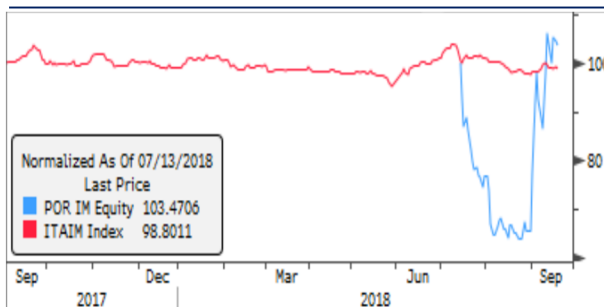


PORTOBELLO	Italy	FTSE AIM Italia	Retail & Media
Rating: BUY	Target Price: Euro 6,0	Inizio copertura	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	1,89%	N/A	N/A	N/A
to FTSE AIM Italia	-1,15%	N/A	N/A	N/A
to FTSE STAR Italia	-2,73%	N/A	N/A	N/A
to FTSE All-Share	-3,28%	N/A	N/A	N/A
to EUROSTOXX	-3,14%	N/A	N/A	N/A
to MSCI World Index	-2,96%	N/A	N/A	N/A

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



Stock Data (al 18/09/2019)

Price	€ 5,30
Target price	€ 6,00
Upside/(Downside) potential	13,21%
Bloomberg Code	POR IM EQUITY
Market Cap (€m)	14,4
EV (€m)	13,9
Free Float	16,30%
Share Outstanding	2715800
52-week high	€ 5,69
52-week low	€ 3,17
Average daily volumes (1m)	20000

Company overview

Portobello è un'azienda italiana nata nel 2016, fondata con l'obiettivo di sviluppare il proprio business in diversi settori: 1) MEDIA (57% del fatturato); 2) RETAIL (8% del fatturato); 3) B2B (35% del fatturato). Il modello di business circolare di Portobello rappresenta un unicum sul mercato.

Key Financials (€m)	2017A	2018E	2019E	2020E
Sales	10,0	19,0	25,0	32,0
EBITDA	0,6	2,0	2,7	3,6
EBIT	0,5	0,9	0,9	1,6
Net Profit	0,3	0,6	0,6	1,0
EPS (€)	0,13	0,22	0,22	0,37
EBITDA margin	5,5%	10,3%	10,6%	11,3%
EBIT margin	5,2%	4,7%	3,6%	4,8%

Risultati del 1H18

Il I semestre del 2018 vede una forte crescita dei ricavi e, allo stesso tempo, una crescita sia in valore assoluto sia in termini relativi dell'EBITDA margin e dell'utile netto. Portobello continua la fase di forte crescita raggiungendo un fatturato netto di € 8.15 mln rispetto ai €2.8 mln al 30 giugno 2017. L'EBITDA, pari ad €0,85 mln nel I semestre 2018 contro €0,036 mln nel I semestre 2017.

Main Ratios	2017A	2018E	2019E	2020E
EV/EBITDA (x)	25,3	7,1	5,2	3,9
EV/EBIT (x)	26,7	15,4	15,4	9,0
P/E (x)	42,4	24,0	24,0	14,4

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione sulla base di due metodologie: DCF e multipli di un campione di società comparabili. Il DCF restituisce un equity value pari a € 17,7,3mln (WACC 8,88% che include un rischio specifico del 2,5%). Il metodo dei multipli (EV/EBITDA, EV/SALES), restituisce un valore pari a €19,6mln al quale abbiamo applicato uno sconto del 25% per tenere conto della inferiore capitalizzazione di Portobello rispetto ai peers individuati. Pertanto l'equity value calcolato tramite il metodo dei multipli risulta pari a €14,7mln. L'equity value di Portobello risulta pari a €16,2mln, quindi €6,00 ad azione. Rating BUY e Risk Medium.

