

AIM Italia

Initiating Coverage

Rating: Buy

Target Price: Eur 1.60

Year	Sales	Ebitda	Ebit	Net Profit	EV/Ebitda	EV/Ebit	P/E
2014	3.407	163	-198	-333,9	75,5	n.m.	n.m.
2015F	3.884	564	153	86	18,2	67,5	n.m.
2016F	6.991	1.151	410	322	9,4	26,4	33,97
2017F	10.067	2.114	1.046	774	5,3	10,8	14,11

	Old	New
Rating	Buy	Buy
Risk Rating	Medium	Medium
Target (€)	1,22	1,60

Market Data (€)

Close Price (€)		0,985
Share Outstanding (m)		11,1
Market Cap. (€/m)		10,9
Market Float (%)		15,0
Avg daily Vol. (000s)		2,5
Past 12 Months	Max 1,04	Min 0,946

Performance

	3 M	12 M
Absolute	-2,5	-5,6
Relative	-9,5	-17,5



L'attività. WM Capital è il principale operatore nazionale specializzato nello sviluppo del Business Format Franchising con forte vocazione internazionale. WM Capital, grazie all'esperienza acquisita nel franchising con lo sviluppo di oltre 600 format italiani e internazionali, seleziona aziende clienti dal modello di business innovativo in settori con elevate potenzialità di crescita e le supporta direttamente nella creazione di sistemi a rete con interessanti progetti di sviluppo e possibilità concrete di creare valore nel tempo.

Il settore. In uno scenario di mercato in cui le tendenze di acquisto sono state profondamente modificate, l'evidenza mostra che i sistemi di franchising sembrano offrire al consumatore la sicurezza della qualità che, unita ad un prezzo che non risente della location perché omogeneo a tutta la rete, rende l'offerta appetibile. Nel confronto internazionale l'Italia è al quarto posto per il numero di franchise brand presenti per paese. I brand italiani in Europa sono circa 782, pari circa all'11% del totale dei marchi europei.

Le stime del periodo 2015-2019F. Abbiamo costruito le stime 2015-19F prendendo come base di riferimento i risultati consolidati 2014 e tenendo conto dei piani di sviluppo dei singoli business: AZ Franchising e Dr. Fleming, sia in Italia che all'estero.

La valutazione: rating Buy, target price €1.60, risk medium. La valutazione del capitale economico di WM Capital è stata condotta attraverso l'uso di tre metodologie: DCF e Multipli per AZ Franchising e opzioni per Dr. Fleming, ritenendo che lo stesso rappresenti un'ottima opportunità per gli azionisti, ma che al tempo stesso comporti un rischio imprenditoriale più elevato rispetto alla WM Capital stand alone, operante nel mercato da oltre 20 anni. Il valore del capitale economico di WM Capital risulta di €17,8 mln, vale a dire €1.60 per azione (da €1,2 per azione).

Antonio Tognoli
+39 02 7862 5303
antonio.tognoli@integrae.it

I risultati e le stime

I risultati 2014

Negli ultimi anni in Italia si è andata consolidando un'apprezzabile capacità di resistenza alla congiuntura economica da parte delle reti in franchising, sia in numero che in termini di valore. All'interno di un contesto economico-finanziario dove i principali indicatori macroeconomici mantengono segni negativi, i network in franchising hanno invece continuato il percorso di crescita, seppur contenuta, affermandosi come modalità di successo in termini di flessibilità e quali veri generatori di valore. Tra i dati importanti relativi al settore del franchising in Italia sono, riteniamo importante ricordare che:

- il fatturato derivante dal franchising raggiunge valori intorno ai 23 miliardi di euro;
- un incremento nell'ultimo anno del 10% delle reti italiane all'estero;
- un incremento nell'ultimo anno del 2% delle reti italiane all'estero in franchising;
- un incremento nell'ultimo anno del 7,6% dei master di franchisor stranieri in Italia.

In questo contesto di mercato, la strategia di crescita intrapresa da WM Capital si è basata sull'ampliamento del portafoglio di prodotti e servizi dedicati al mondo del franchising tra cui la consulenza, i servizi alle imprese, l'ingegnerizzazione dei sistemi, i programmi di formazione dedicati e l'affiancamento all'internazionalizzazione. L'ammontare degli investimenti ha riguardato le immobilizzazioni immateriali (€0,356 mln).

Il 2014 è il primo anno in cui la società redige il bilancio consolidato, dopo aver acquisito nel 2013 una partecipazione dell'85,83% della società Alexander Dr. Fleming Srl. Società che promuove lo sviluppo del format "Dr. Fleming", innovativo modello a rete di farmacie, parafarmacie e corner.

I ricavi consolidati sono rimasti sostanzialmente invariati rispetto al 2013 a €3,4 mln, mentre l'Ebitda ha subito una flessione del 54% a €263 mln per effetto del sostenimento dei costi relativi alla fase di start-up della Dr. Fleming, non ancora seguito dai relativi ricavi.

Per lo stesso motivo, l'aumento degli ammortamenti non ha permesso una crescita dell'Ebit, che risulta negativo per €0,198 mln (positivo per €0,208 mln nel FY13).

