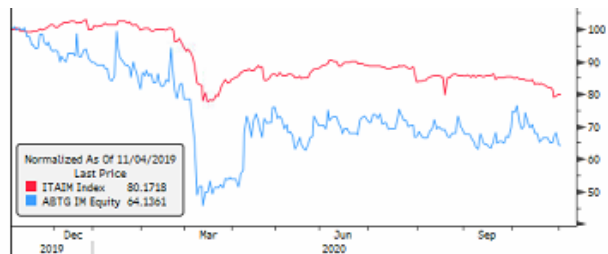


<b>ABTG</b>	<i>Italy</i>	<b>FTSE AIM Italia</b>	<b>Educational Services</b>
<b>Rating: BUY</b>	<b>Target Price: € 3,10</b>	<b>Initiation of Coverage</b>	<b>Risk: Medium</b>

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-13,73%	-6,13%	-11,55%	-35,86%
to FTSE AIM Italia	-8,29%	-1,32%	-5,39%	-16,04%
to FTSE STAR Italia	-9,81%	-7,26%	-28,34%	-40,24%
to FTSE All-Share	-9,72%	-0,82%	-18,98%	-15,11%
to EUROSTOXX	-8,36%	0,91%	-18,76%	-18,25%
to MSCI World Index	-10,79%	-4,79%	-26,33%	-37,26%

### Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



### Stock Data

Price	€ 1,23
Target price	€ 3,10
Upside/(Downside) potential	153,2%
Bloomberg Code	ABTG IM EQUITY
Market Cap (€m)	6,24
EV (€m)	5,70
Free Float	49,65%
Share Outstanding	5.094.361
52-week high	€ 1,98
52-week low	€ 0,83
Average daily volumes (3m)	6.500

### Company Overview

Alfio Bardolla Training Group (ABTG) opera nel settore della formazione finanziaria personale non formale sul mercato italiano e, in maniera residuale, su quello spagnolo. La Società lavora sulla formazione personale negli ambiti: psicologia del denaro, investimenti immobiliari, trading sui mercati finanziari, sviluppo del business e internet royalties. I vari segmenti sono sviluppati tramite percorsi specialistici formativi e percorsi di formazione individuale, in aula o online. I processi di formazione hanno tipicamente inizio con eventi di due o tre giorni chiamati "WakeUp Call".

Key Financials (€m)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Sales	12,2	10,0	13,0	15,5
VoP	12,3	10,1	13,0	15,5
EBITDA	0,8	2,6	3,5	4,2
EBIT	-1,1	1,3	1,8	2,5
Net Profit	-1,2	0,6	1,1	1,6
EPS (€)	-0,24	0,12	0,22	0,32
EBITDA margin	6,2%	26,0%	26,9%	27,1%
EBIT margin	-9,1%	12,5%	13,8%	16,1%

### Market

Il Gruppo opera nel settore della formazione finanziaria personale non formale sul mercato italiano e, in maniera residuale, su quello spagnolo. La formazione, secondo ISTAT, è un processo continuo composto di eventi di apprendimento legati al ciclo di acquisizione, applicazione e aggiornamento delle conoscenze e competenze nell'arco della vita, non solo di quella lavorativa. Tra il 2012 e il 2017, la quota di adulti partecipanti ad attività di formazione formale è scesa dal 5,8% al 5,2% (la percentuale risulta ovviamente più alta fra i giovani fino a 24 anni, pari al 33,7%), mentre la quota di partecipanti ad attività di formazione non formale è salita dal 31,4% al 37,0%.

Main Ratios	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	7,5	2,2	1,6	1,4
EV/EBIT (x)	N/A	4,5	3,2	2,3
P/E (x)	N/A	10,3	5,7	3,9

### Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di ABTG 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 €15,8 mln. Il target price è quindi di €3,10, rating BUY e rischio MEDIUM.

**Mattia Petracca**

+39 02 87208 765

[mattia.petracca@integraesim.it](mailto:mattia.petracca@integraesim.it)

## Summary

1.	Company Overview .....	3
1.1	L'attività .....	3
1.2	Storia Societaria .....	4
1.3	Azionisti.....	5
1.4	Key People.....	6
2.	Il Business Model .....	7
2.1	Business Process .....	7
2.2	Portafoglio Prodotti .....	9
2.3	Acquisizione Aste Giudiziarie Lombardia .....	17
3.	Il mercato .....	18
3.1	Formazione Non Formale .....	19
4.	Swot Analysis .....	21
5.	Economics & Financials.....	22
5.1	1H20A Results .....	23
5.2	Estimates FY20E – FY23E.....	25
6.	Valuation.....	28
6.1	DCF Method .....	28

## 1. Company Overview

### 1.1 L'attività

Alfio Bardolla Training Group (ABTG) opera nel settore della formazione finanziaria personale non formale sul mercato italiano e, in maniera residuale, su quello spagnolo. La Società lavora sulla formazione personale negli ambiti: psicologia del denaro, investimenti immobiliari, trading sui mercati finanziari, sviluppo del business e internet *royalties*. In particolare, la Società è leader in Italia nel *digital financial and business training*, ABTG crea e sviluppa corsi di formazione online e off-line.

I vari segmenti sono sviluppati tramite percorsi specialistici formativi e percorsi di formazione individuale, in aula o online. I processi di formazione hanno tipicamente inizio con eventi di due o tre giorni chiamati "WakeUp Call".

Oltre ai corsi, ABTG opera nel settore dell'editoria, offrendo ai clienti una serie di prodotti gratuiti e a pagamento tramite *ebook*, videocorsi e audiocorsi, oltre che giochi in scatola per esercitarsi. Infine, il Gruppo commercializza i libri opera del fondatore e Presidente del Consiglio di Amministrazione Alfio Bardolla, in Italia editi da Sperling&Kupfer e Gribaudo.

ABTG svolge l'attività basandosi: su un'offerta altamente specializzata, su di un *database* di clienti per le campagne marketing, sull'elevato tasso di soddisfazione della clientela e sulla consolidata esperienza nell'organizzazione e commercializzazione di seminari e *coaching*. Tutti i percorsi formativi si pongono come obiettivo la libertà finanziaria del cliente.

ABTG ha la qualifica di "PMI innovativa" dal 6 luglio 2017. La Società, con sedi in Italia, Spagna e oltre 100 collaboratori, ha supportato oltre 43.000 clienti tra manager, imprenditori e sportivi su tematiche economiche, finanziarie e patrimoniali. Lo staff di ABTG è composto da 20 persone tra manager e impiegati amministrativi e da 45 commerciali.

Chart 1 – ABTG



Source: ABTG

1.2 Storia Societaria

**Chart 2 – Equity Story**



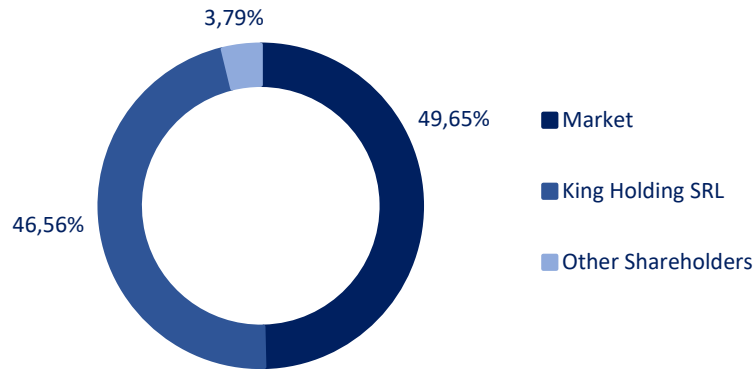
Source: ABTG

- Alfio Bardolla, circa nove anni prima della fondazione della Società, comincia la sua attività di *financial coaching* presso la scuola di formazione di Roberto Re, con la quale collabora per diversi anni.
- Nell’anno 2006, Alfio Bardolla avvia l’attività di formazione finanziaria personale e pubblica il suo primo libro, tra il 2006 e il 2012, scrive cinque volumi sulla psicologia del denaro: “I Soldi fanno la felicità”, libro di maggior successo con oltre 100.000 copie vendute pubblicato nel 2006, “L’arte della ricchezza” pubblicato nel 2008, “Milionari in 2 anni e 7 mesi” pubblicato nel 2010, “Business Revolution” pubblicato nel 2011, “Il denaro spiegato ai miei figli”, pubblicato nel 2012, e “Tutto quello che devi sapere sul denaro (e che a scuola non ti insegneranno mai)”, pubblicato nel 2013.
- Nel 2012, Alfio Bardolla organizza il suo primo evento di “Wake Up Call” con circa 300 partecipanti. Prima della diffusione dell’epidemia Covid-19, questi eventi concorrevano a formare circa il 10% dei ricavi della Società.
- Nell’ottobre del 2012, viene costituita la Società denominata Alfio Bardolla Training Group S.p.A., costituita in forma di società per azioni.
- ABTG viene quotata sul mercato AIM. In sede di IPO raccoglie €3,1 mln, valore che porta ad una capitalizzazione pari a € 10,6 mln (una delle più piccole società del mercato al momento della quotazione). I principali obiettivi della quotazione erano: il consolidamento del proprio posizionamento competitivo, lo sviluppo estero, lo sviluppo del mercato online e la capitalizzazione del *database*.

