SIM INTEGRÆ

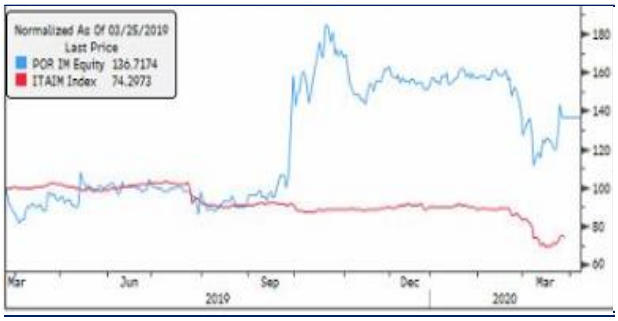
Data produzione: 27 Marzo 2020 - h 18.30 | Data pubblicazione: 30 Marzo 2020 - h 7.00

PORTOBELLO — *Italy* — *FTSE AIM Italia* — *Retail & Media*

Rating: BUY (unch.) **Target Price: € 25,60** (prev. €15,66) **Update** **Risk: Medium**

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-9,01%	-9,82%	29,90%	49,35%
to FTSE AIM Italia	4,28%	5,79%	47,72%	74,39%
to FTSE STAR Italia	14,42%	16,08%	46,26%	65,21%
to FTSE All-Share	16,91%	17,75%	51,30%	67,95%
to EUROSTOXX	11,39%	14,77%	49,28%	63,56%
to MSCI World Index	7,95%	10,39%	44,00%	60,15%

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



Stock Data	
Price	€ 8,08
Target price	€ 25,60
Upside/(Downside) potential	216,87%
Bloomberg Code	POR IM EQUITY
Market Cap (€m)	21,94
EV (€m)	27,19
Free Float	16,30%
Share Outstanding	2.715.800
52-week high	€ 11,20
52-week low	€ 4,68
Average daily volumes	6.000

FY19A Results

I risultati del FY19A sono stati molto positivi e hanno superato abbondantemente le nostre stime sia in termini di sales sia in termini di marginalità. Le sales sono superiori del 13,4% rispetto alle stime, registrando un fatturato complessivo di € 46,0 mln (+109% rispetto a € 22,0 mln nel 2018).
L'EBITDA registrato è superiore del 75,4% a quello stimato ed è pari a € 8,2 mln , in miglioramento di € 4,8 mln rispetto al 2018 (+ 142,8%). L'EBITDA margin si attesta al 18,2%, anch'esso in crescita rispetto al 15,8% del 2018.

Key Financials (*€m*)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Sales	46,0	65,0	90,0	120,0
EBITDA	8,2	10,2	15,5	21,4
EBIT	6,8	8,5	13,6	19,3
Net Profit	4,8	6,0	9,6	13,8
EPS (€)	1,75	2,19	3,52	5,08
EBITDA margin	17,9%	15,7%	17,2%	17,8%
EBIT margin	14,8%	13,0%	15,1%	16,1%
Net Profit margin	10,3%	9,2%	10,6%	11,5%

Estimates Update

Per quanto riguarda l'epidemia Covid 19, riteniamo che possa esserci un impatto diretto soltanto sul ramo retail, per il resto, vista la natura del business, la Società sarà a supporto delle controparti nello smaltimento degli eccessi di magazzino risultanti da questo periodo di chiusura forzata. Inoltre, la Società potrà trarre beneficio dalle previsioni del decreto "Cura Italia".
Riteniamo che il fatturato possa passare dagli attuali € 46 mln del 2019A a circa € 120 mln del 2022E (CAGR 19A-22E: 37,63%) e che dal 2022E la marginalità possa tornare ad essere simile a quella del 2019A

Main Ratios	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	3,3	2,7	1,8	1,3
EV/EBIT (x)	4,0	3,2	2,0	1,4
P/E (x)	4,6	3,7	2,3	1,6

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Portobello sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. 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 €72,5 mln. L'*equity value* di Portobello utilizzando i market multiples risulta essere pari €66,6 mln (includendo un discount pari al 25%). Ne risulta un *equity value* medio pari a circa €69,5 mln. Il target price è di € 25,60, *rating* BUY e rischio MEDIUM.