Le stime per il periodo 2015-19F

AZ Franchising

Nell'elaborare le stime 2015-19F, abbiamo tenuto conto dell'obiettivo del management di esportare il proprio format franchising nel mondo creando un network di società che collaborano con WM Capital a livello internazionale.

Lo sviluppo del web e del franchising con la sua dimensione sempre più mondiale e l'evoluzione continua del mercato sono i principali driver delle linee guida strategiche di AZ Franchising. In questo senso riteniamo che il pacchetto di offerta presenterà un differente mix di prodotti e servizi che si adattino meglio ad un contesto sempre più dinamico e orientato al web e alla multicanalità.

Gli investimenti nel portale web azfranchising.com fatti nel 2014, saranno integrati con ulteriori implementazioni, l'aumento del numero di servizi completerà un'offerta sempre più strutturata, WM capital diventerà l'interlocutore completo a cui il cliente potrà rivolgersi per tutte le sue esigenze.

L'innovazione e l'evoluzione dell'offerta per il retail sarà contestuale ad una crescita del numero di partnership strategiche che consentiranno di strutturare offerte sempre più complete e strutturate, su misura per il potenziale cliente. Al tempo stesso a partire dal 2015 verrà strutturata una rete commerciale dedicata alle soluzioni AZ Franchising che potrà contare su strutturate partnership commerciali.

I driver della crescita sono riconducibili a due direttrici:

- un pacchetto di offerta più verticale in termine di numero di servizi per il cliente. Nuovi Format, nuovi prodotti/servizi, dal consolidamento del servizio di consulenza, dallo sviluppo di nuovi pacchetti commerciali, da una miglior diffusione del know-how a franchisor e franchisee, dallo sviluppo di nuovi upselling (video, app, ricerche/dati, innovative soluzioni di marketing e comunicazione, fiere virtuali);
- l'incremento del parco clienti a livello internazionale, con il conseguente rafforzamento del network di franchising, sempre più clienti vedranno nel franchising la soluzione ideale per lo sviluppo del proprio brand e per l'evoluzione e la crescita del proprio modello distributivo.

Grazie al nuovo portale AZ Franchising.com implementato nel corso del 2014 la società ha già penetrato un mercato potenziale di 120 paesi con più di 2 mln di visite, una vetrina di primissimo piano che andrà a crescere nel corso del periodo di stima.

Il progetto di internazionalizzazione del format AZ Franchising si caratterizza per l'obiettivo di espandersi a livello mondiale in un arco temporale di 5 anni (2015-2019).

Di seguito il piano delle vendite previste per quattro fonti di reddito della società:

- **Editoria, a sua volta ripartibile in "Offline" e "Online"**. Per quanto riguarda l'editoria offline, stimiamo un tasso medio di crescita del fatturato nei prossimi 5 anni pari a circa il 20% annuo. Il dato storico registrato negli esercizi precedenti, insieme ad un trend di rinnovi crescente che ha raggiunto anche tassi pari al 70% del totale dei clienti, conferma l'editoria offline quale valido strumento utilizzato dai franchisor i quali continuano ad intensificarne l'utilizzo. Inoltre, la crescita del fatturato stimato riflette l'introduzione di nuovi prodotti e servizi che verranno commercializzati attraverso la piattaforma elettronica della Società.

Per quanto riguarda invece l'editoria online, si è stimato un tasso medio di crescita del fatturato nei prossimi 5 anni sino a rappresentare il 26% del fatturato nel 2019 (7% nel 2015). Tale sviluppo riflette il lancio, a partire dal mese di settembre 2013, del nuovo portale www.azfranchising.com, con il duplice intento di offrire visibilità internazionale ai brand italiani e, al contempo, visibilità ai brand internazionali interessati ad espandersi con il modello a rete, con l'obiettivo finale di divenire la piattaforma di riferimento per l'intero network internazionale di AZ Franchising. Inoltre nel sito nazionale, seguendo il trend e i risultati positivi sperimentati da altre riviste specializzate in temi economici sia a livello nazionale che internazionale, verranno offerte sezioni nuove ed aggiornate con contenuti personalizzati a pagamento. Un recente studio del gruppo Forrester afferma che nei prossimi 5 anni il numero dei lettori disposti a pagare per contenuti online crescerà del 65% (del 77% per le news). Inoltre il quadro generale di riferimento dell'andamento dei principali segmenti dell'advertising

online registra trend positivi e tassi di crescita fino al 31%, confermati da una marcata tendenza alla multicanalità nei processi decisionali e di reperimento delle informazioni tramite siti specializzati.

- **Fiere ed Eventi.** Per questa fonte di reddito abbiamo stimato un tasso medio di crescita del fatturato nei prossimi 5 anni pari a circa il 30%. Tale stima è stata effettuata prendendo in considerazione: la quota media di partecipazione a fiere che ciascun partecipante si ipotizza verserà, variabile a seconda che si tratti di evento fieristico vero e proprio o di fiera virtuale; il numero di partecipanti stimato, che si prevede aumenterà di anno in anno data la sempre maggiore presenza a livello internazionale di AZ Franchising.

