6	14,0

Source: Integrae SIM

Table 6 – Implied Multiples – Sensitivity Analysis

Equity Value (€/mln)	EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
16,0	17,0x	8,9x	8,3x	30,8x	12,6x	11,3x
17,0	18,0x	9,5x	8,8x	32,7x	13,3x	12,0x
18,0	19,0x	10,0x	9,2x	34,5x	14,0x	12,6x
19,0	20,0x	10,5x	9,7x	36,3x	14,8x	13,3x
20,0	21,0x	11,0x	10,2x	38,1x	15,5x	14,0x
21,0	22,0x	11,6x	10,7x	39,9x	16,3x	14,6x
22,0	23,0x	12,1x	11,2x	41,7x	17,0x	15,3x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958 and Consob Regulation n. 20307/2018**Analyst/s certification**

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integrae SIM's current Head of Research, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalists guild. Mattia Petracca and Emanuele Negri are current financial analysts.

Disclaimer

This publication was produced by INTEGRAE SIM SpA. INTEGRAE SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of March 29th 2011. INTEGRAE SIM SpA performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

INTEGRAE SIM SpA is distributing this report in Italian and in English, starting from the date indicated on the document, to approximately 300 qualified institutional investors by post and/or via electronic media, and to non-qualified investors through the Borsa Italiana website and through the leading press agencies.

Unless otherwise indicated, the prices of the financial instruments shown in this report are the prices referring to the day prior to publication of the report. INTEGRAE SIM SpA will continue to cover this share on a continuing basis, according to a schedule which depends on the circumstances considered important (corporate events, changes in recommendations, etc.), or useful to its role as specialist.

The list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integrae SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integrae SIM website.

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRAE SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRAE SIM SpA shall not be directly and/or indirectly held liable for the correctness or completeness of said sources.

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 20307/2018, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

Rating system (long term horizon: 12 months)

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the expected total return (ETR – absolute performance in the 12 months following the publication of the analysis, including the ordinary dividend paid by the company), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the expected total return may temporarily fall outside the proposed range

Equity Total Return (ETR) for different risk categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR >= 7.5%	ETR >= 10%	ETR >= 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR <= -5%	ETR <= -5%	ETR <= 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRÆ SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integrae SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies).

The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

In order to disclose its possible interest conflict Integrae SIM states that:

- Integrae SIM S.p.A. It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Nominated Adviser of the Acquazzurra SpA;
- Integrae SIM S.p.A. It pays, or has paid in the past 12 months inside of the engagement of specialist, research services in favor of Acquazzurra SpA;
- Integrae SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Acquazzurra SpA;
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.

At the Integrae SIM website you can find the archive the last 12 months of the conflicts of interest between Integrae SIM and issuers of financial instruments, and their group companies, and referred to in research products produced by analysts at Integrae SIM.