

Acquazzurra	Italy	FTSE AIM Italia Pro	Bartering
Rating: BUY	Target Price: € 12,00 (prev. € 7,20)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	14,89%	50,00%	N/A	N/A
to FTSE AIM Italia	19,18%	41,27%	N/A	N/A
to FTSE STAR Italia	21,64%	45,26%	N/A	N/A
to FTSE All-Share	16,48%	48,03%	N/A	N/A
to EUROSTOXX	19,15%	50,54%	N/A	N/A
to MSCI World Index	20,47%	51,87%	N/A	N/A

Stock Data

Price	€ 10,80
Target price	€ 12,00
Upside/(Downside) potential	11,1%
Bloomberg Code	ACQ IM Equity
Market Cap (€m)	€ 27,90
EV (€m)	€ 28,86
Free Float	17,13%
Share Outstanding	2.583.500
52-week high	€ 10,80
52-week low	€ 4,30
Average daily volumes (3M)	450,00

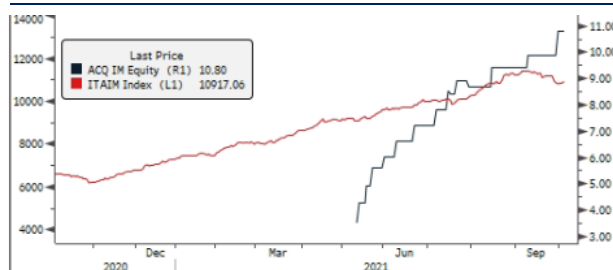
Key Financials (€m)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Revenues	12,2	18,5	30,2	39,4
VoP	12,2	18,6	30,7	39,5
EBITDA	0,8	0,8	1,9	2,5
EBIT	0,7	0,4	1,4	1,9
Net Profit	0,5	0,1	0,8	1,4
EBITDA margin	6,6%	4,3%	6,2%	6,3%
EBIT margin	5,9%	1,9%	4,4%	4,9%
Net Profit margin	4,3%	0,8%	2,7%	3,5%

Main Ratios	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
EV/EBITDA (x)	35,8	36,1	15,2	11,5
EV/EBIT (x)	39,9	82,5	21,4	14,8
P/E (x)	52,6	199,3	33,2	20,1

Mattia Petracca

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



1H21A Results

I ricavi si attestano a € 8,76 mln, rispetto a un valore pari a € 3,42 mln del primo semestre dello scorso anno, mostrando un netto incremento pari al 156,5%. L'EBITDA, pari a € -0,19 mln, rimane sostanzialmente allineato al risultato del primo semestre del 2020 (€ -0,23 mln). L'EBITDA margin risulta pari al -2,1%, in aumento rispetto al margine negativo del 30 giugno 2020 (-6,7%). L'EBIT è pari a € -0,38 mln (€ -0,32 mln nel primo semestre del 2020) dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 0,18 mln. L'Utile Netto si attesta a € -0,38 mln (€ -0,26 mln nel primo semestre dello scorso anno). La NFP è cash positive e pari a € -0,28 mln, in miglioramento rispetto alla chiusura dell'esercizio 2020 (pari a € 1 mln di debito).

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H21A, modifichiamo le nostre stime per l'anno in corso e per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo ricavi 2021E pari a € 18,50 mln ed un EBITDA pari a € 0,80 mln, corrispondente ad una marginalità del 4,3%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore dei ricavi possa aumentare fino a € 52,10 mln (CAGR 20A-25E: 33,71%) nel 2025E, con EBITDA pari a € 3,40 mln (corrispondente ad un EBITDA margin dell'6,6%), in crescita rispetto a € 0,81 mln del 2020A (corrispondente ad un EBITDA margin del 6,6%). A livello patrimoniale, stimiamo una NFP cash positive per il 2025E pari a € 7,2 mln.