Antonio Tognoli

+39 02 87208 703

antonio.tognoli@integraesim.it

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

Table of Contents

1. Company Overview	3
1.1 L'attività.....	3
1.2 Cenni storici	3
1.3 Gli azionisti	4
1.4 Il modello di business	4
1.5 Key People	8
1.6 Clienti/Fornitori	9
2. Le divisioni	10
2.1 Media.....	10
2.2 Retail.....	10
Shop.....	10
Mini Store	11
Online	11
2.3 B2B.....	12
3. Il mercato.....	13
3.1 Media.....	13
3.2 Retail.....	14
3.3 Barter.....	15
3.4 Posizionamento competitivo.....	16
4. I dati storici e le stime.....	18
4.1 1H18	18
4.2 Le stime per il 2018-21F	19
5. Economics & Financials	20
5.1 Il conto economico	20
5.2 Lo stato patrimoniale	20
5.3 Il cash flow	21
6. La valutazione.....	22
6.1 I modelli adottati	22
6.2 Il modello DCF.....	22
6.3 I multipli.....	23

1. Company Overview

1.1 L'attività

Portobello è un'azienda italiana nata nel 2016, fondata con l'obiettivo di fornire prodotti di qualità a prezzi accessibili ai consumatori attraverso un modello di business innovativo, che vede lo sviluppo di diverse linee di business altamente integrate al fine di ottenere la massima marginalità.

In particolare l'azienda è strutturata nei seguenti settori operativi:

- **MEDIA** (57% del fatturato nel FY 2017): comprende sia la vendita di spazi pubblicitari di terze parti in aree ad alto traffico sia lo sviluppo di media proprietario attraverso i mini-stores (con video-wall esterni) anche attraverso la diffusione di magazine di intrattenimento. Congiuntamente ai canali pubblicitari classici, il settore Editoriale di Portobello offre ai propri inserzionisti dei magazines di proprietà venduti nelle edicole, nei quali trovano spazio articoli tematici e di gossip, approfondimenti di costume, box contenenti consigli di acquisto ed inserzioni pubblicitarie.
Tali spazi media vengono venduti direttamente o in cambio merci, "Barter", ottenendo in cambio prodotti ad un prezzo estremamente basso e, pertanto, assolutamente concorrenziale per la rivendita nei canali diretti di Portobello (offline e online);
- **RETAIL** (8% del fatturato nel FY 2017): la formula retail comprende negozi di 200/250 mq con alta rotazione di prodotto, mini-store in location ad alta intensità di traffico, il portale di vendita di Portobello (con meccanismi di fidelizzazione dei clienti) e la rivendita sui principali marketplaces. A partire dal 2019 è previsto un programma di affiliazione in franchising;
- **B2B** (35% del fatturato nel FY 2017): per garantire il miglior turnover delle merci, in via residuale, parte delle rimanenze di magazzino sono vendute nei canali B2B. Questa attività permette di migliorare la marginalità sui prodotti venduti negli altri canali, migliorare il ciclo di cassa e stringere accordi con players internazionali

L'azienda è gestita da un team giovane, affiatato e con grande esperienza nel retail e nei media.

1.2 Cenni storici

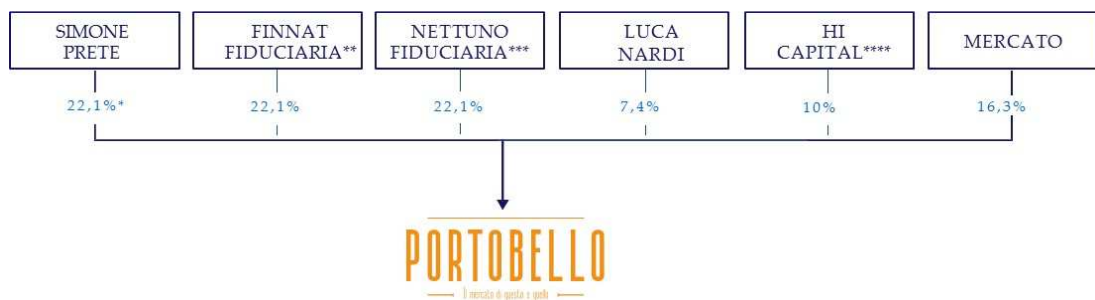
- Settembre 2016:
 - Fondazione della Società da parte dei soci Caporicci, Prete e Nardi e successivo coinvolgimento di Roberto Panfili nella gestione e nel coordinamento del business;
- Dicembre 2016:
 - Apertura primo Store a Capena da 750mq e a Viterbo da 135mq;
- Aprile 2017:
 - Apertura primo Store a Roma, in via Tiburtina;
- Ottobre-Novembre 2017:
 - Apertura Mini Store Fiumicino;
 - Apertura del primo Mini Store a Milano nella stazione Garibaldi;
- Gennaio-Febbraio 2018:

- Apertura secondo Store in Roma centro, in viale Ippocrate;
- Lancio in Edicola del primo Magazine a pagamento di Portobello;
- Luglio 2018:
 - Quotazione sul Borsa sul mercato FTSE AIM Italia

Nonostante la giovane età, Portobello si è dotata di un modello di business ampiamente collaudato, grazie all'esperienza dei suoi fondatori, e di partnership con primari marchi internazionali.