Sin dal 2008, con la sperimentazione della prima fiera virtuale abbinata all'evento AZ Franchising Expo, sono state acquisite conoscenze approfondite che verranno ulteriormente ampliate tramite partner di prestigio per la realizzazione di nuovi format di eventi virtuali e fisici dedicati al franchising. Inoltre le fiere virtuali nel mondo sono un mercato molto ampio e in rapida crescita, che fonti indipendenti stimano raggiungerà la dimensione di 18 miliardi di dollari nel 2015, con un incremento annuale del +56%.

- **Formazione, consulenza e altri servizi.** Per questa fonte abbiamo stimato un tasso medio di crescita del fatturato nei prossimi 5 anni pari a circa il 30% (35% per l'area Formazione, che nei prossimi anni assumerà un sempre maggior peso relativo). L'ultra-decennale esperienza e la forte specializzazione nel settore, infatti, saranno un vero e proprio punto di forza della presenza del format AZ Franchising in veste di consulente sul mercato nazionale ed internazionale. Le recenti ricerche di mercato confermano che oltre l'86% dei franchisor effettua programmi di formazione periodica e la domanda nonché la ricerca di potenziali partner è in costante crescita.
- **International** è la quarta fonte di reddito del Business Format AZ Franchising. Il Business Format AZ Franchising nasce in Italia, paese che viene, dunque, in un'ottica di sviluppo internazionale, a configurarsi come il primo fondamentale hub europeo del network di società internazionali affiliate a tale format.

AZ Italia sta attualmente promuovendo a livello internazionale il progetto di espansione del Business Format AZ Franchising, che consiste nella realizzazione di un network di società affiliate, tramite la formula del franchising, in grado di replicare con successo all'interno del proprio mercato locale di riferimento il business model vincente sviluppato e perfezionato negli anni da AZ Franchising Italia. Il network internazionale, oltre alla sede italiana, ha come primo master franchisee a livello europeo una società affiliata con esclusiva per il territorio Romania – Moldavia.

La creazione di un network internazionale genera un moltiplicatore di valore per ogni singolo affiliato in quanto oltre alle potenzialità offerte dal proprio mercato di riferimento permette di instaurare relazioni dirette con le altre società del network consentendo, inoltre, di offrire a tutte le reti franchising a livello mondiale un canale altamente specializzato e professionale in grado di accompagnarle con una presenza diretta durante tutte le fasi del loro percorso di sviluppo internazionale.

Il progetto di internazionalizzazione del format AZ Franchising si caratterizza per l'obiettivo di espandersi a livello mondiale in un arco temporale di 5 anni (2015-2019). L'individuazione dei paesi target è stata preceduta da una lunga fase di ricerche e analisi quantitative e qualitative che hanno consentito di valutare le caratteristiche e le potenzialità di ciascun paese target.

Tra i paesi target, come già accennato nel paragrafo precedente, USA, UK e Cina (Hong Kong) si configureranno, in virtù della strategicità del loro posizionamento geografico, come aperture dirette con una partecipazione totalitaria da parte della società.

I restanti 27 paesi (di cui 1, la Romania, è già attivo dal 2011) entreranno a far parte del network di franchisee secondo la tempistica di aperture definita dal management della Società.

Dr. Fleming

Per quanto riguarda invece il business format “Dr. Fleming”, l’obiettivo del management è quello di diventare leader del mercato nazionale di farmacie, farmacie non convenzionate e corner, sviluppando un innovativo format franchising. Il piano di aperture previsionali 2015-2019 ha l’obiettivo di creare una rete capillare di affiliati su tutto il territorio nazionale sviluppando in parallelo una strategia di aperture dirette in location di prestigio con la funzione di guida e sostegno della rete stessa.

In termini finanziari, inoltre, tale processo richiederà un investimento elevato che riteniamo possa essere di circa €2,0 mln, essendo stati già effettuati, nel corso degli ultimi anni, una serie di investimenti in ricerca e sviluppo, tecnologia e software, nonché di allargamento e consolidamento del network, volti a gettare le basi per promuovere lo sviluppo del business format franchising negli anni successivi. La realizzazione dell’obiettivo strategico di Dr. Fleming richiede il passaggio della società dalla superata fase di start-up a quella di espansione e l’implementazione di un piano di crescita, anche a livello internazionale, per il quale è previsto un fabbisogno finanziario che verrà realizzato attraverso l’aumento di capitale sociale della capogruppo quotata.

La grande opportunità di accelerazione del percorso di crescita è offerta, oltre che da una crescente domanda del mercato, anche dal driver normativo, la Legge 69/2009 che ha individuato e definito i nuovi compiti e le nuove funzioni assistenziali che le farmacie, sia pubbliche, sia private operanti in convenzione con il S.S.N. potranno svolgere, ossia erogazione di servizi di primo livello, effettuazione presso le farmacie nell’ambito dei servizi di secondo livello, di prestazioni analitiche di prima istanza rientranti nell’ambito dell’autocontrollo.