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 €31,00 mln. Il target price è di

€ 12,00, rating BUY e rischio MEDIUM.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	24,24	12,19	18,50	30,20	39,40	45,30	52,10
Other Revenues	0,07	0,06	0,05	0,50	0,05	0,05	0,05
Value of Production	24,31	12,25	18,55	30,70	39,45	45,35	52,15
COGS	19,93	9,25	15,10	25,25	32,45	37,20	42,75
Services	2,48	1,72	1,85	2,50	3,20	3,80	4,30
Use of assets owned by others	0,23	0,21	0,15	0,30	0,35	0,40	0,45
Employees	0,67	0,61	0,60	0,70	0,90	1,00	1,15
Other Operating Expenses	0,23	0,10	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
EBITDA Adj.	0,77	0,36	0,80	1,90	2,50	2,90	3,44
<i>EBITDA Adj. Margin</i>	3,2%	2,9%	4,3%	6,2%	6,3%	6,4%	6,6%
Extraordinary Items	0,01	0,45	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBITDA	0,78	0,81	0,80	1,90	2,50	2,90	3,44
<i>EBITDA Margin</i>	3,2%	6,6%	4,3%	6,2%	6,3%	6,4%	6,6%
D&A	0,17	0,08	0,45	0,55	0,55	0,45	0,40
EBIT	0,61	0,72	0,35	1,35	1,95	2,45	3,04
<i>EBIT Margin</i>	2,5%	5,9%	1,9%	4,4%	4,9%	5,4%	5,8%
Financial Management	(0,01)	(0,01)	(0,01)	(0,01)	(0,01)	(0,01)	(0,01)
EBT	0,60	0,71	0,34	1,34	1,94	2,44	3,03
Taxes	0,28	0,18	0,20	0,50	0,55	1,03	1,38
Net Income	0,32	0,53	0,14	0,84	1,39	1,41	1,65
BALANCE SHEET (€/mln)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Fixed Assets	1,60	2,01	2,45	2,15	1,85	1,70	1,60
Account receivable	0,37	0,87	1,10	1,25	1,60	1,80	2,05
Inventories	1,93	2,52	2,55	2,90	3,65	4,10	4,70
Account payable	2,78	2,02	2,35	2,80	3,60	4,10	4,80
Operating Working Capital	(0,49)	1,38	1,30	1,35	1,65	1,80	1,95
Other receivable	0,72	0,36	0,10	0,15	0,15	0,15	0,15
Other payable	0,24	0,54	0,60	0,70	0,80	0,90	1,00
Net Working Capital	(0,00)	1,19	0,80	0,80	1,00	1,05	1,10
Severance Indemnities & Other Provisions	0,18	0,19	0,20	0,25	0,30	0,35	0,40
NET INVESTED CAPITAL	1,42	3,02	3,05	2,70	2,55	2,40	2,30
Share Capital	0,01	0,01	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06
Reserves	1,21	1,52	4,04	4,18	5,02	6,41	7,81
Net Income	0,32	0,53	0,14	0,84	1,39	1,41	1,65
Equity	1,54	2,06	4,24	5,08	6,47	7,88	9,53
Cash & Cash Equivalent	0,65	0,84	2,04	2,63	4,07	5,63	7,38
Financial Debt	0,52	1,80	0,85	0,25	0,15	0,15	0,15
Net Financial Position	(0,12)	0,96	(1,19)	(2,38)	(3,92)	(5,48)	(7,23)
SOURCES	1,42	3,02	3,05	2,70	2,55	2,40	2,30
CASH FLOW (€/mln)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	
EBIT	0,72	0,35	1,35	1,95	2,45	3,04	
Taxes	0,18	0,20	0,50	0,55	1,03	1,38	
NOPAT	0,54	0,15	0,85	1,40	1,42	1,66	
D&A and Extraordinary Items	0,53	0,45	0,55	0,55	0,45	0,40	
Change in receivable	(0,51)	(0,23)	(0,15)	(0,35)	(0,20)	(0,25)	
Change in inventories	(0,59)	(0,03)	(0,35)	(0,75)	(0,45)	(0,60)	
Change in payable	(0,77)	0,34	0,45	0,80	0,50	0,70	
Change in others	0,67	0,32	0,05	0,10	0,10	0,10	
<i>Change in NWC</i>	<i>(1,20)</i>	<i>0,39</i>	<i>(0,00)</i>	<i>(0,20)</i>	<i>(0,05)</i>	<i>(0,05)</i>	
Change in provisions	0,01	0,01	0,05	0,05	0,05	0,05	
OPERATING CASH FLOW	(0,11)	1,01	1,45	1,80	1,87	2,06	
Capex	(0,50)	(0,89)	(0,25)	(0,25)	(0,30)	(0,30)	
FREE CASH FLOW	(0,61)	0,12	1,20	1,55	1,57	1,76	
Financial Management and Extraordinary Items	(0,46)	(0,01)	(0,01)	(0,01)	(0,01)	(0,01)	
Change in Financial Debt	1,28	(0,95)	(0,60)	(0,10)	0,00	0,00	
Change in Equity	(0,01)	2,04	0,00	0,00	0,00	0,00	
FREE CASH FLOW TO EQUITY	0,19	1,20	0,59	1,44	1,56	1,75	