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Value of prodution	**10,00**	**22,05**	**46,03**	**65,00**	**90,00**	**120,00**
COGS	9,69	23,63	31,05	44,00	60,50	80,50
Change in raw materials	(1,57)	(7,16)	0,89	(0,40)	(2,20)	(3,10)
Services	0,42	0,68	2,81	4,50	6,10	7,70
Use of assets owned by others	0,27	0,44	0,97	1,30	1,90	2,50
Employees	0,65	1,00	1,87	4,40	6,70	9,00
Other Operating Expenses	0,02	0,06	0,20	1,00	1,50	2,00
EBITDA	**0,54**	**3,40**	**8,25**	**10,20**	**15,50**	**21,40**
EBITDA Margin	*5,4%*	*15,4%*	*17,9%*	*15,7%*	*17,2%*	*17,8%*
D&A	0,03	1,05	1,45	1,75	1,95	2,10
EBIT	**0,51**	**2,35**	**6,79**	**8,45**	**13,55**	**19,30**
EBIT Margin	*5,1%*	*10,6%*	*14,8%*	*13,0%*	*15,1%*	*16,1%*
Financial Management	0,00	0,00	(0,14)	(0,10)	(0,10)	0,10
EBT	**0,51**	**2,34**	**6,66**	**8,35**	**13,45**	**19,40**
Taxes	0,17	0,55	1,90	2,40	3,90	5,60
Net Income	**0,34**	**1,80**	**4,75**	**5,95**	**9,55**	**13,80**

BALANCE SHEET (€/mln)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Fixed Asset	**0,16**	**2,45**	**3,57**	**4,30**	**4,90**	**5,20**
Account receivable	1,95	15,12	19,46	27,50	38,00	50,00
Inventories	3,31	10,47	9,33	10,00	12,50	16,00
Account payable	5,95	11,82	14,01	20,00	27,50	36,00
Operating Working Capital	**(0,69)**	**13,77**	**14,78**	**17,50**	**23,00**	**30,00**
Other Receivable	1,38	2,90	6,32	8,50	12,00	16,00
Other Payable	0,96	13,83	9,24	12,50	17,50	23,00
Net Working Capital	**(0,27)**	**2,85**	**11,86**	**13,50**	**17,50**	**23,00**
Severance Indemnities & Other Provisions	0,03	0,05	0,09	0,22	0,32	0,45
NET INVESTED CAPITAL	**(0,13)**	**5,24**	**15,35**	**17,58**	**22,08**	**27,75**
Share Capital	0,05	0,52	0,52	0,52	0,52	1,52
Reserves	0,01	3,04	4,84	9,59	15,54	25,09
Net Profit	0,34	1,80	4,75	5,95	9,55	13,80
Equity	**0,41**	**5,35**	**10,11**	**16,06**	**25,61**	**40,41**
Cash & Cash Equivalent	0,54	0,59	1,04	3,68	7,03	14,66
Financial Debt	0,00	0,48	6,28	5,20	3,50	2,00
Net Financial Position	**(0,54)**	**(0,11)**	**5,24**	**1,52**	**(3,53)**	**(12,66)**
SOURCES	**(0,13)**	**5,24**	**15,35**	**17,58**	**22,08**	**27,75**

CASH FLOW (€/mln)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EBIT		2,35	6,79	8,45	13,55	19,30
Taxes		0,55	1,90	2,40	3,90	5,60
NOPAT		**1,80**	**4,89**	**6,05**	**9,65**	**13,70**
D&A		1,05	1,45	1,75	1,95	2,10
Change in Account Receivable		(13,17)	(4,34)	(8,04)	(10,50)	(12,00)
Change in Inventories		(7,16)	1,14	(0,67)	(2,50)	(3,50)
Change in Account Payable		5,87	2,19	5,99	7,50	8,50
Other Changes		11,34	(8,01)	1,08	1,50	1,50
Change in NWC		**(3,12)**	**(9,01)**	**(1,64)**	**(4,00)**	**(5,50)**
Change in Provision		0,03	0,03	0,14	0,10	0,13
OPERATING CASH FLOW		**(0,24)**	**(2,64)**	**6,30**	**7,70**	**10,43**
Capex		(3,34)	(2,58)	(2,48)	(2,55)	(2,40)
FREE CASH FLOW		**(3,58)**	**(5,22)**	**3,82**	**5,15**	**8,03**
Change in Financial Debts		0,48	5,80	(1,08)	(1,70)	(1,50)
Financial Management		(0,00)	(0,14)	(0,10)	(0,10)	0,10
Change in Equity		3,15	0,00	0,00	0,00	1,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY		**0,05**	**0,45**	**2,64**	**3,35**	**7,63**

Source: Portobello and Integrae SIM estimates

1.1 FY19A Results

Table 2 – FY19A vs FY19E

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY19A	**46,0**	**8,2**	**17,9%**	**6,8**	**4,8**	**5,2**
FY19E	40,0	4,7	**11,8%**	3,6	2,4	2,0
Change	*15,1%*	*75,4%*	*6,2%*	*88,7%*	*98,1%*	*N.A.*

Source: Portobello

I risultati del FY19A sono stati molto positivi e hanno superato abbondantemente le nostre stime sia in termini di sales sia in termini di marginalità. Le sales sono superiori del 13,4% rispetto alle stime, registrando un fatturato complessivo di € 46,0 mln (+109% rispetto a € 22,0 mln nel 2018).