L’innovazione del format Dr. Fleming, coglie tale driver ed è data, oltre che da un nuovo concept di “Farmacia dei servizi” che rivoluziona l’immagine stessa da luogo di retail a centro di benessere, dalla implementazione di varie strumentazioni mediche di ultima generazione che, attraverso un software proprietario, sono collegate in una formulazione di facile implementazione anche per le farmacie esistenti.

Il piano 2015-2019F prevede un significativo sviluppo del format franchising della controllata Alexander dr Fleming che comporterà un sensibile incremento del fatturato consolidato attraverso un piano di aperture di nuove parafarmacie e corner dei servizi all’interno di farmacie. In funzione di tale focus verrà rafforzata l’attività di infrastruttura tecnologica e network di AZ Franchising per il consolidamento in ambito nazionale e il posizionamento strategico in ambito internazionale.

Il piano di sviluppo di Dr Fleming è basato sulle importanti potenzialità offerte dal mercato anche in seguito all’evoluzione della normativa di riferimento che vede da un lato l’incremento della pianta organica e la liberalizzazione del mercato con l’apertura di nuove 5.000 farmacie a livello nazionale che si sommano alle oltre 18.000 già esistenti e dall’altro la normativa ha aperto lo sviluppo del mercato dei servizi all’interno delle settore farmaceutico. Il decreto legislativo 153/2009, in attuazione della legge 69/2009, ha individuato e definito i nuovi compiti e le nuove

funzioni assistenziali che le farmacie sia pubbliche sia private operanti in convenzione con il S.s.n., potranno svolgere:

- erogazione di servizi di primo livello;
- erogazione di servizi di secondo livello rivolti ai singoli assistiti;
- effettuazione, presso le farmacie, nell'ambito dei servizi di secondo livello, di prestazioni analitiche di prima istanza rientranti nell'ambito dell'autocontrollo.

Sulla base di questi driver stimiamo un numero di aperture cumulate al 2019 di complessivi 300 punti vendita, di cui 10 dirette (3%) a presidio del territorio nazionale, e il 97% di affiliazioni (90 Parafarmacie e 200 Corner). Il principale driver dello sviluppo riteniamo sarà basato sul tema normativo di favore e sulla domanda crescente. La sostenibilità del numero di aperture mediante la formula del franchising, a parità di intervallo temporale, è testimoniata anche dallo sviluppo in settori affini affiancati dal Gruppo nell'esperienza storica.

Lo sviluppo dei corner sarà trainato da importanti accordi quadro con Istituti bancari che, grazie al sistema di garanzie fornite dal diretto affiliato, potranno permettere una accelerazione del modello. Di seguito la progressione delle aperture dal 2014 al 2019F:

Fig. 1 – Le aperture del periodo 2015-2019F

DELTA	2014 actual	2015	2016	2017	2018	2019	Totale
Dirette	2	+2	+4	+2	0	0	10
Affiliate	2	+3	+8	+12	+25	+40	90
Affiliate corner	0	+7	+12	+36	+60	+85	200
Variazione annua	4	+12	+24	+50	+85	+125	
Totale progressivo	4	16	40	90	175	300	

Fonte: WM Capitale Integrae SIM

Alla fine del 2019F riteniamo che la composizione totale di Dr. Fleming comprenda:

- 10 farmacie non convenzionate
- 90 punti vendita affiliati
- 200 corner affiliati

E quindi raggiungere nel 2019F 300 punti vendita complessivi.

Nello sviluppo del piano le ipotesi alla base dei ricavi per ciascuna farmacia, parafarmacia e corner oggetto di affiliazione, abbiamo previsto la seguente composizione:

- Fee d'ingresso pagate dall'affiliato;
- Royalty, calcolate come percentuale del fatturato annuo generato dai punti vendita affiliati;
- Vendita di attrezzature per l'allestimento dei negozi e corner;
- Vendita del software e dei sistemi di gestione;
- Vendita prodotti a private label.

La formula dell'affiliazione diretta sarà affiancata, nel suo percorso di espansione, dalla creazione di Master franchisee regionali che avranno il ruolo di creare una sottorete indiretta di

affiliati per le varie regioni, la consociata Alexander Dr. Fleming S.a.g.l. fornisce in questo senso un canale privilegiato per il mercato internazionale.

Questa formula avrà un ruolo di acceleratore del modello di penetrazione del territorio oltre che facilitarne il processo di crescita. La struttura dei ricavi in alcune sue dinamiche potrà avere una sensibile modifica nella sua struttura non modificando però l'ordine di grandezza complessivo.

Il master franchisee avrà il compito e la responsabilità di espandere capillarmente, rispettivamente alla zona assegnata, il format delle farmacie e parafarmacie Dr Fleming.

La figura del Master è stata ideata per rappresentare la Dr Fleming nelle varie regioni italiane, suddivise in macro aree in base a dati statistici sulla distribuzione nazionale attuale di parafarmacie.

Tutto questo sarà parallelo a un percorso di internazionalizzazione supportato dalla WM dove la figura del Master non sarà più regionale ma su base nazionale e avrà il compito di diffondere e tutelare il marchio "DrF" nel rispetto delle linee guida, di controllare le performance degli affiliati e riportare i dati di questi ultimi alla casa madre.