### 1.3 Azionisti

ABTG è controllata per il 46,56% da King Holding SRL, per il 49,65% dal mercato e per il restante 3,79% è controllata da altri soci.

**Chart 3 – Shareholders**



Source: ABTG

## 1.4 Key People

### **Alfio Bardolla** – Presidente e Amministratore Delegato

Laureato in Scienze bancarie, Finanziarie e Assicurative presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano. Nel 2014 ha creato il Master Trainer della Alfio Bardolla Training Group S.p.A., società oggi leader in Europa di formazioni finanziaria personale. È inoltre un affermato autore italiano in tema di finanza personale: nel 2006 ha pubblicato "I soldi fanno la felicità", nel 2008 "L'arte della ricchezza", nel 2010 "Milionari in 2 anni e 7 mesi", nel 2011 "Business Revolution" ed infine, nel 2012 "Il denaro spiegato ai miei figli". Inoltre, la sua opera "Quello che devi sapere sul denaro" è uscita in edicola allegata al quotidiano Libero e si compone di sei volumi.

### **Federica Parigi** – Amministratore non esecutivo

Laureata in International Marketing presso l'Università Commerciale L. Bocconi di Milano nel 2003. Ha iniziato la propria attività manageriale presso DxO Labs, società francese di software dove si è occupata strategie di marketing e di crescita del mercato. Ha poi proseguito la sua carriera come business development manager presso IT-Finance, dove ha avuto modo di lavorare a contatto con broker, banche *online*, società di investimento e investitori.

### **Robert Allen** – Amministratore non esecutivo

Ha conseguito un M.B.A. presso la Brigham Young University nel 1974. Ha iniziato poco dopo a investire nel settore immobiliare con notevole successo. Nel corso degli ultimi 35 anni, ha organizzato numerosi corsi di formazione finanziaria al quale hanno partecipato complessivamente milioni di persone. È autore di numerose pubblicazioni in materia di educazione finanziaria: "Multiple Streams of Income: How to Generate a Lifetime of Unlimited Wealth", "Creating Wealth", "Nothing Down", "Multiple Streams of Income" e "The One Minute Millionaire", tutti *best-seller* del New York Times.

### **Nicola De Biase** – Amministratore non esecutivo

Ha conseguito nel 2003 la laurea in Economia dei Mercati Finanziari presso l'Università Bocconi. Ha maturato una significativa esperienza nel settore del *private equity*, ambito dove ha maturato una lunga carriera in primarie società di investimento, tra queste: Convergenza S.C.A., Cape Natixis SGR ed Italglobal Partner. Dal 2019 è Partner e investitore di Ethica Global Investments, società di investimento che opera nel *private equity*.

### **Vittorio Rocchetti** – Amministratore indipendente

Laureato in Economia e Commercio presso l'Università di Modena nel 1986, è iscritto all'albo dei Dottori Commercialisti dal 1989. È, inoltre, Revisore Ufficiale dei conti dal 1995. Dopo la prima esperienza come dipendente della Banca Popolare di Novara, ha sviluppato grande esperienza in molte Società, tra cui: Ligurcapital, Banca Carige, Azimut Holding, CGM Italia, Azimut Capital Management SGR e altre. Dal 2018, è anche Revisore Unico del Comune di Portofino (GE).

## 2. Il Business Model

Alfio Bardolla Training Group (ABTG) opera nel settore della formazione finanziaria personale non formale sul mercato italiano e, in via residuale, su quello spagnolo. La Società lavora sulla formazione personale negli ambiti: psicologia del denaro, investimenti immobiliari, trading sui mercati finanziari, sviluppo del business e internet *royalties*.

### 2.1 Business Process

Il modello di business di AGTB può essere diviso in due categorie: business tradizionale e business *online*.

#### 2.1.1 Business Tradizionale

Il modello di business tradizionale di ABTG si sviluppa in cinque fasi, partendo dall'acquisizione dei dati del potenziale cliente (*lead*) e arrivando alla vendita dei prodotti formativi offerti dalla Società.

Le cinque fasi sono: acquisizione del *lead*, trasformazione del *lead* in cliente, vendita delle partecipazioni a "WakeUp Call", vendita dei corsi specialistici e vendita di percorsi di *coaching*.

**Chart 4 – The Traditional Business Model**



Source: AGTB

#### Acquisizione del *lead*

L'acquisizione del potenziale *lead* avviene tramite la promozione *online* (*web* o *social*), la promozione *offline* e il passaparola. Vengono messe a disposizione gratuitamente delle risorse in pdf, video o immagini in cambio della registrazione con dati personali quali e-mail, nome e numero di telefono, generando così un *lead*.

#### Trasformazione del *lead* in cliente

Il *lead* viene assegnato ad un commerciale che provvede a contattare il potenziale cliente, con l'obiettivo di sondare l'interesse ad acquistare un prodotto. Il *lead* diventa cliente nel momento in cui acquista un prodotto.

#### Vendita della partecipazione all'evento WakeUp Call

Il cliente, soddisfatto del primo acquisto, può decidere di iniziare il percorso di formazione vero e proprio, decidendo di acquistare un biglietto e di partecipare al corso evento "WakeUp Call".

#### Vendita dei corsi specialistici

In seguito alla partecipazione all'evento WakeUp Call, il cliente, nel caso in cui ritenga necessario approfondire determinati argomenti, può procedere all'acquisto di un corso nell'area tematica che ritiene più appropriata. Questa fase può prevedere l'acquisto di più corsi.

#### Vendita delle Coaching

Nel caso in cui il cliente ritenga necessario approfondire determinati argomenti trattati nei corsi o necessari di una consulenza personalizzata, può acquistare una Coaching con un formatore/consulente ABTG.

#### 2.1.2 Business Online

Il modello di business *online* prevede la creazione di contenuti formativi gratuiti ("Masterclass") sotto forma di "mini-film" che permettono al potenziale cliente di avere subito informazioni tecniche e approfondimenti in merito al prodotto formativo. Una volta guardato il video, l'utente può acquistare il corso *online* completo, oppure può acquistare un percorso composto da corso *online*, *coaching* e *tool* di supporto. Questa strategia ha il merito di creare *lead* più interessati e più preparati, di ridurre il tempo medio di acquisto e di aumentare il *ticket* medio di ingresso rispetto modello di business precedente, che prevedeva la vendita del biglietto Wake Up Call come *entry point*.



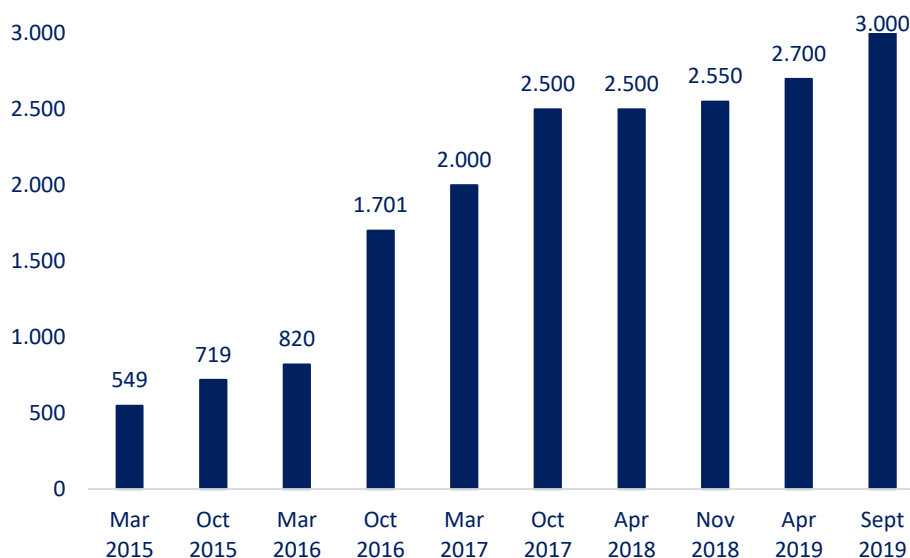
## 2.2 Portafoglio Prodotti

I prodotti di ABTG, storicamente, coprivano quattro aree di formazione finanziaria: psicologia del denaro, investimenti immobiliari, trading finanziario e business. Nel 2019, la società ha sottoscritto un accordo con Giacomo Bruno, editore e formatore che vanta oltre 20 anni di esperienza nel settore, finalizzato al lancio del nuovo ramo Intenet Royalties. Inoltre, in risposta alle limitazioni poste dal Governo in seguito alla diffusione dell'epidemia Covid 19, la Società ha spostato il proprio focus verso i corsi online.