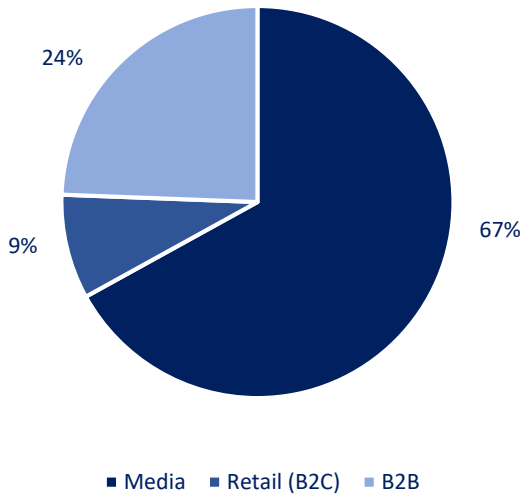
L'EBITDA registrato è superiore del 75,4% a quello stimato ed è pari a € 8,2 mln, in miglioramento di € 4,8 mln rispetto al 2018 (+ 142,8%). L'EBITDA margin si attesta al 18,2%, anch'esso in crescita rispetto al 15,8% del 2018. L'importante miglioramento è imputabile principalmente all'ampliamento del volume d'affari, alla maggiore efficienza gestionale e all'ottimizzazione delle marginalità delle singole attività. Rispetto alle stime della precedente ricerca, si registrano alcune differenze nella distribuzione dei costi, poiché, nel corso del 2019, il rapporto con alcune risorse della struttura manageriale è stato gestito tramite contratti di consulenza.

L'EBIT registra una variazione positiva del 189,7% attestandosi a € 6,7 mln contro i € 2,3 mln del 2018. L'EBIT margin ha fatto registrare un incremento dell'4,1% rispetto allo stesso periodo dell'esercizio precedente, attestandosi al 15% (10,9% nel 2018).

Per quanto riguarda la NFP, la variazione è principalmente dovuta a: investimenti in nuovi media, campagne pubblicitarie di brand awareness ed investimenti relativi a *portobelloplace.it* (sito e app) oltre ad investimenti sul miglioramento della struttura logistica.

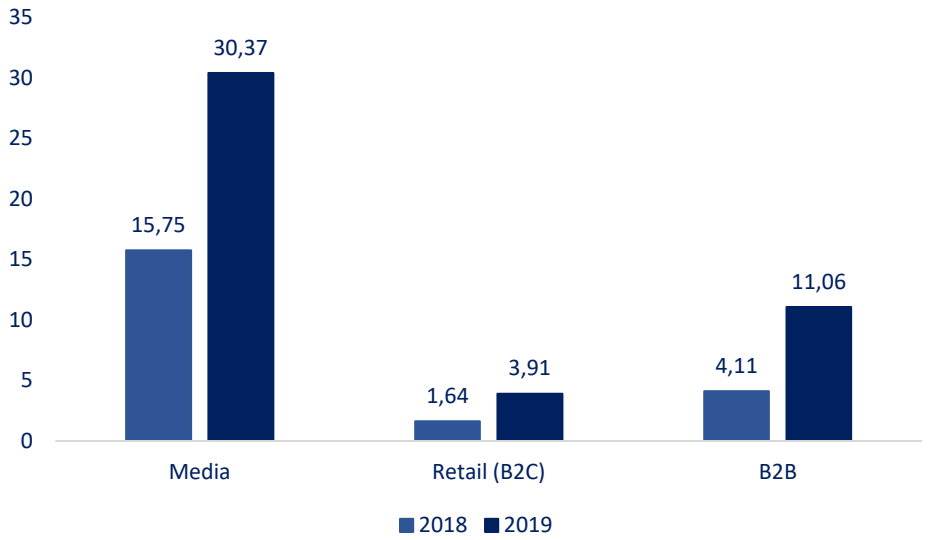
La NFP è stata influenzata anche dal peggioramento della gestione del capitale circolante, dovuto all'incremento del volume di affari con nuove controparti di primaria importanza nazionale che offrono condizioni contrattuali molto differenti rispetto alle realtà locali, con le quali era solita interfacciarsi la Società. Infine, evidenziamo come la Società abbia invece efficientato la gestione del magazzino, tale valore si riflette anche nella voce "change in raw materials" in Conto Economico.