Di seguito il conto economico e lo stato patrimoniale consolidato:

Fig. 2 – Il Conto Economico consolidato

€/000 Data	2013	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Core sales	3397,1	3406,8	3883,8	6990,8	10066,8	14596,8	20143,6
Inventories change	-13,8	-147,9	-150,0	-150,0	-150,0	-150,0	-150,0
Cost of good sold	-2839,2	-2841,6	-2883,1	-5085,8	-6884,2	-8983,9	-11405,9
Value added	544,2	417,3	850,7	1755,0	3032,6	5463,0	8587,7
Non core sales	103,9	124,2	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0
Cost of work	-204,4	-343,2	-391,2	-704,1	-1014,0	-1470,3	-2029,0
Other operative costs	-89,1	-35,4	-45,0	-50,0	-55,0	-60,0	-65,0
EBITDA	354,6	163,0	564,5	1150,8	2113,6	4082,7	6643,8
<i>Ebitda margin</i>	<i>10,4%</i>	<i>4,8%</i>	<i>14,5%</i>	<i>16,5%</i>	<i>21,0%</i>	<i>28,0%</i>	<i>33,0%</i>
Depreciation and amort	-146,0	-361,2	-411,8	-741,2	-1067,3	-1547,6	-2135,6
EBIT	208,6	-198,2	152,7	409,7	1.046,3	2.535,2	4.508,1
<i>Ebit margin</i>	<i>6,1%</i>	<i>-5,8%</i>	<i>3,9%</i>	<i>5,9%</i>	<i>10,4%</i>	<i>17,4%</i>	<i>22,4%</i>
Financial charge	-28,5	-24,5	-30,0	50,0	60,0	100,0	150,0
Extraordinary items	17,8	-40,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pre-tax profit	197,9	-263,4	122,7	459,7	1106,3	2635,2	4658,1
Taxes	-67,6	-70,5	-36,8	-137,9	-331,9	-790,5	-1397,4
Net profit	130,3	-333,9	85,9	321,8	774,4	1844,6	3260,7

Fonte: Stime Integrae SIM

Fig. 3 – Lo Stato Patrimoniale consolidato

Dati in €/000	2014	2015 ^F	2016 ^F	2017 ^F	2018 ^F	2019 ^F
Fixed assets	901,7	1031,7	1350,0	1400,0	1450,0	1500,0
Net working capital	1791,8	1747,7	2251,2	3475,6	5770,2	9980,9
Invested capital	2693,5	2779,4	3601,2	4875,6	7220,2	11480,9
Shareholders's equity	1322,1	3408,0	3729,7	4504,2	6348,8	9609,5
Net debt	1371,5	-628,5	-128,5	371,5	1371,5	1871,5
Source	2693,5	2779,4	3601,2	4875,6	7220,2	11480,9

Fonte: Stime Integræ SIM

Il business format “Dr. Fleming”

La società Dr. Fleming è partecipata, come dicevamo, da WM Capital all’85,83%. Allo scopo di dare maggior impulso alla crescita il CdA ha designato, quale nuovo consigliere, il Dott. Dario Belletti, consigliere delegato della società SIRPEA SPA, leader in Cosmetica e healthcare a livello internazionale, il quale ha accettato. L’Assemblea degli Azionisti di Alexander Dr Fleming per l’aumento di capitale e la nomina del nuovo consigliere è stata convocata per il giorno 10 Giugno 2015

Il format franchising Dr. Fleming è caratterizzato da 3 differenti tipologie:

1. Farmacie;
2. Farmacie non convenzionate;
3. Corner.

A sua volta ciascuna fattispecie si può configurare quale:

- Contratto di affiliazione con un potenziale franchisee;
- Apertura diretta da parte della società franchisor.

A livello complessivo l’obiettivo espresso in numero di aperture cumulate nel periodo 2015-19^F è di oltre 250 punti vendita. A parità di intervallo temporale (cinque anni), la formula del franchising applicata sia in settori affini (i.e. erboristerie e nutrizione e dietetica) sia in settori differenti (i.e. intimo) ha determinato la creazione di network con oltre 400 affiliati.

La progressione del numero di aperture annue per i primi due anni, a titolo prudenziale, tiene in considerazione una crescita moderata rispetto alla fase di sviluppo dei successivi anni. Questa dinamica evolutiva si riscontra frequentemente anche dal confronto e analisi dei principali network in franchising.

Riteniamo che il numero di aperture previste per il format franchising a marchio “Dr. Fleming” abbia altissime potenzialità di sviluppo che derivano anche da un quadro normativo della distribuzione farmaceutica in radicale evoluzione. In particolare con l’approvazione del D.L. “Cresci Italia” per il settore farmaceutico si è aperto un periodo di liberalizzazioni che consente l’aumento del numero di nuove farmacie (sono previste 5.000 nuove aperture) e l’apertura di

esercizi per la commercializzazione di prodotti farmaceutici presso centri commerciali, aree di servizio, stazioni ferroviarie, aeroporti civili e stazioni marittime. Il D.L. “Balduzzi” prevede, inoltre, un sostanziale allargamento della lista di prodotti commercializzabili in farmacie non convenzionate e corner nonché la possibilità di mettere in commercio prodotti con private label.