### 2.2.1 WakeUp Call

Il corso WakeUp Call (WUP) rappresenta il punto di partenza del percorso formativo. L'obiettivo è quello di trasmettere ai partecipanti nuove strategie per la gestione del proprio denaro, per l'individuazione delle problematiche connesse alle strutture di guadagno impostate da ciascun soggetto e per l'attuazione di tecniche di investimento specifiche. Il corso ha una durata di due o tre giorni, nell'ambito dei quali sono affrontati gli argomenti relativi alle aree in cui si divide l'offerta formativa. Il programma del corso contiene una parte sulla psicologia del denaro e una parte sulle tecniche funzionanti e replicabili in Italia e all'estero per ottenere entrate automatiche.

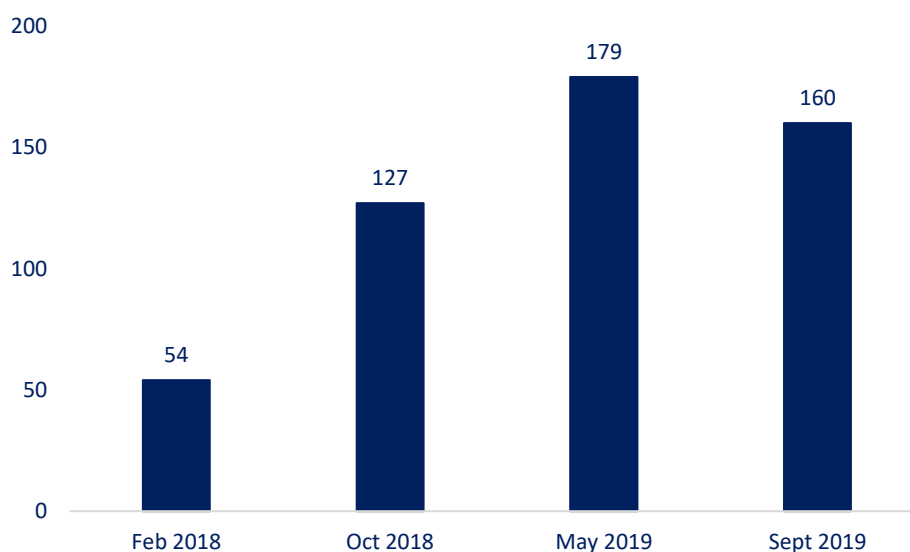
**Chart 5 – Wake Up Call Partecipant Italy**



Source: AGTB

Il secondo Wake Up Call italiano del 2019, tenutosi nei giorni 27 – 29 settembre 2019, ha confermato la crescita del numero dei partecipanti agli eventi Wake Up Call, raggiungendo il massimo storico registrato, pari a 3.000. Questo ha segnato un aumento delle presenze nel 2019 del 13% rispetto il precedente esercizio, raggiungendo un numero di presenti in sala pari a circa 5.700 (5.050 nel 2018). Nel 2020, non è stato possibile organizzare questo tipo di eventi come conseguenza della diffusione dell'epidemia Covid-19.

**Chart 6 – Wake Up Call Participant Spain**



Source: AGTB

Nonostante il secondo evento Wake Up Call in Spagna (settembre 2019) abbia registrato una leggera decrescita nel numero di partecipanti rispetto a maggio 2019 (160 rispetto a 179), il numero di partecipanti totali ha fatto registrare una crescita anno su anno del 153% rispetto al 2018.

## 2.2.2 Corsi Specialistici

### Investimenti Immobiliari

Il percorso di formazione nel settore degli investimenti immobiliari è finalizzato a fornire le strategie adeguate ad investire nel settore immobiliare e analizzare e valutare le opportunità del mercato. Ai corsisti vengono inoltre forniti i principali strumenti e le conoscenze tecniche per potere operare su stralci ed aste giudiziarie.

- Investire in immobili



Il corso mira a fornire competenze riguardo alle principali tecniche per gli investimenti immobiliari. Attraverso la partecipazione al corso di formazione sono approfonditi: gli aspetti legali, fiscali e organizzativi. Il corso tratta anche le tecniche di base per l'acquisto a mercato libero alle aste immobiliari, l'acquisto con cessione di compromesso e l'acquisto a saldo e stralcio.

- Aste, Cessione del Compromesso e Frazionamenti



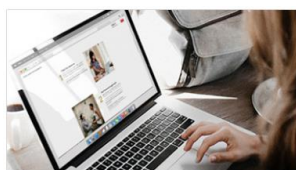
Il corso approfondisce le strategie da adottare e le problematiche, anche legali, connesse all'acquisto alle aste giudiziarie, alle cessioni di compromesso e ai frazionamenti.

- Stralci



Il corso ha l'obiettivo di fornire alla propria clientela una preparazione per l'acquisto a saldo e stralcio di un immobile. In particolare, offre un'analisi delle problematiche legali e di quelle tecniche e comportamentali da utilizzare in ogni fase della trattativa con il soggetto sottoposto ad esecuzione. Nell'ambito del corso sono inoltre affrontate le varie fasi del processo: dal reperimento delle informazioni in merito all'immobile all'asta, alla gestione della relazione con il soggetto sottoposto ad esecuzione, alla negoziazione con la banca e con i creditori e fino ad arrivare alla rivendita.

- Vendita – Marketing immobiliare – Rendite



Il corso è incentrato sugli aspetti più importanti del processo di vendita di un immobile, l'obiettivo è quello di fornire alla clientela i suggerimenti adeguati a facilitare la vendita di un immobile, velocizzando i tempi e mantenendo inalterato il valore dell'immobile.

## Trading Finanziario

L'obiettivo dei corsi è di illustrare ai partecipanti le strategie per svolgere l'attività di *trading* su forex, oltre che sui principali mercati azionari e le tecniche per l'attività di gestione e conservazione del proprio capitale. Il corso è in continuo aggiornamento e tende a formare rispetto all'evoluzione del mercato, includendo pertanto il *trading* su criptovalute e prodotti *fintech*.

- AB FOREX



Il corso è strutturato per fornire ai partecipanti gli strumenti necessari per operare autonomamente sul mercato valutario, qualunque sia il grado di preparazione e di esperienza in ambito di trading. L'obiettivo è quello di proporre delle strategie testate e dei metodi di ricerca di operazioni, replicabili in autonomia.

- Trading In Opzioni



Il corso consente di scoprire e padroneggiare le tecniche di trading in opzioni americane, al fine di sfruttare la volatilità dei titoli e la lateralità del mercato (c.d. *trading* non direzionale). Nell'ambito del corso i partecipanti sono assistiti nell'ambito della configurazione del proprio computer, nella scelta del *broker* e nella strutturazione delle strategie.

- Commodity Spread Trading



Il corso è focalizzato sul *trading* delle *commodity* attraverso la tecnica dello Spread Trading, che permette di limitare l'esposizione al rischio e di lavorare utilizzando informazioni statistiche basate sul comportamento dei future in *commodity* negli ultimi anni.

- Tradare le Criptovalute



Il corso si focalizza sul *trading* delle criptovalute. Dopo una sezione introduttiva sulla natura delle criptomonete e sulle principali tecniche di acquisto, il corso mira ad insegnare le principali tecniche di strategie di investimento su criptovalute sia con ottiche di breve e brevissimo termine sia con ottiche di lungo periodo.