Chart 1 – Sales Breakdown FY19A



Source: Portobello

Chart 2 – Sales Breakdown FY19A- FY18A



Source: Portobello

Gli importanti valori di crescita realizzati da Portobello sono imputabili alla crescita di ognuno dei segmenti di attività. Infatti, sia il fatturato sia la marginalità sono aumentati per ogni *Business Unit*. In particolare, il settore Media ha visto crescere il fatturato del 93% arrivando a € 30,4 mln (€ 15,8 mln nel 2018) mentre il B2C (Retail) è cresciuto del 139% arrivando a € 3,9 mln (1,6 mln nel 2018), infine il segmento B2B è cresciuto anch'esso del 169% arrivando a € 11,1 mln (4,1 mln nel 2018).

Le crescite nei diversi settori sono dovute a:

- **Media**: i principali driver di crescita della *business unit* sono da ricondursi: 1) al rafforzamento del posizionamento di Portobello nel mercato nazionale quale *player* affidabile e competitivo nel comparto pubblicitario 2) alla capacità del management di acquisire spazi pubblicitari ad alto impatto mediatico e 3) all'incremento delle vendite delle pagine pubblicitarie di proprietà. Nel 2019 i periodici già diffusi nell'esercizio precedente hanno consolidato il loro posizionamento nel mercato nazionale, incrementando le vendite e conseguentemente la valorizzazione degli spazi pubblicitari in essi presenti. Portobello ha, inoltre, acquisito il 24,5% della società Web Magazine Makers (che detiene la licenza della rivista Rolling Stone in esclusiva per l'Italia) e lanciato il portale portobelloplace.it. Nel corso del 2019, si è assistito ad un importante incremento della quota di controparti con le quali la Società ha concluso accordi di scambio "media contro media". In particolare, questi accordi hanno riguardato controparti come: cinema nazionali, radio nazionali e locali ed editori e canali TV di importanza nazionale. Questo ha consentito di ottenere un posizionamento di mercato sempre più rilevante quale operatore media e conseguentemente veder aumentata la marginalità.

- **Retail**: nel corso dell'esercizio 2019 sono stati aperti 4 nuovi punti vendita a Roma e 1 ad Ostia. La crescita di questa *business unit* è dovuta anche al *restyling* del *layout* dei punti vendita, operazione che ha permesso l'ottimizzazione degli spazi destinati all'organizzazione e alla valorizzazione delle diverse categorie merceologiche presenti negli store, migliorando allo stesso tempo l'esperienza di acquisto della clientela. Il *restyling* ha prodotto risultati importanti e tangibili anche sui principali indicatori economici e gestionali dei negozi, come appare evidente dal confronto Like for Like con i punti vendita già aperti nell'esercizio 2018: fatturato in aumento del 36%, margine lordo in aumento del 37%, margine percentuale in aumento del 11%, numero medio scontrini in aumento del 75%. Nel corso del 2019 la Società, inoltre, ha firmato un accordo con il famoso calciatore Francesco Totti, con oggetto la licenza esclusiva per lo sfruttamento dei diritti di utilizzazione della sua immagine per la realizzazione e diffusione di uno Spot pubblicitario, che è andato in onda su scala nazionale a partire dal mese di dicembre 2019.

- **B2B**: Questo tipo di attività risulta utile al fine di monetizzare quei prodotti che non sono rivendibili nei punti vendita Portobello, oppure relativi agli acquisti che hanno volumi troppo elevati rispetto ai negozi attualmente aperti. In particolare, la business unit è destinata alla vendita all'ingrosso di: a) categorie merceologiche non posizionabili negli store quali automobili, immobili e food and beverage ecc. e b) allo smaltimento di categorie merceologiche che gli store di Portobello non riescono a gestire per un problema di capacity. Le vendite B2B hanno registrato un'ottima crescita grazie all'incremento dei contratti di permuta e alla capacità della Società di cogliere le opportunità di monetizzare gli stock senza significativa perdita di marginalità.