Il progetto di espansione a rete del business format Dr. Fleming prevede il coinvolgimento, in qualità di affiliati, non solo di farmacisti e di professionisti già operanti nel settore, ma anche di tutti gli imprenditori interessati a diversificare i propri investimenti ed entrare nel settore healthcare, il cui trend è di assoluta crescita; il target a cui WM capital si rivolge pertanto comprende una molteplicità di soggetti potenzialmente disposti ad investire nell’apertura di farmacie, farmacie non convenzionate e corner che potranno contare sul pieno supporto della società franchisor.

Le aperture dirette di farmacie, farmacie non convenzionate e corner estese su tutto il territorio nazionale hanno, secondo la stessa logica dei 3 “hub” del business model AZ Franchising sopra esaminati, che li ergeva a presidio delle macro aree dei singoli format, principalmente un duplice obiettivo strategico:

- supportare, in qualità di capo-area, lo sviluppo degli affiliati locali coordinandone le attività nonché le principali iniziative ed offrendo un primo supporto diretto nell’ambito territoriale di riferimento;
- ottenere location ad alta visibilità in posizioni strategiche al fine sia di promuovere l’immagine del brand attraverso dei “flagship store” presso i clienti che promuovere direttamente il progetto di affiliazione in franchising al format “Dr. Fleming”.

I modelli da cui deriveranno i ricavi sono sostanzialmente riconducibili alla creazione del network in franchising e alle aperture dirette.

Franchising

Per ciascuna farmacia, farmacia non convenzionata e corner oggetto di affiliazione, la Società ottiene il seguente schema di ricavi:

- Fee d’ingresso;
- Royalty, calcolate come percentuale sulla base di indicatori economici.

Dirette

Farmacia diretta. Il valore medio del fatturato di una farmacia privata (aperta al pubblico) sul territorio nazionale è pari a € 1,25mln (a regime). Il dato è ricavato dalle analisi di settore di diversi Uffici Unici delle Entrate in sede di accertamento. Nel modello di stima, a titolo prudenziale, il fatturato previsto per il primo anno di attività è pari a € 770k e viene stimata una crescita del 12% yoy, per un fatturato a regime nel 5° anno pari a circa € 1,2mln.

Si stima che la vendita prodotti copra l’88% del fatturato, il restante 12% è generato dai servizi offerti. Il rapporto di vendita tra “SSN” e “Libera vendita” è ripartito in parti uguali, al 50% e 50%. Tale suddivisione si basa sulle analisi dei valori svolte da Federfarma, AssoSalute e dal Ministero della Salute, su valori sviluppatasi nell’ultimo biennio alla luce della contrazione della spesa farmaceutica.

Per quanto riguarda il costo del venduto di una farmacia “Dr. Fleming”, affiliata o diretta, esso è espresso in termini percentuali sul valore della produzione in un’ottica di ottimizzazione dei costi e dei sistemi di acquisto e gestione delle referenze tipiche del format franchising. Questo

consente di ottenere un costo del venduto di circa il 60%. Abbiamo stimato che la marginalità che il format “Dr. Fleming” consente di ottenere alla farmacia equivalga al 40% circa.

Farmacia non convenzionata diretta. Il valore medio del fatturato di una farmacia non convenzionata sul territorio nazionale è pari a € 500k (a regime). Il dato è ricavato dalle analisi di settore AMPI (Associazione Nazionale Parafarmacie Italiane) e da ricerche specialistiche. Nel modello, a titolo prudenziale, il fatturato previsto per il primo anno di attività è pari a € 350k e viene stimata una crescita del 12% yoy, per un fatturato a regime nel 5° anno pari a circa € 550k. La “Vendita prodotti” rappresenta circa il 90% del valore della produzione, mentre il restante 10% è generato dall’offerta di “Servizi”. Il rapporto di vendita tra “Private label” e “Altri prodotti” è ripartito rispettivamente in 20% - 80%. Tale suddivisione si basa sulle analisi dei valori svolte da numerose ricerche e studi di settori.

Il costo del venduto di una farmacia non convenzionata “Dr. Fleming”, espresso in termini percentuali sul valore della produzione, in un’ottica di ottimizzazione dei costi e dei sistemi di acquisto e gestione delle referenze tipiche del format franchising, consente di ottenere un costo del venduto di circa il 60%. La marginalità che il format “Dr. Fleming” consente di ottenere alla farmacia non convenzionata si attesta sul 40%.