## Business e Azienda

I corsi sono volti a fornire ai partecipanti le informazioni necessarie per comprendere i diversi fattori che possono influenzare la gestione delle aziende nonché sviluppare le competenze per lo sviluppo e la crescita della propria impresa.

- Business Revolution



Il corso è strutturato per supportare l'imprenditore nel ridisegnare la propria azienda perché possa portargli sempre più guadagni e più libertà. Il punto di partenza è rappresentato da una sezione introduttiva motivazionale, in seguito, il focus si sposta sulla pianificazione della crescita, sulla creazione di un *team* vincente, sulle tecniche per monitorare l'attività e sull'approccio ai diversi cicli di vita dell'azienda.

- Triplicare le vendite



Il corso è una “*full immersion*” di strategia commerciale, che ambisce a portare l’azienda a generare vendite di molto superiori rispetto alla media storica. Il programma inizia con uno *screening* delle principali tecniche di acquisizione dei clienti e di vendita. In seguito, il corso tratta la selezione di un *team* di vendite con relativo sistema di incentivi, la creazione di un *database*, le tecniche di persuasione e fidelizzazione dei clienti, il monitoraggio e l’analisi dei dati e la trasformazione di notizie negative in opportunità di vendita.

- Automatizzare l'azienda



Il corso mira ad insegnare come implementare gli strumenti utili per smettere di lavorare nell’azienda ed iniziare a lavorare sull’azienda, grazie alla definizione di un organigramma triennale, indicatori strategici e di *performance* grazie ai quali conoscere in ogni momento l’andamento dell’impresa.

- Other People Money



Il corso mira ad insegnare come riconoscere gli investitori giusti per ogni fase di vita dell’azienda, renderla appetibile sul mercato o prepararla per acquisire partner o inglobare concorrenti. Nel dettaglio, la sezione iniziale si occupa di come affrontare le fasi del ciclo di vita dell’azienda e di quali siano le tipologie di investitori, i modelli di acquisizione sul mercato e gli indicatori per la valutazione aziendale. Nella parte finale, il corso si pone come obiettivo l’insegnamento dell’impostazione di un *business plan* e il riconoscimento dei principali errori degli investitori e dell’imprenditore che vende.

### Internet Royalties

Il gruppo, in data 01/07/2019, ha siglato un accordo con Giacomo Bruno, editore e formatore che vanta oltre 20 anni di esperienza nel settore di riferimento ed ha l’obiettivo di lanciare un set di corsi e *coaching* per riuscire a costruire un business ed accelerare il processo di monetizzazione attraverso i multipli canali internet. La *partnership* prevede l’utilizzo e la commercializzazione esclusiva dei marchi di proprietà di Giacomo Bruno e lo sviluppo di ulteriori contenuti formativi in licenza esclusiva per ABTG.

- Numero 1



Il corso mira a rivelare tutti i segreti per rilanciare e/o creare un business attraverso un libro, aumentare istantaneamente la propria autorevolezza, diventare il “Numero1” del settore di riferimento e incrementare in maniera esponenziale le entrate del business, generando un flusso sempre maggiore di clienti.

- Internet Rockstar



L’obiettivo del corso consiste nell’insegnare: come diventare un *influencer* di successo su Facebook, Instagram e YouTube, come costruire da zero un seguito di centinaia di migliaia di *follower* in tutta Italia, come sfruttare la potenza dei social network in modo efficace per vendere prodotti e servizi alla propria *community*, come usare efficacemente le PR per diventare un’*autorità* anche sui tradizionali strumenti di comunicazione di massa e come lanciare da zero il proprio *brand online* e generare profitti continuativi in maniera completamente automatizzata.

- Video che vendono



L’obiettivo del corso consiste nell’insegnare: come aumentare la propria capacità di comunicazione attraverso le più efficaci tecniche di persuasione, come usare strategie di marketing per vendere tramite *webinar*, come usare i video *online* per raggiungere centinaia di migliaia di persone, come usare la persuasione *online* per portare gli utenti ad acquistare un determinato prodotto o servizio in maniera consapevole e come usare le dirette per vendere in tempo reale prodotti e servizi ad alto costo.

- Moltiplicare Clienti



L’obiettivo del corso consiste nell’insegnare: come impostare dalla A alla Z un *funnel* di successo capace di generare un flusso continuo di nuovi clienti, come promuovere una piattaforma E-Commerce che ti permetta di vendere prodotti o servizi in maniera automatica, come vendere prodotti su Amazon, affidando ad essa l’intero processo di gestione degli ordini, come sfruttare l’affiliazione, così da avere un *team* di venditori digitali capaci di vendere simultaneamente, come usare il *dropshipping* per vendere prodotti superando i classici problemi legati alla gestione della merce di magazzino.

### 2.2.3 Prodotti Online

In risposta alle misure di *lockdown* imposte dal governo, la Società ha spostato il proprio focus verso i corsi online, al fine di garantire ai propri clienti la possibilità di acquistare i prodotti offerti dalla Società. In particolare, la Società ha lanciato:

- **Master Online in Immobili in Affitto:** formato da più di 80 Video di Formazione suddivisi in 13 moduli operativi, più altri materiali e video bonus. All'interno del Corso si trova materiale che si prepone l'obiettivo di insegnare tutto ciò che c'è da sapere per fare soldi con i principali investimenti immobiliari che Alfio Bardolla stesso utilizza per generare una nuova fonte di reddito;
- **Master Online in Forex-Trading:** composto da oltre 80 lezioni video, audio e pdf per un totale di oltre 14 ore di lezioni semplici e pratiche, finalizzato a far conoscere il mondo del Forex Trading: la psicologia del trader di successo, gli strumenti del trading, la gestione del rischio e del portafoglio, come effettuare l'analisi tecnica e la strategia delle post-news;
- **Master Online in Marketing Formativo:** composto da oltre 80 lezioni video, audio e pdf per un totale di oltre 14 ore di lezioni semplici e pratiche, finalizzato a far conoscere il Marketing Formativo attraverso gli strumenti fondamentali del Funnel: Facebook Ads, Optin Page, Email Marketing e Sales Page;
- **Master online in Cripto-Trading:** composto da oltre 80 lezioni video, audio e pdf per un totale di oltre 14 ore di lezioni semplici e pratiche, finalizzato a far conoscere il Cripto-Trading attraverso 4 Fasi: cosa sono le criptovalute e come funziona la Blockchain, come cercare e analizzare le giuste opportunità, scegliere la strategia e la valuta adatta, calcolare il rischio e operare in assoluta tranquillità.

### 2.2.4 Coaching

L'offerta formativa di ABTG prevede anche la possibilità di partecipare a corsi individuali ("Coaching"), nell'ambito dei quali vengono strutturati dei percorsi personalizzati al fine di supportare il cliente durante il suo percorso formativo. Offre alla propria clientela corsi individuali nell'ambito delle seguenti aree:

- Libertà finanziaria e psicologia del denaro;
- Investimenti in immobili;
- AB trading school;
- Scuola di business e azienda.

Generalmente i corsi individuali sono svolti presso la sede legale o tramite collegamenti in audioconferenza e sono tenuti da esperti del settore di interesse del cliente.

## 2.2.5 Editoria e prodotti correlati

ABTG offre alla propria clientela una serie di prodotti gratuiti e a pagamento tramite *ebook*, videocorsi e audiocorsi, oltre che giochi in scatola per esercitarsi. Inoltre, la Società commercializza i libri opera di Alfio Bardolla.

- I soldi fanno la felicità



Il libro più famoso di Alfio Bardolla. L'autore si pone come obiettivo di insegnare ai lettori come vivere di rendita: ciò che conta, secondo Bardolla, è avere una corretta psicologia del denaro e l'apprendimento di tecniche di investimento alla portata di tutti. Il focus del libro è la comprensione di: quali siano le convinzioni negative sul denaro e come fare per cambiarle, come creare ricchezza investendo in immobili, come investire in Borsa guadagnando anche quando il mercato cala o sta fermo, come sostituire intelligenza e tempo alla mancanza di denaro per investire e come creare sistemi automatici in grado di generare ricchezza 24 ore al giorno.