1.2 New estimates FY20E – FY22E

In data 12 marzo 2020 si è resa necessaria la temporanea chiusura dei punti vendita Portobello in conseguenza dell'applicazione del DPCM 11 marzo 2020 a seguito della diffusione dell'epidemia Covid 19. Al momento, non è possibile quantificare gli effetti economici e finanziari dell'attuale emergenza, in quanto perdura uno stato di incertezza sulla durata della chiusura straordinaria, sono tuttavia possibili alcune considerazioni di natura qualitativa rispetto alle diverse *business unit* della Società. L'attuale situazione di chiusura forzata avrà un impatto diretto solamente sul fatturato della *business unit retail* la quale, tuttavia, pesa meno del 9% rispetto al fatturato complessivo al 2019. Tuttavia, la Società beneficerà dell'accesso alla cassa integrazione e del credito di imposta sugli affitti, consentendo di mitigare gli effetti di questa chiusura forzata.

Inoltre, vista la natura del business, la Società sarà a supporto delle controparti nello smaltimento degli eccessi di magazzino risultanti da questo periodo di chiusura forzata. Infine, il decreto "Cura Italia" contiene previsioni che potranno dare ulteriore spinta all'attività di business della Società in relazione alla nuova formulazione del credito d'imposta sulla pubblicità per l'anno 2020.

Table 3 – Estimates Updates

€/mln	FY2020E	FY2021E	FY2022E
Sales			
New	**65,0**	**90,0**	**120,0**
Old	55,0	70,0	85,0
Change	*18,2%*	*28,6%*	*41,2%*
EBITDA			
New	**10,2**	**15,5**	**21,4**
Old	6,7	9,0	11,5
Change	*52,2%*	*72,2%*	*86,1%*
EBITDA %			
New	**15,7%**	**17,2%**	**17,8%**
Old	12,2%	12,9%	13,5%
Change	*28,8%*	*34,0%*	*31,8%*
EBIT			
New	**8,5**	**13,6**	**19,3**
Old	5,4	7,3	9,7
Change	*56,5%*	*85,6%*	*99,0%*
Net Income			
New	**6,0**	**9,6**	**13,8**
Old	3,7	5,0	6,5
Change	*63,0%*	*92,9%*	*114,0%*
NFP			
New	**1,5**	**(3,5)**	**(12,7)**
Old	1,5	1,0	(3,0)
Change	*n.m.*	*n.m.*	*n.m.*

Source: Integrae SIM

Per le tre diverse *business unit*, nei prossimi anni, ci aspettiamo:

- **Media.** Prevediamo che l'aumento del numero di controparti disponibili a siglare accordi di scambio "media contro media" e la conseguente crescita della marginalità continueranno anche nei prossimi anni in funzione del miglioramento del posizionamento competitivo della Società.

- **Retail.** Come detto in precedenza, riteniamo che l'epidemia Covid 19 possa impattare direttamente solamente su questa *business unit*. Per questo motivo abbiamo mantenuto stime di crescita molto conservative riguardo al fatturato del segmento retail.

  Con riferimento al 2020, prevediamo che Portobello possa aprire store sia tramite "apertura diretta" sia tramite franchising:

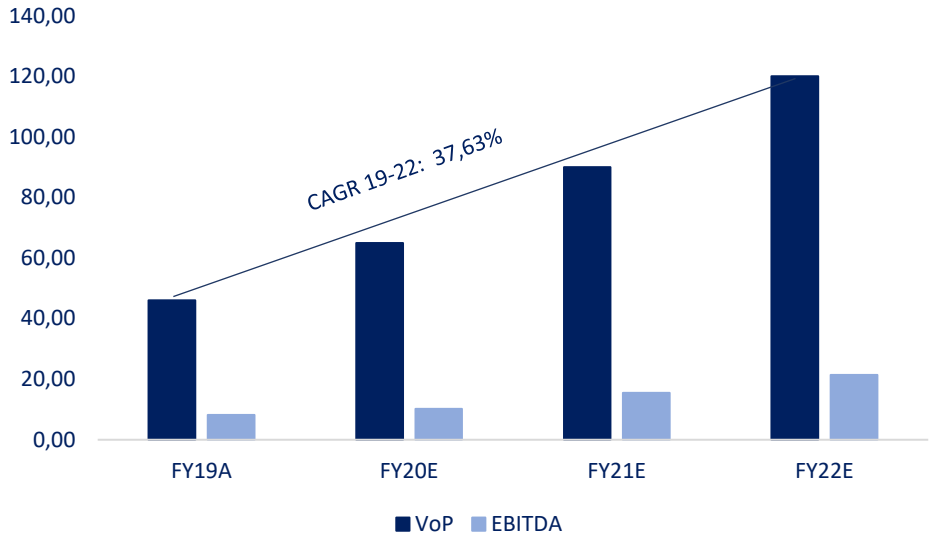
  - Per quanto riguarda l'apertura diretta, Portobello ha già siglato accordi per l'apertura di tre nuovi store a Milano per il 2Q 2020.