1.3 Gli azionisti

Fig. 1 – Azionariato

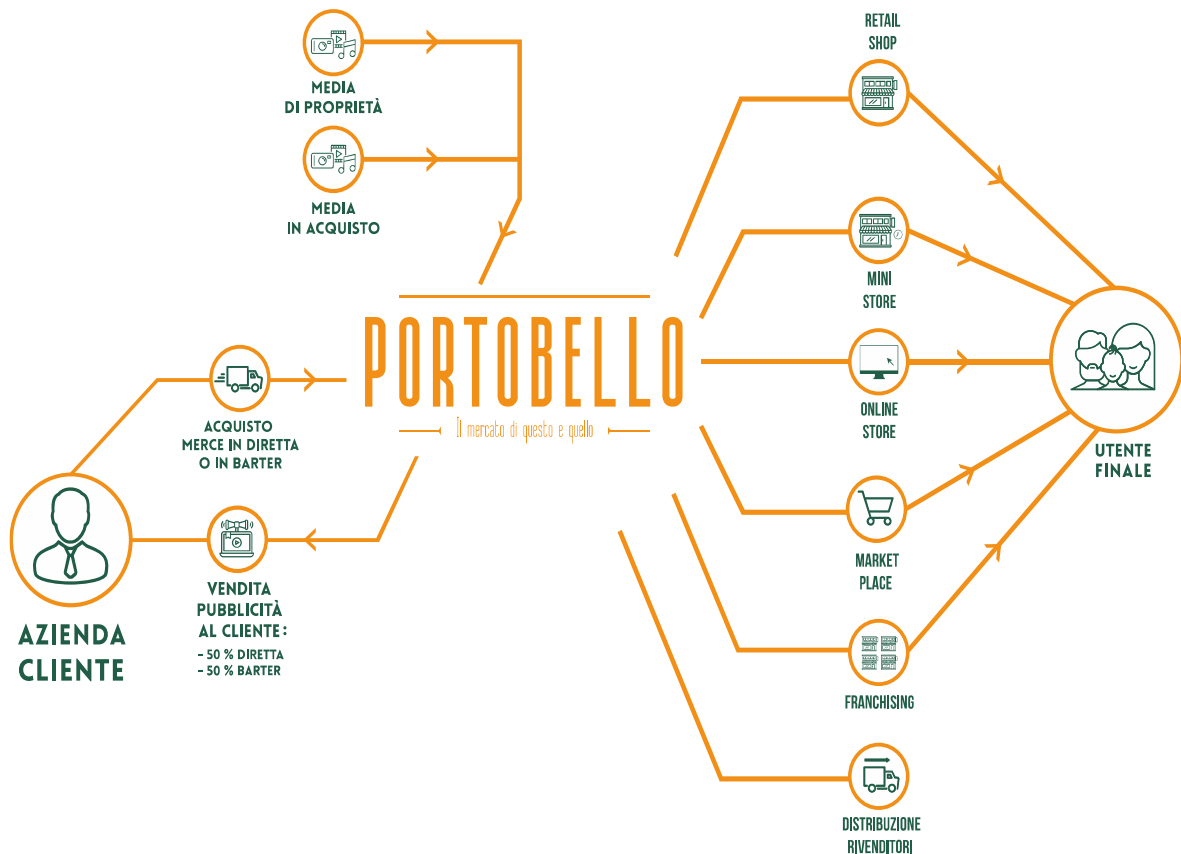


Fonte: Portobello. * Di cui la metà in opzione a Roberto Panfili (Direttore Generale) a titolo di management incentive
 ** Quote riconducibili a Stefano Caporicci
 *** Quote riconducibili a Patrizia Amicucci
 **** Quota attribuita in virtù di un accordo di IPO advisory con la Società HI Capital riconducibile a Pietro Peligra, membro del CDA