Corner diretto. Il valore medio del fatturato di un corner affiliato o diretto sul territorio nazionale è pari a € 800k (a regime). Il dato è ricavato dalle ricerche di mercato e dalle analisi di settore AMPI (Associazione Nazionale Parafarmacie Italiane). Nel modello, a titolo prudenziale, il fatturato previsto per il primo anno di attività è pari a € 500k e viene stimata una crescita del 12% yoy, per un fatturato a regime nel 5° anno pari a circa € 780k. Il rapporto di vendita tra “Private label” e “Altri prodotti” è ripartito rispettivamente in 20% - 80%. Tale suddivisione si basa sulle analisi dei valori svolte da numerose ricerche e studi di settori.

Il costo del venduto di un corner “Dr. Fleming”, affiliato o diretto, espresso in termini percentuali sul valore della produzione, in un’ottica di ottimizzazione dei costi e dei sistemi di acquisto e gestione delle referenze tipiche del format franchising, consente di ottenere un costo del venduto di circa il 60%. La marginalità che il format “Dr. Fleming” consente di ottenere al corner si attesta sul 40%.

La valutazione

Abbiamo condotto la valutazione di WM Capital sulla base di due metodologie: DCF e multipli. Ciascun modello di valutazione è in grado di cogliere uno o più aspetti della vita di un'azienda: reddituale, patrimoniale, basato sui flussi di cassa, basato sulla comparazione di aziende "simili" quotate. Per questo motivo riteniamo che un corretto mix tra le diverse valutazioni, sia in grado di meglio cogliere il "corretto fair value" di una società come WM Capital caratterizzata da alcune particolarità (flussi di cassa, management quality, track record, azionisti manager, sviluppo potenziale elevato).

Abbiamo modificato la metodologia di valutazione rispetto al report del 7 marzo 2014, soprattutto con riferimento a Dr. Fleming. Nel report precedente la stessa era stata valutata con la metodologia delle opzioni, avendo una visibilità ridotta del piano di sviluppo. Le stime e le assumptions dell'attuale valutazione sono basate sui risultati consolidati (AZ Franchising e Dr. Fleming).

Il modello DCF

I risultati dell'applicazione del modello DCF ai fini del calcolo dell'equity value di una società sono, come noto, funzione delle stime. Oltre al valore dell'equity ciò che assume rilevanza, ai fini della comparabilità dei risultati, è la qualità degli stessi, a sua volta funzione di numerose variabili, tra le quali la visibilità del business. Visibilità che, nel caso di WM Capital, ci consente di poter allungare l'orizzonte temporale fino al 2019F, anno in cui la redditività dei progetti iniziati nel 2014-15F, sarà pienamente visibile. Motivo questo per il quale il modello DCF riteniamo possa cogliere alcuni aspetti della vita dell'impresa che la comparazione con le altre società basata sui multipli non sarebbe in grado di approssimare.

Di seguito i dati di input:

Fig. 4 - I principali dati di input

Dati di input	
Equity % Target	50,0%
Debt % Target	50,0%
D/E	1,20
Theoretical tax rate	31,4%
Rf	1,35%
beta unlevered	1,50
Beta levered	1,90
Market Risk Premium	8,60%
Ke (CAPM)	16,75%
Kd	6,00%
Alfa (specific risk)	2,50%
WACC	10,43%

Fonte: *Stime Integraesim*

- il risk free è il rendimento lordo dei titoli di Stato (Fonte Banca d'Italia – Rendistato: titoli con scadenza compresa tra 4 anni e 6 mesi e 6 anni e 5 mesi);
- Il Beta unlevered è stato determinato sulla base del Beta medio a 1 anno relativo allo stesso campione di titoli comparabili usato per la determinazione dell'equity value con la metodologia dei multipli, pari a 1,50. Precisiamo che la scelta del periodo temporale (1 anno) e la frequenza delle osservazioni (settimanali) è stata scelta in funzione della massimizzazione della significatività della regressione lineare, espressa dal parametro R². Lo stesso è stato poi levereggiato sulla base del D/E medio. il Beta levered risulta così pari a 1,90x.
- il risk premium è quello calcolato dal prof. A. Damodaran per l'Italia e pubblicato sul suo sito (aggiornamento gennaio 2015);
- 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 tasso di crescita a lungo termine utilizzato per il terminal value è stato posto conservativamente pari all'1.0%.

Con le nostre stime ed i parametri utilizzati, il valore di AZ Franchising risulta pari a €20,6 mln dopo la posizione finanziaria netta.

Fig. 5 –Il modello DCF di AZ Franchising

Dati	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
EBIT	153	410	1.046	2.535	4.508
Imposte teoriche	(48)	(129)	(329)	(796)	(1.416)
NOPAT	105	281	718	1.739	3.093
Ammortamenti	412	741	1.067	1.548	2.136
Delta CCN	(130)	(318)	(50)	(50)	(50)
Flusso di cassa operativo	387	704	1.735	3.237	5.178
Investimenti	(2.000)	(250)	(250)	(250)	(250)
Saldo G. Finanz e Straord	(30)	50	60	100	150
Delta Patrimonio netto	2000	0	0	0	0
Free Cash Flow	357	504	1.545	3.087	5.078
DCF	323	413	1.147	2.075	3.092

Net Present Value

NPV Flussi	7.050
NPV T.V.	14.949
PFN	-1.371
E.V.	20.628

Fonte: Stime Integrae SIM

Per quanto riguarda invece la metodologia relativa, abbiamo considerato congiuntamente tre multipli (EV/Sales, EV/Ebitda e EV/Ebit) per il periodo 2014-16F di alcune società comparabili, andandone poi a mediare i risultati. Abbiamo scelto un campione di titoli rappresentativi di società operanti nel settore del franchising.