  - Per quanto riguarda l'attività di franchising stimiamo che Portobello possa aprire 4-6 store entro la fine del 2020 e circa altri 15 entro la fine del 2021. Questo sarà possibile anche grazie agli ingenti investimenti che la Società ha effettuato in termini di brand awareness nel corso del 2019 (tramite la partnership con Francesco Totti) e che sta continuando nel 2020 per campagne pubblicitarie sulle principali TV nazionali, grazie a nuovi spot pubblicitari che vedono come testimonial Paolo Bonolis.

- **B2B.** Per i prossimi anni, riteniamo che la componente legata allo smaltimento di categorie merceologiche che gli store di Portobello non riescono attualmente gestire per un problema di capacity avrà una quota sempre minore sul totale del fatturato del segmento B2B grazie all'apertura di nuovi store sia tramite "aperture dirette" sia tramite franchising.

Alla luce di queste stime, ci aspettiamo che, nei prossimi anni, aumenterà l'incidenza sul fatturato della *business unit* retail a svantaggio della business unit B2B.

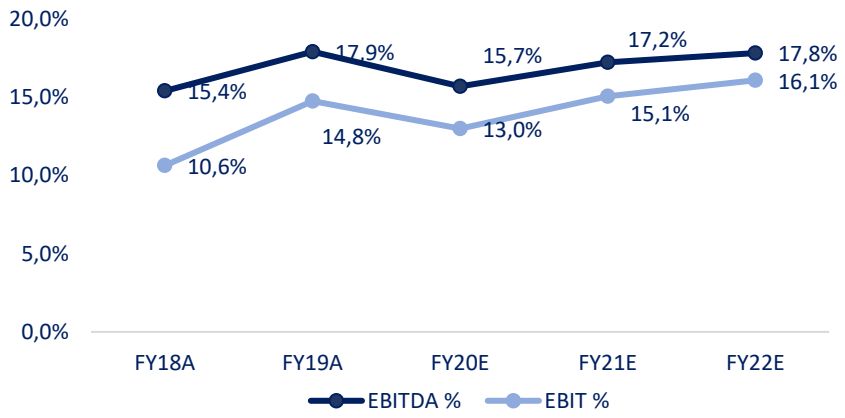
Chart 3 – VoP and EBITDA FY19A-22E



Source: Portobello

Considerando il tasso di crescita degli ultimi anni e quanto detto in merito alle nostre aspettative di sviluppo delle tre *business unit*, riteniamo che il fatturato possa passare dagli attuali € 46 mln del 2019A a circa € 120 mln del 2022E (CAGR 19A-22E: 37,63%).