1.4 Il modello di business

Portobello ha creato un modello di *business* disegnato per acquisire prodotti a prezzi convenienti e fornire, attraverso un format retail appealing ed efficiente, la possibilità ai consumatori di acquistare tali prodotti a prezzi più bassi rispetto a quelli praticati da altri *player* del mercato. Ciò viene ottenuto attraverso un modello leggero e scalabile che genera cassa e margini a qualsiasi livello di volumi di vendita. La struttura della Società, inoltre, consente una crescita organica nelle aree *media, retail* e B2B creando un nuovo *player* verticalmente integrato, innovativo e pensato per le necessità attuali e future delle imprese e dei consumatori

Fig. 2 – At a glance



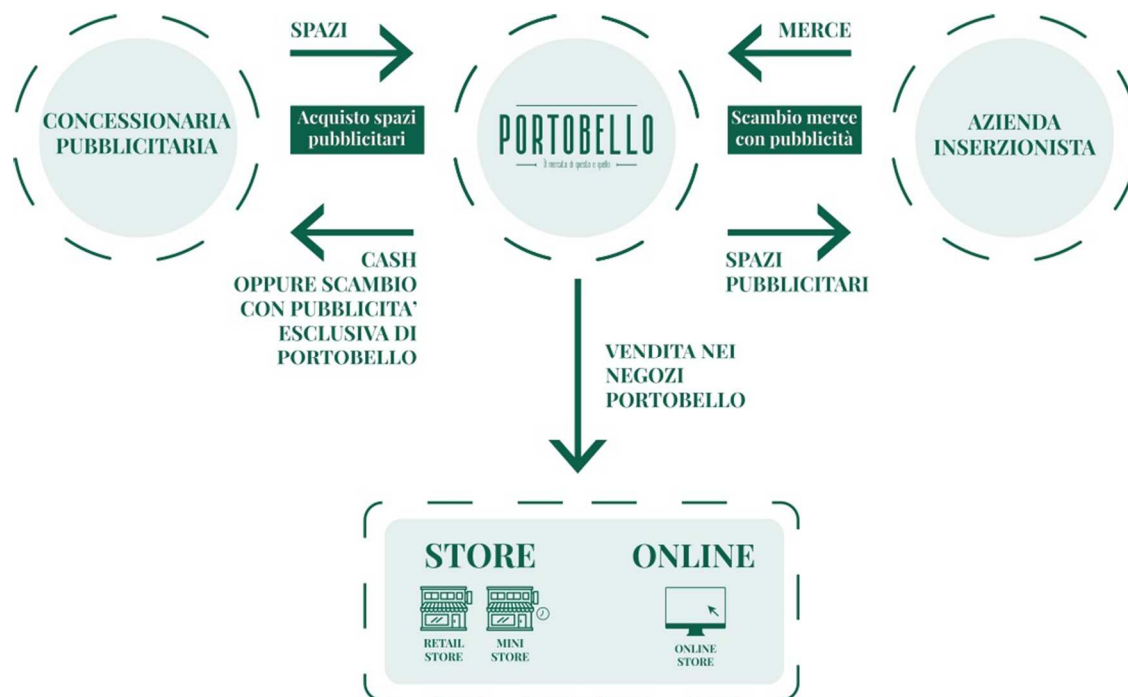
Fonte: Portobello

La circolarità inizia dall'attività *media*, attività che viene principalmente utilizzata da Portobello per ingaggiare potenziali clienti in relazioni commerciali di *barter* pubblicitario, oltre che nella vendita diretta di pubblicità. Portobello ha a disposizione spazi pubblicitari sia proprietari o in gestione esclusiva (quali riviste, *video-wall* nei *mini-store*, *rotor* edicole, ecc.) sia di proprietà di terzi (quali *outdoor*, *totem* digitali, ecc.): dall'attività di vendita o di cambio merci la Società ricava cassa o altri spazi pubblicitari ovvero prodotti fisici. Il secondo passaggio del modello è la rivendita dei prodotti fisici acquisiti in cambio merci o acquistati direttamente dai fornitori. Tali prodotti vengono destinati ai canali B2C della Società: in *primis* i negozi Portobello e i *mini-store*, poi il canale *online* (*e-commerce* Portobello e *markeplace*) e, in futuro, i negozi in *franchising*. Tutto ciò che, per dimensione o tipologia, non si riesce a vendere in questi canali, viene ceduto ad altri rivenditori nel canale B2B. La crescita dei canali B2C permette a Portobello di aumentare gli spazi *media* in gestione esclusiva (ad esempio i *video-wall* nei *mini-store*) ma anche quelli in gestione, di acquisire nuovi *asset media* (ad esempio riviste) e di fare investimenti finalizzati ad aumentare l'offerta di spazi pubblicitari. A sua volta, tale più ampia offerta attira un crescente numero di clienti che vedono maggior valore nel *barter* pubblicitario, consentendo a Portobello di ottenere gamme sempre migliori e più ampie di prodotti da rivendere nei propri canali. Ciò, di conseguenza, renderà i negozi più interessanti ai consumatori, permettendo la crescita della rete *retail* (e in futuro del *franchising*) chiudendo il modello circolare della Società. Tale modello come sopra descritto non solo comporta evidenti vantaggi dal punto di vista della crescita del *business* ma ha anche importanti risvolti di tipo strategico e finanziario.

Dal punto di vista strategico è evidente come questo modello produca **tre benefici fondamentali:**