### 2.3 Acquisizione Aste Giudiziarie Lombardia

Il Gruppo opera anche nel settore delle aste giudiziarie, tale attività viene svolta tramite la società controllata Aste Giudiziarie Lombardia S.r.l., *start-up* innovativa proprietaria di una piattaforma di aggregazione *real time* di immobili presenti nelle aste in tutto il territorio italiano, che mira ad offrire opportunità di partecipazione alle aste ad un pubblico di individui che si propongono l'obiettivo di acquisto della prima o delle seconde case, partecipando alle aste attraverso specifici servizi in abbonamento. In particolare, la Società ha sviluppato una piattaforma proprietaria che permette la ricerca di tutte le opportunità immobiliari all'asta nel territorio nazionale. Il business si basa principalmente su due linee di ricavo:

- Consulenza al cliente in tutto il processo di aggiudicazione delle aste (tale business è svolto principalmente nella provincia di Brescia e nelle provincie limitrofe);
- Sviluppo di una rete di partner (affiliati) a cui permettere l'utilizzo del "Modello AGL" garantendo formazione, assistenza e la necessaria *lead generation*.

ABTG ha reso nota l'operazione di acquisizione di Aste Giudiziarie Lombardia S.r.l. tramite comunicato stampa emanato in data 03/07/2019. Secondo quanto definito negli accordi, il 51% delle quote è stato acquistato ad un prezzo composto: da una parte fissa pari a € 0,15 mln (finanziato con mezzi propri) e da una componente variabile "*earn out*" calcolata sul 21% delle quote ad un multiplo pari a 6 volte l'EBITDA che sarà realizzato nel 2020.

L'accordo prevede anche la possibilità a favore di ABTG di acquisire il pacchetto di minoranza nella finestra 2024 - 2025 ad un multiplo di 6 volte EBITDA 2023 oppure sulla base dell'EBITDA 2024 come segue:

- Tra € 0,225 mln e € 1 mln: un multiplo di 3X EBITDA;
- Tra € 1 mln e € 1,4 mln: un multiplo di 4X EBITDA;
- Tra € 1,4 mln e € 1,6 mln: un multiplo di 5X EBITDA;
- Oltre € 1,6 mln: un multiplo di 6X EBITDA.

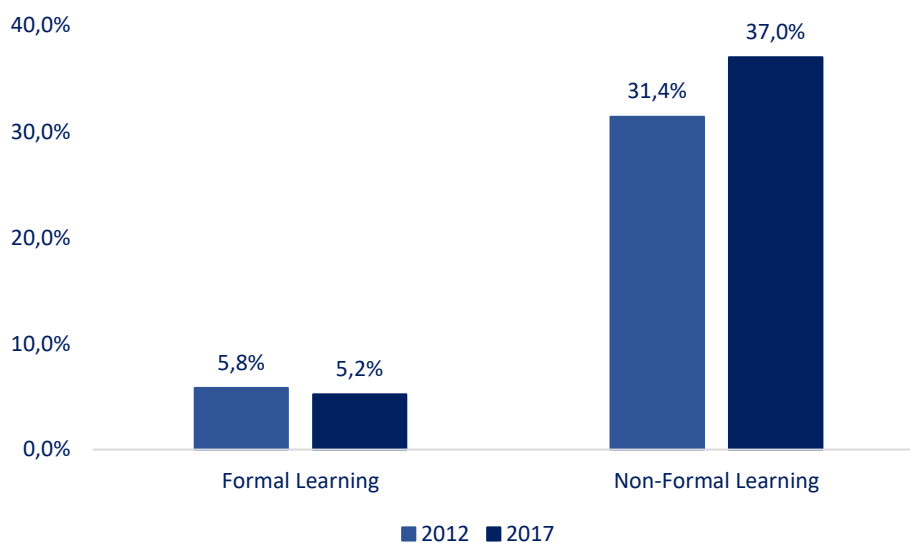
### 3. Il mercato

Il Gruppo opera nel settore della formazione finanziaria personale non formale sul mercato italiano e, in maniera residuale, su quello spagnolo.

Secondo la definizione ISTAT, la formazione è un processo continuo composto di eventi di apprendimento legati al ciclo di acquisizione, applicazione e aggiornamento delle conoscenze e competenze nell'arco della vita, non solo di quella lavorativa. Secondo le categorie stilate da ISTAT, è possibile parlare di: attività di formazione formale, attività di formazione non formale e apprendimento informale:

- **Attività di formazione formale:** legata ai corsi del sistema di istruzione, volti al conseguimento di titoli riconosciuti dal sistema nazionale delle qualificazioni (dalla licenza elementare al dottorato di ricerca);
- **Attività di formazione non formale:** si tratta di attività strutturate e organizzate che, tuttavia, non permettono di acquisire un titolo di studio;
- **Apprendimento informale:** legata alle attività di autoformazione non strutturate e praticate autonomamente al fine di acquisire o approfondire le proprie conoscenze su argomenti di interesse personale.

**Chart 7 – Formal and Non-Formal Learning in Italy between 18 and 74 years old**



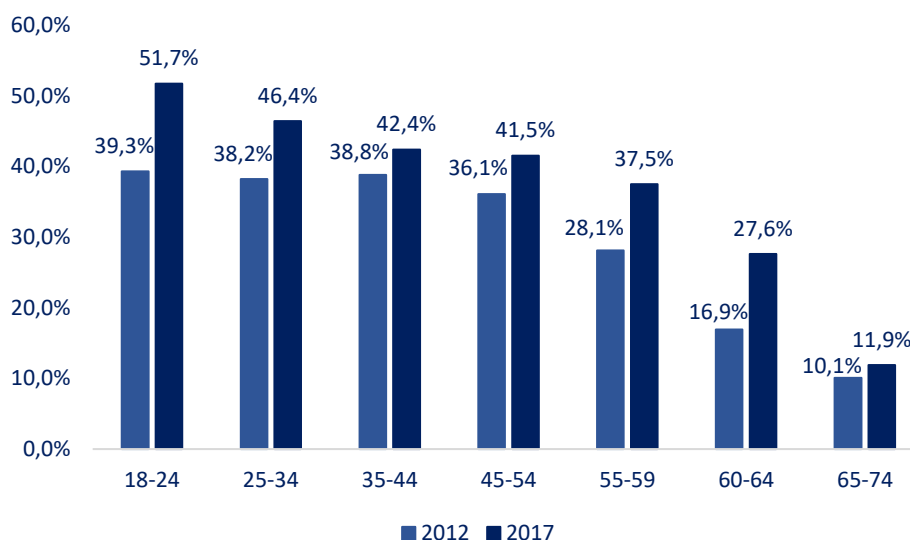
Source: "La Partecipazione degli adulti alle Attività Formative", ISTAT 2017

Tramite due diversi studi, ISTAT, ha confrontato la quota di persone adulte (comprese tra 18 e 74 anni) che hanno partecipato ad attività di formazione formale e non formale. Tra il 2012 e il 2017, la quota di partecipanti ad attività di formazione formale è scesa dal 5,8% al 5,2% (la percentuale risulta ovviamente essere più alta fra i giovani fino a 24 anni, pari al 33,7%), mentre la quota di partecipanti ad attività di formazione non formale è salita dal 31,4% al 37,0%.

### 3.1 Formazione Non Formale

Il Focus del Gruppo è sulle attività di formazione non formale, infatti, i corsi forniti da ABTG non permettono di acquisire titoli riconosciuti dal sistema nazionale delle qualificazioni.

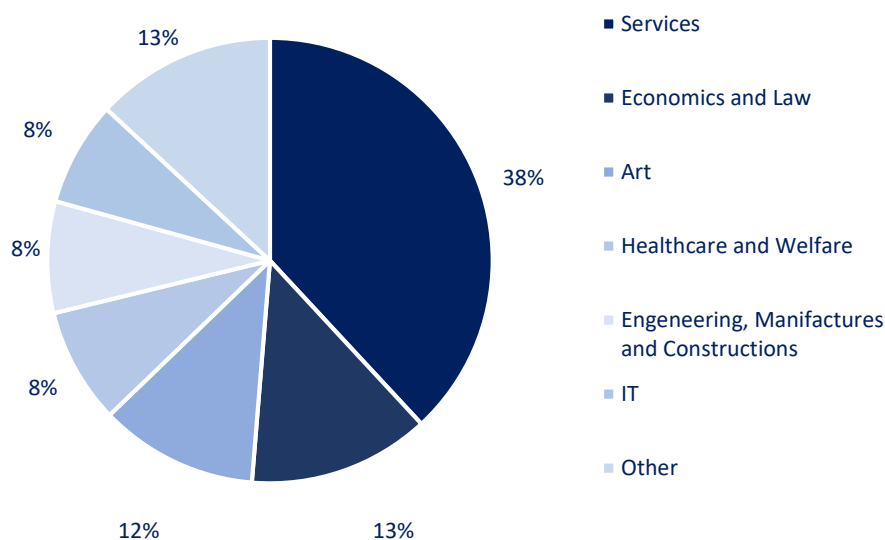
**Chart 8 –Non-Formal Learning by Age in Italy 2012-2017**



Source: “La Partecipazione degli adulti alle Attività Formative”, ISTAT 2017

La partecipazione ad attività di formazione non formale è aumentata per ogni fascia di età identificata dai report ISTAT dal 2012 al 2017. I maggiori incrementi sono stati registrati nelle fasce di età 18-24 e 60-64 che sono passate rispettivamente da una quota di partecipazione pari al 39,3% e al 16,9%, ad una quota rispettivamente pari al 51,7% al 27,6%.