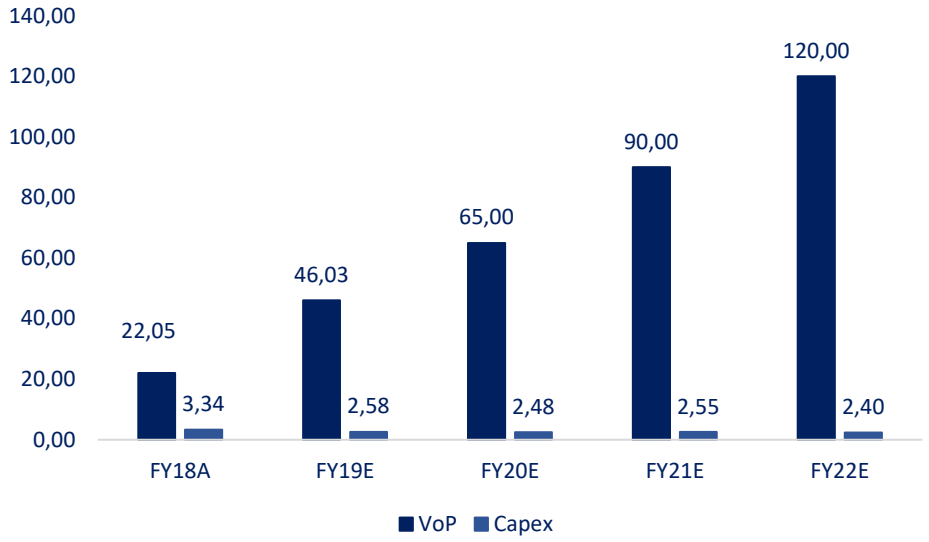
Chart 4 – Margins FY18A-22E



Source: Portobello

Per quanto riguarda le stime di marginalità dell'anno in corso e dei prossimi due anni, nonostante gli ottimi risultati presentati per l'anno 2019A, preferiamo rimanere piuttosto conservativi data l'incertezza attuale legata all'epidemia Covid-19. Prevediamo dunque una leggera decrescita della marginalità per il 2020E ed una crescita dell'EBITDA Margin per i due anni successivi fino ad arrivare a valori simili a quelli registrati nel 2019A. Inoltre, così come comunicato dalla Società nel comunicato stampa del 20/12/19, ci aspettiamo un significativo aumento dei costi di struttura dovuti alla nuova sede, oltre che a costi del personale maggiori in quanto, conseguentemente all'aumento del volume degli affari, la Società necessita dell'inserimento di nuove figure manageriali e di staff.

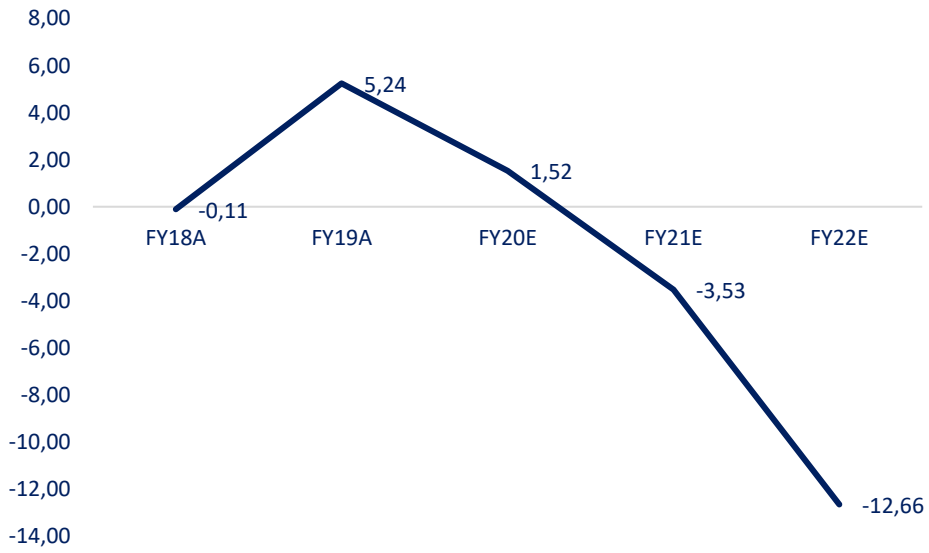
Chart 5 – Capex FY18A-22E



Source: Portobello

Per il periodo considerato, abbiamo stimato investimenti totali di circa €7,5 mln spalmati in tre anni. Gli investimenti saranno necessari: per l'apertura di nuovi store sia a Milano sia a Roma, per i continui investimenti in campagne pubblicitarie di *brand awareness* sui principali mezzi di comunicazione con testimonial di caratura nazionale.
Riteniamo che la società possa interessarsi ad acquisizioni di media nazionali (o quote di partecipazione degli stessi) così come fatto nel 2019. Tuttavia, non siamo oggi in grado di stimare la quota di tali eventuali investimenti.

Chart 6 – NFP FY18A-22E



Source: Portobello

Stimiamo che, dopo un peggioramento nell'anno 2019A dovuto all'incremento del debito necessario al sostenimento degli investimenti per l'acquisizione del 24,5% della società Web Magazine Makers, per il marketing e per il lancio di *portobelloplace.it* (sito e app), la NFP tenderà a migliorare nei prossimi anni, in funzione del graduale ripianamento del debito contratto e della crescente capacità di generare flussi di cassa positivi.

2. Valuation

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

2.1 DCF Method

Table 4 – WACC

WACC			8,43%
Risk Free Rate	0,17%	α (specific risk)	2,5%
Market Premium	7,37%	Beta Adjusted	0,90
D/E (average)	11,11%	Beta Relevered	0,97
Ke	9,29%	Kd	1,0%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 8,43%

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		72,5
FCFO actualized	14,9	19%
TV actualized DCF	62,8	81%
Enterprise Value	**77,7**	100%
NFP (FY19A)	5,2	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, ne risulta un **equity value di €72,5 mln**.