- a) **il primo beneficio** è il forte vantaggio competitivo che la Società riesce a crearsi nella *industry media*, superando, grazie al proprio modello, gli ostacoli derivanti dalla pressione sui prezzi e la conseguente riduzione dei margini e contrazione degli operatori. I margini provenienti dalla Divisione Media di Portobello sono relativi, in quanto la Società ricava un margine dalla rivendita complessiva dei prodotti acquistati o acquisiti in *barter* che le consente una crescita agevole, nonostante la sottile marginalità specifica della rivendita pubblicitaria.

Fig. 3 – Sintesi scambi commerciali



Fonte: Portobello

La precedente immagine evidenzia, in particolare, come la marginalità complessiva della Società sia ottenuta proprio grazie al modello di business circolare. Ciò fa sì che Portobello possa permettersi di acquisire e valorizzare asset pubblicitari (ad esempio le riviste) che se gestiti secondo il modello classico della *industry media* rischierebbero di spegnersi facendo fatica a produrre direttamente marginalità sufficienti a giustificarne la sussistenza;

- b) **il secondo beneficio** generato da tale circolarità è legato agli aspetti finanziari. Dall'immagine successiva si evince che la Società è costantemente in grado di marginare e ad una maggiore crescita corrisponde un'ottimizzazione dei margini derivanti dalla più ampia offerta di spazi pubblicitari e dei più estesi canali distributivi B2C.

Peraltro, oltre al consolidamento e all'ottimizzazione dei volumi e dei margini, la Società è in grado di ottenere un ciclo di conversione di cassa molto virtuoso. Negli accordi di *barter*, infatti, è previsto che la Società fornisca i servizi pubblicitari nell'arco, mediamente, di alcuni mesi (e in tale periodo sostiene i costi ad essi collegati), mentre "incassa" immediatamente i prodotti del cliente rivendendoli nei negozi in tempi molto più brevi rispetto a quelli di erogazione dei servizi pubblicitari. Il risultato è che il ricavo relativo all'accordo avviene prima della relativa spesa.

Questa gestione virtuosa del capitale circolante permette a Portobello di poter crescere nei volumi senza rischiare di entrare in tensione finanziaria;

Fig. 4 – Esempio Barter e sourcing prodotto per canale retail



Fonte: Portobello

- c) **il terzo beneficio** prodotto dal modello di *business* della Società è legato al vantaggio competitivo nel settore *Retail*. Come si evince dalle immagini precedenti, la Società acquisisce prodotti per il 65% circa attraverso operazioni di *barter* pubblicitario e ciò le permette di ottenere tali prodotti a prezzi molto concorrenziali rispetto agli altri attori del mercato di riferimento, nonostante si tratti sempre prodotti di marchi conosciuti e di qualità. Il risultato è che Portobello può rivendere tali prodotti nei propri canali B2C a prezzi più convenienti rispetto a quelli praticati dagli altri retailer tradizionali, mantenendo un'alta marginalità sulle vendite.