**Chart 9 –Non-Formal Learning by Sector in Italy 2017**



Source: “La Partecipazione degli adulti alle Attività Formative”, ISTAT 2017

Gli argomenti più trattati nell'ambito della formazione non formale appartengono alla macro-area Servizi (pari al 38,1% del totale), che comprende sia i corsi per la sicurezza sul luogo di lavoro sia quelli più legati agli interessi personali (corsi sportivi e di attività fisica). Al secondo posto si posizionano le attività che hanno per argomento l'economia e le scienze giuridiche (pari al 13,2%), seguiti dai corsi di letteratura e arte (pari all'11,5%), nei quali rientrano anche attività come danza, musica, ballo, teatro e lingue straniere. Minore, invece, è la partecipazione ai corsi di formazione che trattano temi legati alla salute e al *welfare* (pari all'8,4%), all'ingegneria, manifattura e costruzioni (pari all'8,1%), o che riguardano l'informatica e l'uso del computer (pari al 7,6%).

#### 4. Swot Analysis

##### **Strengths:**

- *Expertise* nell'organizzazione di seminari e *coaching*;
- Offerta formativa altamente specializzata nella formazione finanziaria personale;
- *Database* clienti da sfruttare per le campagne di marketing;
- Elevato tasso di soddisfazione dei clienti, testimoniato dallo scarso utilizzo della clausola "soddisfatti o rimborsati";
- Riconoscibilità e fama di Alfio Bardolla e del marchio;
- Disponibilità di corsi *online*;
- Importante *track record* sia nel segmento corsi sia nel segmento editoria;
- Credibilità legata alla quotazione sul mercato AIM Italia;
- Sostanziale assenza di competitor diretti.

##### **Weaknesses:**

- *Brand* strettamente legato alla figura di Alfio Bardolla;
- Dimensioni aziendali ancora piuttosto ridotte.

##### **Opportunities:**

- Opportunità di internazionalizzazione;
- Crescente interesse verso la formazione finanziaria;
- Crescita del mercato *online*.

##### **Threats:**

- Ingresso di nuovi competitor sul mercato nazionale;
- Possibili difficoltà normative sui mercati esteri;
- Possibili modifiche alle normative sul mercato italiano;
- Possibili difficoltà legate alla diffusione dell'epidemia Covid-19.

## 5. Economics & Financials

**Table 1 – Economics & Financials**

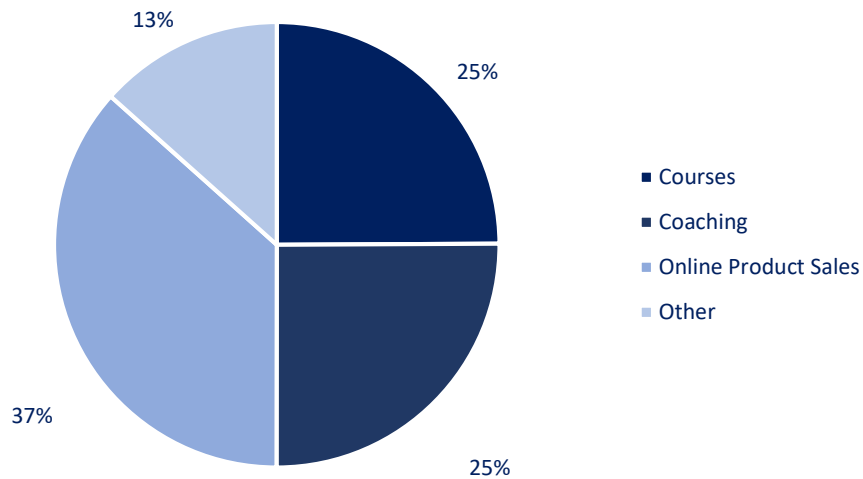
<b>INCOME STATEMENT (€/mln)</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>
Revenues	12,17	10,00	13,00	15,50	18,00
Other Revenues	0,12	0,05	0,00	0,00	0,00
<b>Value of Production</b>	<b>12,29</b>	<b>10,05</b>	<b>13,00</b>	<b>15,50</b>	<b>18,00</b>
COGS	0,13	0,05	0,15	0,20	0,25
Use of assets owned by others	0,51	0,55	0,70	0,90	1,00
Services	8,92	5,30	6,90	8,25	8,75
Employees	1,70	1,45	1,50	1,65	1,85
Other Operating Expenses	0,27	0,10	0,25	0,30	0,35
<b>EBITDA</b>	<b>0,76</b>	<b>2,60</b>	<b>3,50</b>	<b>4,20</b>	<b>5,80</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>6,2%</i>	<i>26,0%</i>	<i>26,9%</i>	<i>27,1%</i>	<i>32,2%</i>
D&A	1,87	1,35	1,70	1,70	1,90
<b>EBIT</b>	<b>-1,11</b>	<b>1,25</b>	<b>1,80</b>	<b>2,50</b>	<b>3,90</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>-9,1%</i>	<i>12,5%</i>	<i>13,8%</i>	<i>16,1%</i>	<i>21,7%</i>
Financial Management	(0,08)	(0,30)	(0,20)	(0,18)	(0,15)
<b>EBT</b>	<b>-1,19</b>	<b>0,95</b>	<b>1,60</b>	<b>2,32</b>	<b>3,75</b>
Taxes	0,01	0,35	0,50	0,70	1,10
<b>Net Income</b>	<b>-1,20</b>	<b>0,60</b>	<b>1,10</b>	<b>1,62</b>	<b>2,65</b>
<b>BALANCE SHEET (€/mln)</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>
<b>Fixed Assets</b>	<b>6,41</b>	<b>6,15</b>	<b>5,85</b>	<b>5,20</b>	<b>5,20</b>
Account receivable	0,83	1,20	1,55	1,80	2,10
Inventories	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00
Account payable	1,61	2,35	2,20	2,00	1,90
<b>Operating Working Capital</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(1,1)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>0,2</b>
Other receivable	2,57	2,75	2,40	2,20	2,25
Other payable	4,27	3,05	2,85	3,30	3,60
<b>Net Working Capital</b>	<b>(2,5)</b>	<b>(1,4)</b>	<b>(1,1)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(1,2)</b>
Severance Indemnities & Other Provisions	0,25	0,15	0,17	0,18	0,21
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>3,70</b>	<b>4,55</b>	<b>4,58</b>	<b>3,72</b>	<b>3,84</b>
Share Capital	5,09	5,09	5,09	5,09	5,09
Reserves	0,35	-0,85	-0,25	0,85	2,47
Net Income	-1,20	0,60	1,10	1,62	2,65
<b>Equity</b>	<b>4,24</b>	<b>4,85</b>	<b>5,95</b>	<b>7,57</b>	<b>10,22</b>
Cash & Cash Equivalent	1,09	0,90	2,36	4,59	6,92
Short Term Debt to Bank	0,12	0,00	0,00	0,00	0,00
M/L Term Debt to Bank	0,43	0,60	1,00	0,75	0,55
<b>Net Financial Position</b>	<b>(0,54)</b>	<b>(0,30)</b>	<b>(1,36)</b>	<b>(3,84)</b>	<b>(6,37)</b>
<b>SOURCES</b>	<b>3,70</b>	<b>4,55</b>	<b>4,58</b>	<b>3,72</b>	<b>3,84</b>
<b>CASH FLOW (€/mln)</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>
EBIT	-1,11	1,25	1,80	2,50	3,90
Taxes	0,01	0,35	0,50	0,70	1,10
<b>NOPAT</b>	<b>-1,12</b>	<b>0,90</b>	<b>1,30</b>	<b>1,80</b>	<b>2,80</b>
D&A	1,87	1,35	1,70	1,70	1,90
Change in receivable	-0,01	-0,37	-0,35	-0,25	-0,30
Change in inventories	-0,02	0,02	0,00	0,00	0,00
Change in payable	0,10	0,74	-0,15	-0,20	-0,10
Change in others	1,47	-1,40	0,15	0,65	0,25
<i>Change in NWC</i>	<i>1,54</i>	<i>-1,01</i>	<i>-0,35</i>	<i>0,20</i>	<i>-0,15</i>
Change in provisions	0,04	-0,10	0,01	0,01	0,03
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>2,33</b>	<b>1,15</b>	<b>2,67</b>	<b>3,71</b>	<b>4,58</b>
Capex	(1,22)	(1,09)	(1,40)	(1,05)	(1,90)
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>1,11</b>	<b>0,06</b>	<b>1,27</b>	<b>2,66</b>	<b>2,68</b>
Financial Management	(0,08)	(0,30)	(0,20)	(0,18)	(0,15)
Change in Debt to Bank	(0,31)	0,05	0,40	(0,25)	(0,20)
Change in Equity	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>	<b>0,72</b>	<b>-0,19</b>	<b>1,47</b>	<b>2,23</b>	<b>2,33</b>