Table 6 – Equity Value - Sensitivity analysis

€/mln		WACC						
		6,9%	7,4%	7,9%	8,4%	8,9%	9,4%	9,9%
Growth Rate (g)	2,5%	119,4	106,9	96,8	88,3	81,2	75,1	69,8
	2,0%	108,3	98,0	89,5	82,2	76,1	70,7	66,0
	1,5%	99,2	90,6	83,3	77,0	71,6	66,8	62,7
	1,0%	91,7	84,3	78,0	72,5	67,7	63,4	59,7
	0,5%	85,4	78,9	73,4	68,5	64,2	60,4	57,0
	0,0%	79,9	74,3	69,4	65,0	61,2	57,7	54,6
	-0,5%	75,2	70,2	65,8	61,9	58,4	55,3	52,4

Source: Integrae SIM

2.2 Market multiples

I nostri *panel* sono formati da società operanti negli stessi settori di Portobello, ma con una capitalizzazione maggiore. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il DCF *method*.

Table 7.1 – Market Multiples (Retail)

Company name	EV/EBITDA (x)		EV/EBIT (x)		P/E (x)	
	FY20E	FY21E	FY20E	FY21E	FY20E	FY21E
Wal-Mart Inc.	11,3	11,0	17,1	16,4	22,6	21,3
Dollar General Corp.	12,7	11,7	15,5	14,2	19,1	17,2
Dollar Tree Inc.	9,1	8,6	12,9	12,1	15,8	14,4
Target Corporation	8,3	7,9	12,4	11,8	14,7	13,6
Maisons du Monde SA	3,6	3,2	5,2	4,9	6,7	5,9
Peer Median	**9,1**	**8,6**	**12,9**	**12,1**	**15,8**	**14,4**

Table 7.2 – Market Multiples (Media)

Company name	EV/EBITDA (x)		EV/EBIT (x)		P/E (x)	
	FY20E	FY21E	FY20E	FY21E	FY20E	FY21E
Cairo Communication S.p.A.	3,5	3,8	4,9	5,1	4,4	4,0
Arnoldo Mondadori Editore S.p.A.	4,2	4,1	5,7	5,6	8,2	7,8
GEDI Gruppo Editoriale S.p.A.	5,5	5,9	16,3	14,0	20,1	15,9
Lagardere SCA	4,2	4,1	7,5	6,5	5,7	4,9
DigiTouch SpA	1,9	N/A	4,1	3,4	5,8	N/A
Peer Median	**4,2**	**4,1**	**5,7**	**5,6**	**5,8**	**6,3**

Source: Infinancials

Table 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	2020E	2021E
Enterprise Value (EV)		
EV/EBITDA	67,83	98,27
EV/EBIT	78,80	120,32
P/E	64,38	99,15
Equity Value		
EV/EBITDA	66,3	101,8
EV/EBIT	77,3	123,9
P/E	64,4	99,2
Equity Value post 25% discount		
EV/EBITDA	49,7	76,3
EV/EBIT	58,0	92,9
P/E	48,3	74,4
Average	**52,0**	**81,2**

Source: Integrae SIM

L'equity value di Portobello utilizzando i *market multiples* EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E risulta essere pari a circa €88,8 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità di Portobello rispetto ai *comparables*, oltre che a una capitalizzazione più bassa. Pertanto**, ne risulta un *equity value* di €66,6 mln**.

2.3 Equity Value

Table 9 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	69,5
Equity Value DCF (€/mln)	72,5
Equity Value multiples (€/mln)	66,6
Target Price (€)	**25,60**

Source: Integrae SIM

L'*equity value* medio è pari a €69,5 mln. Il *target price* è quindi di € 25,60 (prev. €15,66). Confermiamo *rating* BUY e rischio MEDIUM.

Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	2020E	2021E	2022E
EV/EBITDA	7,3x	4,8x	3,5x
EV/EBIT	8,8x	5,5x	3,9x
P/E	11,7x	7,3x	5,0x

Source: Integrae SIM

Table 11 – Current Price Implied valuation multiples

Multiples	2020E	2021E	2022E
EV/EBITDA	2,7x	1,8x	1,3x
EV/EBIT	3,2x	2,0x	1,4x
P/E	3,7x	2,3x	1,6x

Source: Integrae SIM

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

Analyst/s certification

The analysts who have produced the following analyses hereby 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 them) 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: Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi is Integrae SIM's currently Head of Equity Research. Mattia Petracca is currently a 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 table below, shows INTEGRAE SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
20/09/2018	5.30	Buy	6.00	Medium	Initiation of coverage
09/04/2019	5.36	Buy	11.40	Medium	Update
26/09/2019	6.22	Buy	15.66	Medium	Update

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

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

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or

contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific resuit 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 and/or target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRAE 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 directly, 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 Portobello S.p.A.;
- Integrae SIM S.p.A. It pays, or has paid in the past 12 months inside of the engagement of research services in favor of Portobello 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 Portobello 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.