1.5 Key People

Stefano Caporicci - Co-Founder

Imprenditore con lunghissima esperienza nel retail, nel real estate e nell'elettronica di consumo. Proprietario di 25 negozi nel Lazio sotto l'insegna Euronics, proprietario dei negozi ad insegna Trony nel Lazio, dal 2002 nel board di Euronics Italia Spa come Vice Presidente con deleghe operative. Proprietario di fondi e asset immobiliari (commerciale, residenziale, alberghiero, ecc.) in Italia e all'estero. Nel 2016 fonda Portobello Srl.

Roberto Bacchi - Presidente

Senior Executive con esperienza trentennale nei settori Consumer Finance e Servizi. Inizia la sua carriera con American Express ricoprendo il ruolo di CFO in Italia e poi in UK. Nel 1998 assume il ruolo di CEO per Carlson Wagonlit con responsabilità per la regione Eastern Europe e successivamente per Italia, Grecia ed Egitto. Dal 2014 collabora per lo sviluppo strategico e societario con varie aziende, tra cui Seneca Spa, Airplus e Diners Club.

Simone Prete - Co-Founder e AD

Dal 2000 matura esperienza nel settore commerciale edile in qualità di rappresentante e socio di primaria agenzia. Dal 2002 Business Developer area centro Italia per primari marchi Internazionali, quali ad es. Jacuzzi, Gessi, Ariston, Ideal Standard, etc. Nel 2016 fonda la Portobello Srl dove ricopre la carica di Amministratore con deleghe relative alle materie amministrative, finanziarie e legali.

Roberto Panfili - Direttore Generale

Nel 1998 fonda il primo Apple Center d'Italia per fatturato e dimensione espositiva. Dal 2008 Amministratore Delegato per Primario Distributore Italiano di Information Technology & Consumer Electronics Goods. Creatore di un Brand di Elettronica di Consumo. Nel 2016 prende parte a Portobello Srl dove ricopre il ruolo di Direttore Generale

Monica Crescentini - CFO

Esperienza ventennale nel settore Amministrativo e del Personale presso Aziende del settore dei servizi, presso Intermediario finanziario ex. 106 specializzato nel credito al consumo e presso Primario Distributore Italiano di Information Technology & Consumer Electronics Goods. Nel 2016 prende parte a Portobello Srl dove ricopre ruolo di Chief Financial Officer.

Luca Nardi - Co-Founder e Direttore Media

Executive Senior Manager con esperienza ventennale nei settori Sales & Marketing, Sponsorizzazioni Sportive, Tv & Diritti Media, Advertising, Hospitality and Luxury Brands, Turismo, Event Organization e Energie rinnovabili. Formatore e relatore per Università pubbliche e private. Nel 2016 fonda la Portobello Srl dove ricopre il ruolo di Direttore Media.

Pietro Peligra - Amministratore

Dopo una laurea in Ingegneria Elettronica e un Master in Marketing lavora in Vodafone dal 2003 al 2006 come Marketing Manager. Dal 2006 al 2008 frequenta un MBA presso la Harvard Business

School a Boston e nel frattempo si occupa di Venture Capital con il fondo anglo-americano DN Capital (di cui è tuttora Advisor per il Sud Europa). Nel 2008 entra in Italia Independent Group come Managing Partner occupandosi dello sviluppo del Gruppo dalla fase di startup alla crescita internazionale attraverso anche la quotazione in Borsa. In Portobello ricopre la carica di Amministratore con deleghe al Business Development e Investor Relations.

1.6 Clienti/Fornitori

Di seguito una rappresentazione a titolo esemplificativo dei principali partner commerciali di Portobello che in molti casi risultano essere sia clienti sia fornitori.

Fig. 5 – clienti/fornitori



Fonte: Portobello

2. Le divisioni

2.1 Media

La “media unit” di Portobello, analizza gli obiettivi di marketing del cliente, elabora e propone agli inserzionisti i migliori piani media personalizzati su qualsiasi mezzo a livello nazionale e/o locale, creando il giusto mix vincente.

Fig. 6 – Media



Fonte: Portobello

2.2 Retail

Shop

Negozi di vicinato con superficie di vendita di circa 200/250 m², posizionati in zone ad alto traffico pedonale nei comuni con popolazione superiore a 100.000 abitanti.