Source: Acquazurra and Integrae SIM estimates

1.1 1H21A Results

Table 2 – 1H21A vs 1H20A

€/mln	Sales	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H21A	8,76	-0,19	-2,1%	-0,37	-0,38	(0,28)
1H20A	3,42	-0,23	-6,7%	-0,32	-0,26	0,96
Change	156,5%	N.A.	4,6%	N.A.	N.A.	N.A.

*Dato al 31/12/2020

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati semestrali, dichiara che: *“Il protrarsi della pandemia ha in parte condizionato i risultati ottenuti nel primo semestre 2021, influenzati anche dalla tipologia di modello di business che vede la marginalità dei progetti concentrarsi nel secondo semestre dell’anno. Il rilancio del mercato pubblicitario ha comunque consentito di ottenere performance migliorative rispetto alle attese. Inoltre, il successo del processo di quotazione, completato a maggio, ha incrementato la notorietà e visibilità del Gruppo nei confronti dei nostri interlocutori. Grazie a nuove assunzioni di account esperti di bartering, già operativi, contiamo di stringere nuove collaborazioni con aziende di alto profilo, oltre che coltivare rapporti sempre più redditizi con gli inserzionisti già nostri partner. Stiamo portando avanti gli investimenti previsti per ottimizzare la vendita dei prodotti al dettaglio e lo sviluppo del canale e-commerce, che registra una costante crescita dal lancio a maggio 2020. Per questi motivi siamo fiduciosi di poter cogliere al meglio le opportunità che si prospettano nel mercato di riferimento.”*

I ricavi si attestano a € 8,76 mln, rispetto a un valore pari a € 3,42 mln del primo semestre dello scorso anno, mostrando un netto incremento pari al 156,5%. Al raggiungimento di tale livello di fatturato ha contribuito principalmente il settore *Automotive* che, dopo un 2020 in cui non ha generato alcun ricavo a causa della pandemia, ha riscontrato una forte ripresa nei primi sei mesi dell’anno grazie a nuove collaborazioni strette con importanti aziende del settore.

L’EBITDA, pari a € -0,19 mln, registra un lieve miglioramento rispetto al risultato del primo semestre del 2020 (€ -0,23 mln). L’EBITDA margin risulta pari al -2,1%, in aumento rispetto al margine negativo del 30 giugno 2020 (-6,7%). Si evidenzia che il *business model* del Gruppo è soggetto a fenomeni di stagionalità, ottenendo un EBITDA negativo nel primo semestre dell’esercizio, in quanto gran parte della marginalità derivante dalla cessione di spazi pubblicitari si registra nel secondo semestre, nel momento in cui vengono erogate e, quindi, fatturate le campagne pubblicitarie.