Source: ABTG and Integrae SIM estimate

### 5.1 1H20A Results

Nonostante le difficoltà riscontrate a livello macroeconomico nel primo semestre dell'anno e le limitazioni imposte al business della Società, i risultati risultano sostanzialmente in linea con l'anno precedente in termini di ricavi e mostrano miglioramenti in termini di marginalità. Nel primo semestre, le *revenues* sono diminuite da € 5,45 mln del 30 giugno 2019 a € 5,03 mln. Il valore della produzione risulta in decrescita da € 5,66 mln a € 5,07 mln.

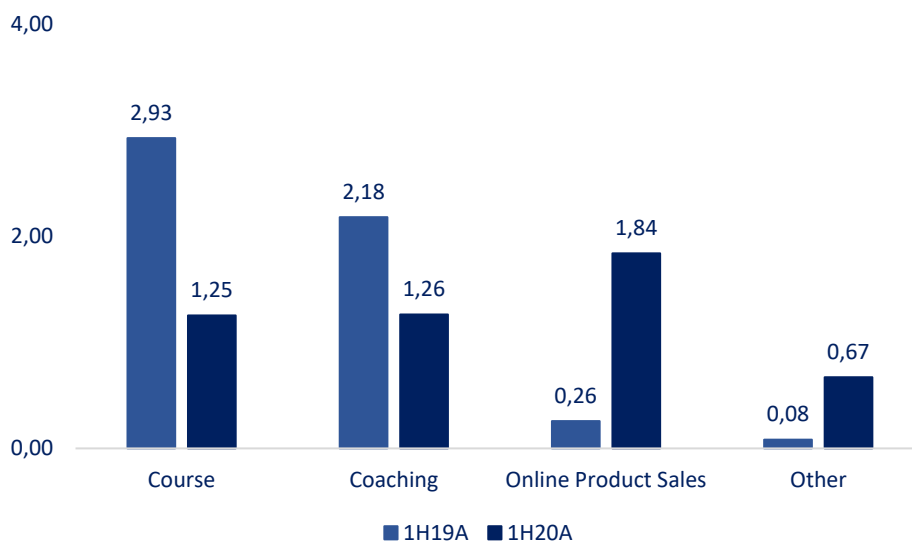
**Chart 10 – Revenues Breakdown by Line ABGT**



Source: ABTG

La principale fonte di ricavo per la Società è rappresentata dalle vendite di prodotti online, che ha generato una quota pari al 37% delle *revenues*. La seconda linea, in termini di ricavi prodotti, risulta essere la vendita di Coaching, in grado di generare il 25% dei ricavi totali. In linea con la vendita di Coaching, la vendita di corsi, tradizionale fonte di ricavo primaria della Società, ha generato il 25% dei ricavi totali. Tale suddivisione dei ricavi mostra la capacità della Società di adattarsi ai nuovi scenari creatisi in seguito alla diffusione dell'epidemia Covid 19.

**Chart 11 – Revenues by Line 2018A-2019A ABGT Spa**



Source: ABTG

Tra il primo semestre del 2019 e il primo semestre dell'anno in corso è possibile osservare una diminuzione dei ricavi da corsi del 57%. I ricavi da coaching mostrano una diminuzione del 42%. Infine, i ricavi da vendita di prodotti *online* aumentano esponenzialmente, grazie al lancio sul mercato dei nuovi prodotti *online* e alla modifica del business model necessaria in seguito alla diffusione dell'epidemia. La Società, nella prima metà dell'anno, non ha potuto completare eventi Wake Up Call.

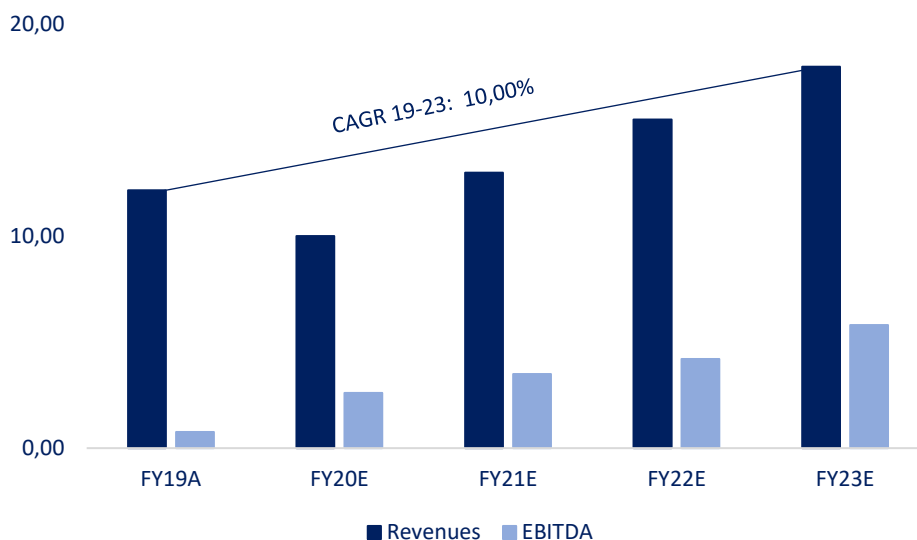
L'EBITDA risulta in crescita rispetto allo scorso anno, da € 0,3 mln a €1,2 mln, questa crescita è dovuta principalmente al nuovo mix di prodotti venduto che ha privilegiato prodotti a maggior marginalità. Di conseguenza, risultano in crescita anche EBIT e Net Income che crescono rispettivamente da - € 0,25 mln a € 0,5 mln e da - € 0,3 mln a € 0,2 mln.

A livello di Capex e di PFN non sono osservabili variazioni particolarmente significative, la PFN, infatti, passa da € 0,53 a € 0,54 mln.



5.2 Estimates FY20E – FY23E

**Chart 12 – VoP and EBITDA FY19A-23E**



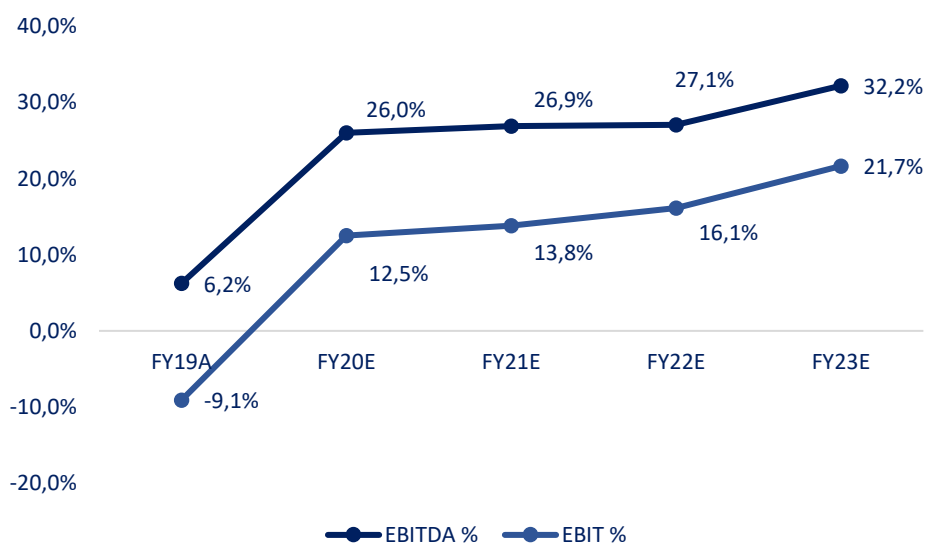
Source: Integrae SIM

Per i prossimi anni ci aspettiamo un incremento del valore della produzione che, secondo le nostre stime, passerà da € 12,29 mln del 2019A a € 18,00 mln del 2023E (CAGR19A-23E: 10,00%), grazie ai seguenti principali driver di crescita: consolidamento nazionale (tramite il rafforzamento del *brand* tramite attività di marketing e commerciali) e sviluppo estero (tramite la declinazione dell’offerta attuale per il mercato *spanish speaking* ed *english speaking*). In particolare, crediamo che questi processi saranno implementati tramite:

- **Corsi Online e Offline all’estero:** declinazione dell’offerta attuale per il mercato *spanish speaking* ed *english speaking*;
- **Partnership e Acquisizioni:** questo sarà possibile poiché il rapporto diretto con un elevato numero di persone risulta di interesse per diverse società le quali sono disposte a pagare *royalties* per siglare partnership commerciali;
- **Altri ricavi:** caratteristiche fondamentali, nonché punti di forza, della ABTG S.p.A. sono il proprio network e database (alimentato ogni mese grazie alle attività svolte dal *team*). Queste caratteristiche potranno essere utilizzate per la generazione di ulteriori ricavi (per esempio tramite pubblicità).

Inoltre, crediamo che la Società potrà beneficiare dei ricavi generati dalla neoacquisita Aste Giudiziarie Lombardia e della crescente domanda di corsi online.

**Chart 13 – Estimates Margin FY19A-23E**

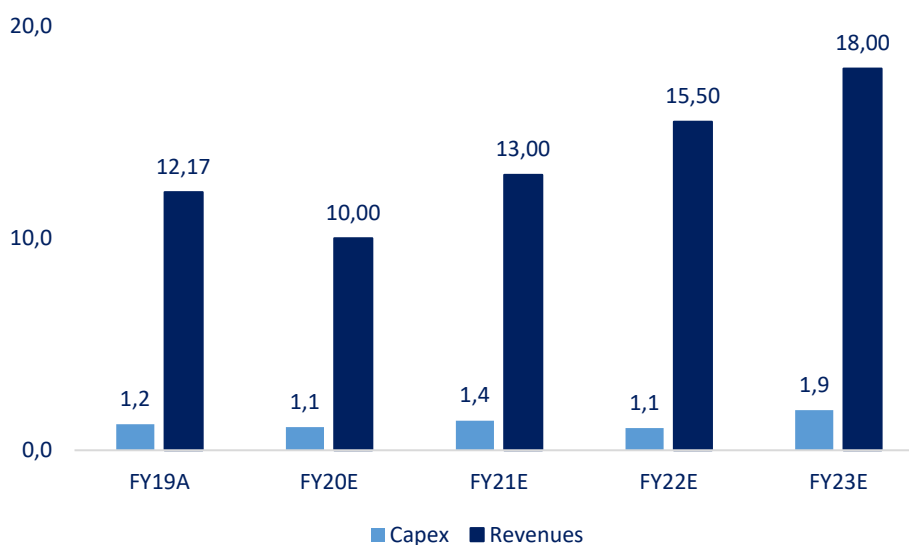


Source: Integrae SIM

Allo stesso modo, ci aspettiamo un incremento dell'EBITDA che, secondo le nostre stime, passerà da € 0,76 mln del 2019A a € 5,80 mln del 2023E, con conseguente incremento della marginalità che, secondo le nostre stime, passerà dal 6,2% registrato nel 2019A al 32,2% nel 2023E.

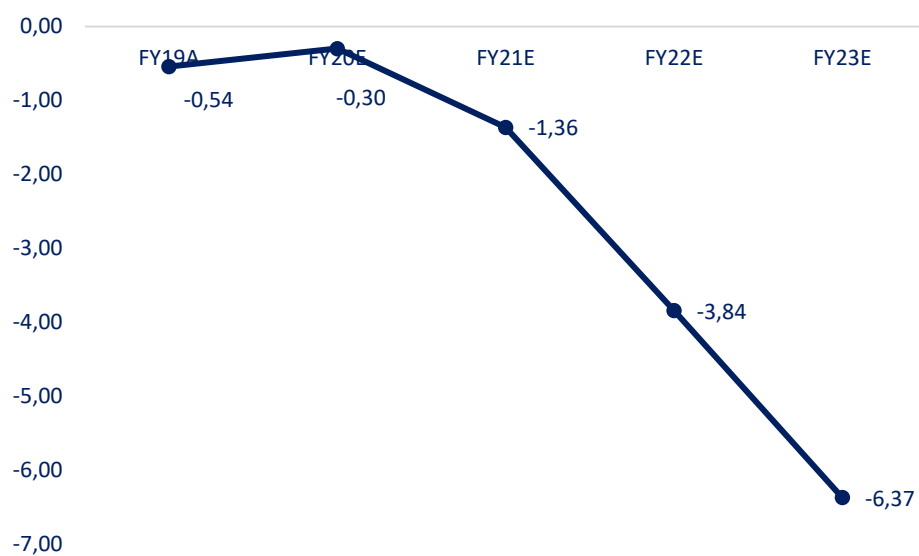
Il miglioramento della marginalità previsto è legato anche al focus sulla vendita di prodotti online, in linea con quanto osservabile nella relazione semestrale. Infatti, la vendita di prodotti online determina anche una migliore efficienza di struttura. In particolare, secondo le nostre stime, sarà possibile osservare una riduzione dell'incidenza dei costi per eventi e dei costi diretti.

**Chart 14 – Estimates Capex FY19A-23E**



Source: Integrae SIM

Chart 15 – Estimates NFP FY19A-23E



Source: Integrae SIM

In termini di NFP, crediamo che la Società sarà in grado di migliorare la propria situazione grazie all'abilità della gestione caratteristica di generare flussi di cassa positivi. La posizione finanziaria netta risulta negativa anche in ragione di valori di debito decisamente contenuti.

## 6 Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity range di ABTG sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili.

### 6.1 DCF Method

**Table 2 – WACC**

WACC		10,74%
Risk Free Rate	0,23% $\alpha$ (specific risk)	2,50%
Market Premium	8,46% Beta Adjusted	1,00
D/E (average)	5,26% Beta Relevered	1,04
Ke	11,19% Kd	3,00%

Source: Integrae SIM

In particolare:

- Il Risk-Free Rate è rappresentato dal Rendistato di settembre 2020 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 a causa della mancanza di competitor diretti quotati;
- Kd coincide con l'attuale costo del debito della Società.

Utilizzando questi dati, risulta un WACC di 10,74%.

**Table 3 – DCF Valuation**

DCF Equity Value		15,8
FCFO actualized	5,3	35%
TV actualized DCF	10,0	65%
<b>Enterprise Value</b>	<b>15,3</b>	<b>100%</b>
NFP (FY19A)	(0,5)	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di €15.8 mln**. Il **target price** è quindi di **€3,10, rating BUY e rischio MEDIUM**.

**Table 4 – Equity Value – Sensitivity Analysis**

€/mln		WACC						
		9,2%	9,7%	10,2%	10,7%	11,2%	11,7%	12,2%
Growth Rate (g)	2,5%	21,0	19,7	18,6	17,6	16,7	15,9	15,2
	2,0%	20,0	18,8	17,8	16,9	16,1	15,4	14,8
	1,5%	19,1	18,1	17,1	16,3	15,6	14,9	14,3
	1,0%	18,3	17,4	16,5	15,8	15,1	14,5	14,0
	0,5%	17,6	16,7	16,0	15,3	14,7	14,1	13,6
	0,0%	17,0	16,2	15,5	14,9	14,3	13,8	13,3
	-0,5%	16,4	15,7	15,1	14,5	13,9	13,4	13,0

Source: Integrae SIM

**Disclosure Pursuant to Article 69 Et seq. of Consob (Italian Securities Exchange Commission)  
Regulation No. 11971/1999**

**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 Journalist guild. Mattia Petracca is current financial analyst.

**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 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](http://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. 16190 of 29.10.2007, 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 ABTG S.p.A.;
- 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 ABTG S.p.A.;
- Integrae SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by ABTG S.p.A.

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.