Sono attualmente 4 i punti vendita operativi: Roma Tiburtina, Capena e Viterbo, Ippocrate.

Fig. 7 – Shop



Fonte: Portobello

Main KPI:

- Valore Scontrino Medio: € 22,7 IVA Incl. (Valore Medio Competitors Euro 10,00)
- Pezzi medi per scontrino: 3,2 pezzi
- Transito Medio giornaliero: 150/300 persone

Mini Store

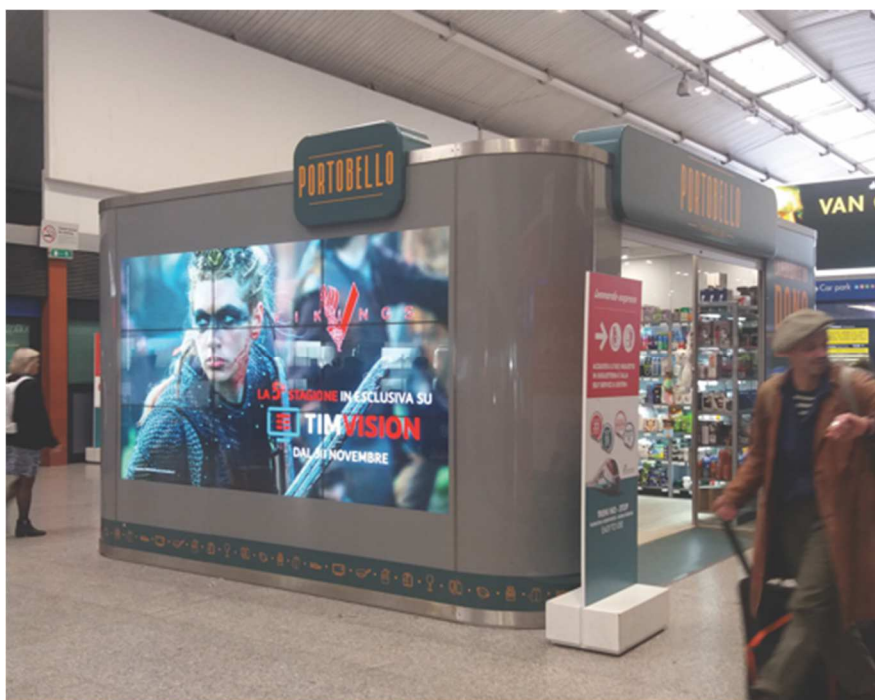
Location ad altissimo passaggio (es. stazioni, aeroporti), dove è possibile rivendere la pubblicità generata dai Video Wall del negozio. Spesso la clientela è di medio/alta fascia, attenta ai marchi e alla qualità dei prodotti.

Gli spazi pubblicitari vengono rivenduti agli inserzionisti clienti della Media Unit di Portobello.

Sono attualmente 2 i punti vendita operativi:

- Stazione FS Milano Porta Garibaldi: transito mensile 2 milioni di passeggeri
- Stazione FS Aeroporto Leonardo Da Vinci: transito mensile 900 mila passeggeri

Fig. 8 – Mini Store



Fonte: Portobello

Online

Website proprietario

Portobello offre ai propri clienti un sito internet dedicato nel quale l'utente, oltre a trovare offerte in continua evoluzione e poter acquistare in tutta sicurezza, può fruire anche del servizio "pick and pay" tramite ritiro presso i Retail Shop o Mini Store di proprietà.

Grazie al programma di registrazione previsto per l'accesso agli acquisti, il sistema on line è fonte inesauribile di dati.

La profilazione dell'utente viene effettuata acquisendo esperienze, modalità e abitudini d'acquisto del tutto nuove. Le informazioni acquisite vengono utilizzate per configurare strategie di marketing, piani di comunicazione, migliorare i parametri di visualizzazione del sito, personalizzare l'esperienza d'acquisto e creare offerte "taylor-made" volte non solo a riproporre all'utente prodotti già cliccati, ma anche per suggerire acquisti che rientrano nei suoi potenziali interessi.

Marketplace

La Società svolge la propria attività di vendita anche tramite marketplace. L'avvio di tale canale di vendita, infatti, consente di ampliare in maniera esponenziale la platea dei contatti di Portobello e i possibili clienti sia nel mercato domestico che in quello estero.