L’EBIT è pari a € -0,37 mln (€ -0,32 mln nel primo semestre del 2020) dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 0,18 mln. Il risultato è stato principalmente impattato dall’incremento degli ammortamenti immateriali dovuto alla capitalizzazione delle spese di quotazione.

L’Utile Netto si attesta a € -0,38 mln (€ -0,26 mln nel primo semestre dello scorso anno).

La NFP è *cash positive* e pari a € -0,28 mln, in miglioramento rispetto alla chiusura dell’esercizio 2020 (pari a € 0,96 mln di debito). Tale variazione positiva deriva principalmente dagli effetti della raccolta ricevuta in sede di collocamento azionario realizzato con la conclusione del processo di IPO da parte della capogruppo Acquazzurra, pari a € 2,00 mln.

1.2 FY21E – FY25E Estimates

Table 3 – Estimates Updates FY21E-25E

€/mln	FY2021E	FY2022E	FY2023E	FY2024E	FY2025E
Sales					
New	18,5	30,2	39,4	45,3	52,1
Old	25,2	30,7	39,5	N/A	N/A
Change	-26,6%	-1,6%	-0,1%	N/A	N/A
EBITDA					
New	0,8	1,9	2,5	2,9	3,4
Old	1,0	1,9	2,1	N/A	N/A
Change	-20,0%	0,0%	22,0%	N/A	N/A
EBITDA %					
New	4,3%	6,2%	6,3%	6,4%	6,6%
Old	4,0%	6,2%	5,2%	N/A	N/A
Change	0,3%	0,0%	1,1%	N/A	N/A
EBIT					
New	0,4	1,4	1,9	2,5	3,0
Old	0,5	1,4	1,5	0,0	0,0
Change	-36,4%	0,0%	30,0%	N/A	N/A
Net Income					
New	0,1	0,8	1,4	1,4	1,7
Old	0,3	0,8	0,9	0,0	0,0
Change	-58,8%	0,0%	47,9%	N/A	N/A
NFP					
New	(1,2)	(2,4)	(3,9)	(5,5)	(7,2)
Old	(1,4)	(2,5)	(3,7)	N/A	N/A
Change	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

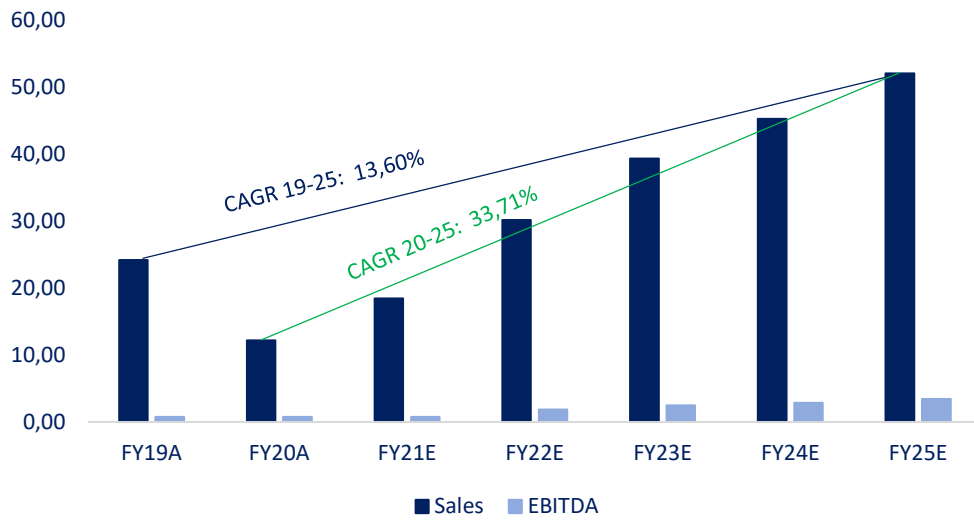
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H21A, modifichiamo le nostre stime per l'anno in corso e per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo ricavi 2021E pari a € 18,50 mln ed un EBITDA pari a € 0,80 mln, corrispondente ad una marginalità del 4,3%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore dei ricavi possa aumentare fino a € 52,10 mln (CAGR 20A-25E: 33,71%) nel 2025E, con EBITDA pari a € 3,40 mln (corrispondente ad un EBITDA margin dell'6,6%), in crescita rispetto a € 0,81 mln del 2020A (corrispondente ad un EBITDA margin del 6,6%).