Il valore dell'equity calcolato attraverso la metodologia dei multipli come sopra delineata, risulta pari a €15,1 mln. L'equity value è più basso di quello risultante dalla metodologia DCF (€20,6), dove le stime si spingono fino al 2019F, esercizio in cui gli effetti del piano di sviluppo di Dr. Fleming saranno pienamente visibili. Le stime dei comparables si fermano invece al 2016, esercizio in cui l'incremento di fatturato e di redditività non sarà pienamente visibile.

Fig. 6 – I peers

	EV/SALES			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		EBITDA Margin			
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
McDonald's Corporation	3,9	3,8	3,6	10,6	10,3	9,8	12,5	12,1	11,4	17,6	16,7	15,4	36,6%	36,3%	36,7%
Yum! Brands Inc.	2,6	2,3	2,1	12,4	10,9	9,8	16,9	14,2	12,6	23,9	19,7	17,0	20,9%	21,4%	21,6%
Tim Hortons Inc. __	2,8	2,8	2,7	11,3	11,0	10,4	14,3	13,7	12,9	19,9	19,0	17,1	24,9%	25,6%	25,5%
Chipotle Mexican Grill	4,0	3,3	2,9	20,2	16,5	13,4	23,8	19,2	15,4	41,1	33,0	26,8	19,6%	20,3%	21,5%
Starbucks Corporation	3,4	3,1	2,8	16,2	13,5	11,7	20,3	16,5	14,0	31,4	26,3	22,0	20,7%	22,6%	23,6%
Darden Restaurants Inc	1,1	1,0	1,0	9,7	8,8	8,4	17,5	15,2	14,4	19,8	17,7	16,6	10,9%	11,4%	11,7%
Hyatt Hotels Corp	1,9	1,7	1,6	11,6	10,3	9,2	33,8	25,2	20,5	41,7	39,1	30,4	16,3%	16,9%	17,4%
Compass Group	1,0	1,0	0,9	11,2	10,9	10,2	13,8	13,5	12,7	18,7	18,0	16,5	8,9%	9,0%	9,2%
Whitbread PLC	2,7	2,4	2,2	10,9	9,9	8,9	14,5	12,9	11,7	18,7	16,6	14,8	24,8%	24,6%	24,6%
Burger King Worldwide Inc	8,5	9,1	8,6	14,6	13,6	12,5	16,1	14,9	13,5	24,2	21,6	18,4	58,0%	67,2%	68,6%
Sodexo SA	0,7	0,7	0,7	11,2	10,5	9,5	14,4	13,4	11,8	20,1	19,7	17,0	6,7%	7,1%	7,5%
Franco-Nevada Corp.	12,8	12,0	10,9	16,0	14,7	13,3	26,5	24,2	21,3	42,7	40,7	34,7	80,3%	81,3%	81,9%
Sherwin-Williams Co.	1,9	1,7	1,6	14,2	12,9	11,2	16,5	14,9	12,6	23,7	21,5	17,3	13,4%	13,5%	14,6%
Ralph Lauren Corp	1,9	1,8	1,7	10,4	9,7	8,7	12,8	12,1	10,7	20,4	18,6	16,0	18,7%	18,5%	19,1%
Hugo Boss AG	2,7	2,5	2,3	11,5	10,4	9,3	13,9	12,6	11,2	18,8	16,7	14,6	23,2%	23,5%	24,2%
Media	3,5	3,3	3,0	12,8	11,6	10,4	17,8	15,6	13,8	25,5	23,0	19,6	25,6%	26,6%	27,2%

Fonte: Elaborazione Integrae SIM su dati Infinancials

Mediando i risultati (50% ciascuno) dei due modelli valutativi, ne risulta un valore di WM Capital pari a €17,8 mln, vale a dire €1,60 per azione (€1,2 nella nota del 7 Marzo 2014).

**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, Associazione Italiana Analisti Finanziari – AIAF Board member, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV, member of Organismo Italiano di Contabilità - OIC, international account working group and Journalists guild.

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	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
7/3/2014	Buy	1,22	Medium	Initiating Coverage

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.

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, Integræ 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.

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

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

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) Integræ 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 Integræ SIM states that:

Integræ SIM S.p.A. operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Nominated Adviser of the WM Capital S.p.A. .;

Integræ SIM S.p.A. pays, or has paid in the past 12 months inside of the engagement of specialist, research services for Capital S.p.A. of WM Capital

Integræ SIM S.p.A. plays, or has played in the last 12 months, the role of specialist financial instruments issued by WM Capital S.p.A. .;

Integræ SIM S.p.A. has played in the last 12 months, the role of Joint Global Coordinator in the offer aimed at institutional MTF AIM listing of financial instruments issued by Italy WM Capital S.p.A.