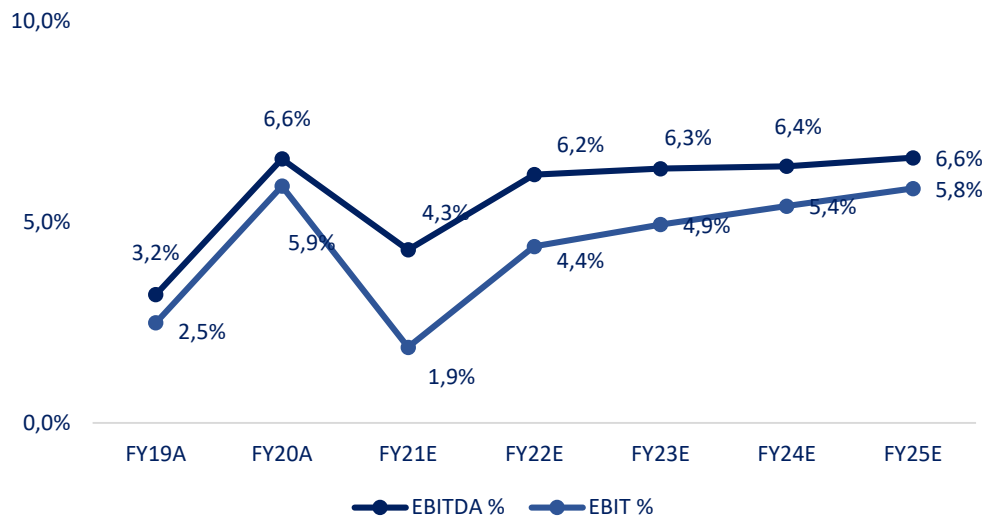
A livello patrimoniale, stimiamo una NFP *cash positive* per il 2025E pari a € 7,2 mln.

Chart 3 – Sales and EBITDA FY19A-25E



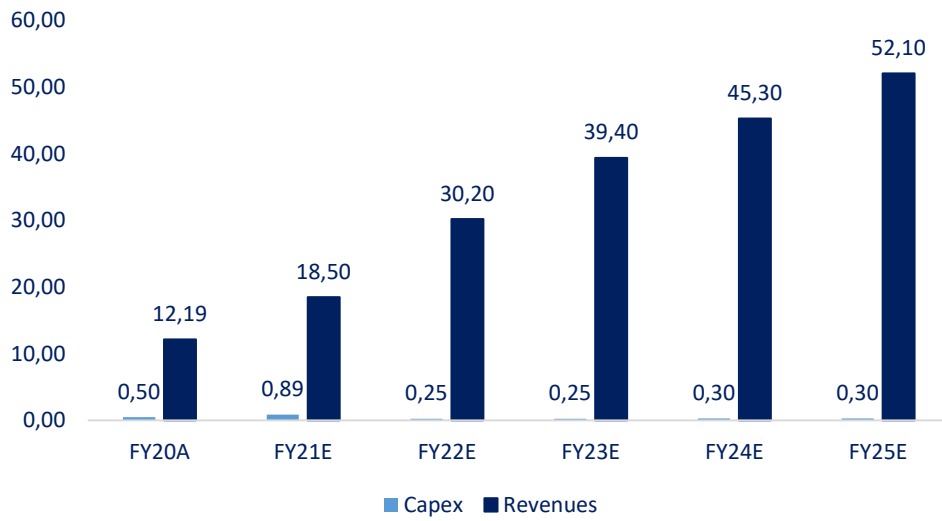
Source: Integrae SIM

Chart 4 – Margin FY19A-25E



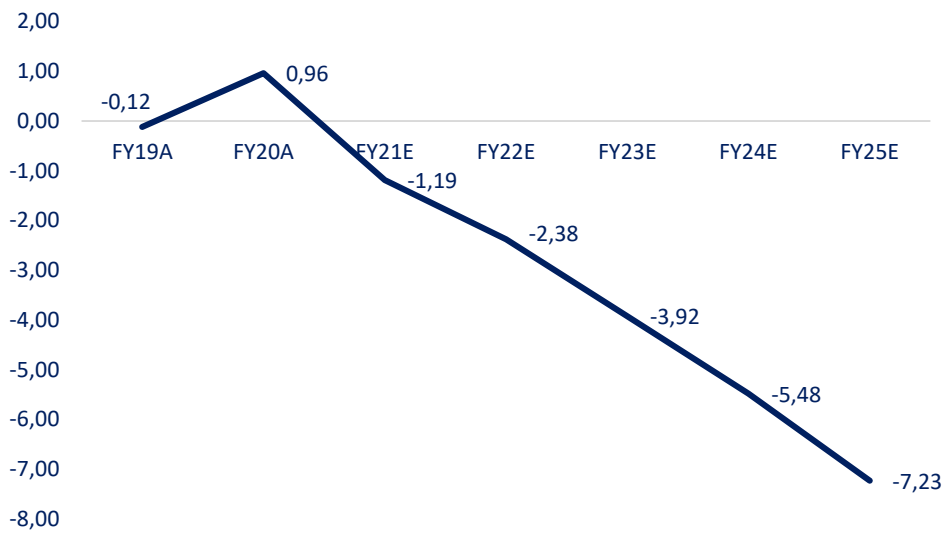
Source: Integrae SIM

Chart 5 – Capex FY20A-25E



Source: Integrae SIM

Chart 6 – NFP FY19A-25E



Source: Integrae SIM

2. Valuation

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

2.1 DCF Method

Table 4 – WACC

WACC		7,53%
Risk Free Rate	-0,10% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,85% Beta Adjusted	1,0
D/E (average)	25,00% Beta Relevered	1,2
Ke	9,23% Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 7,53%. Abbiamo definito un Beta pari a 1, in quanto non ci sono società comparabili.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		31,0
FCFO actualized	6,0	20%
TV actualized DCF	23,8	80%
Enterprise Value	29,8	100%
NFP (FY21E)	(1,2)	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di € 31,00 mln. Il target price è quindi di € 12,00 (prev. € 7,20), rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		6,0%	6,5%	7,0%	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%
Growth Rate (g)	2,5%	54,2	47,5	42,3	38,1	34,7	31,9	29,4
	2,0%	48,4	43,0	38,8	35,3	32,4	30,0	27,8
	1,5%	43,8	39,5	35,9	33,0	30,5	28,3	26,5
	1,0%	40,2	36,6	33,6	31,0	28,8	26,9	25,2
	0,5%	37,2	34,2	31,6	29,3	27,4	25,7	24,2
	0,0%	34,8	32,1	29,8	27,8	26,1	24,6	23,2
	-0,5%	32,7	30,3	28,3	26,6	25,0	23,6	22,4

Source: Integrae SIM

Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	37,0x	37,3x	15,7x
EV/EBIT	41,2x	85,2x	22,1x

Source: Integrae SIM

Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	35,8x	36,1x	15,2x
EV/EBIT	39,9x	82,5x	21,4x

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 is 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 table below, shows INTEGRAE SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
18/05/2021	4,30	Buy	7,20	Medium	Initiation of Coverage

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:

- 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;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Acquazzurra SpA;
- In the IPO phase, It played the role of global coordinator.