Fermo restando quanto sopra, se da un lato i portali ad alto traffico rappresentano un'opportunità di visibilità e vendita, dall'altro impoveriscono l'esperienza di acquisto propria dei negozi fisici Portobello e rendono difficile il cross-selling tra diverse tipologie di prodotto. Chi compra sui marketplace, infatti, tende a selezionare solo ciò di cui ha bisogno, al contrario dell'esperienza di acquisto nei negozi fisici dove il consumatore si fa influenzare dalle occasioni presenti negli store. Per tale ragione, la presenza di Portobello nel mercato online consente alla Società di conservare la strategia di vendita dei mercati fisici e, allo stesso tempo, di affiancarsi ai principali attori del settore di vendita online.

2.3 B2B

Il commercio B2B si basa sulle attività di barter che consentono di acquisire prodotti da altre aziende a un prezzo estremamente competitivo in quanto acquistati in cambio di spazi pubblicitari propri o in gestione. Tali prodotti vengono, poi, rivenduti nel canale B2C oppure, per garantire il miglior turnover delle merci, nel B2B ad altri partner commerciali.

Ad oggi la maggior parte della distribuzione B2B è rivolta principalmente ad aziende strutturate dei vari settori merceologici (sia vendite dirette che permutate di merce) alle quali vengono proposte offerte ad hoc al fine di valorizzare al meglio le rimanenze di magazzino e garantire il giusto turnover delle merci che Portobello ha acquisito tramite barter pubblicitario.

3. Il mercato

3.1 Media

Il modello di business circolare di Portobello rappresenta un unicum sul mercato e, pertanto, si analizzeranno le industries e i competitors relativi alle singole SBU della Società.











La *industry* del *media* e della pubblicità ha visto un importante fase di consolidamento negli ultimi 20 anni ed è stata ulteriormente accelerata dall'arrivo di *internet* come canale di vendita e di veicolazione di messaggi pubblicitari.

Dinamiche e trend

Seppure in leggera decrescita, la maggior parte del mercato pubblicitario è ancora orientato verso i media tradizionali (stampa e TV). La radio è in leggera crescita così come l'online che è diventato il terzo canale dopo TV e quotidiani.

Fig. 9 – Mercato Media

STIMA DEL MERCATO PUBBLICITARIO

Dati netti in migliaia di euro		Gen./Nov. 16	Gen./Nov. 17	Var. %
TOTALE PUBBLICITÀ		5,780,107	5,630,303	-2.6
	Quotidiani ¹	621,977	569,767	-8.4
	Periodici ¹	418,430	391,647	-6.4
	TV ²	3,481,528	3,403,661	-2.2
	Radio ³	350,695	371,194	5.8
	Internet ⁴	397,967	401,972	1.0
	Outdoor ⁵	80,158	70,057	-12.6
	Transit	116,036	121,438	4.7
	Go TV	14,108	15,773	11.8
	Cinema	13,172	13,721	4.2
	Direct mail	286,036	271,073	-5.2

L'universo di riferimento è quello dei mezzi rilevati da Nielsen ad eccezione dei Quotidiani dove sono utilizzati i dati FCP-ASSOQUOTIDIANI solo per le tipologie: Locale, Rubricata e Di Servizio e delle Radio dove sono utilizzati i dati FCP-ASSORADIO solo per la tipologia Extra Tabellare (comprensiva c.a.).

¹ Le elaborazioni sono effettuate con il contributo di FCP - ASSOQUOTIDIANI e FCP - ASSOPERIODICI.

² Il dato comprende le emittenti Generaliste, Digitali e Satellitari

³ Le elaborazioni sono effettuate con il contributo di FCP - ASSORADIO

⁴ Le elaborazioni sono effettuate con il contributo di FCP - ASSOINTERNET

⁵ Le elaborazioni sono effettuate con il contributo di AUDIOOUTDOOR

Copyright © 2017 The Nielsen Company (Italy) S.r.l.

Fonte: Nielsen Company

Il modello di business di Portobello, in cui i media vengono spesso venduti in operazioni di barter, fa sì che, a fronte di una crisi dei player classici, la Società possa velocemente conquistare una propria quota di mercato gestendo o generando nuovi spazi pubblicitari. Inoltre, gli incentivi fiscali

sulla pubblicità (D.L. n. 50/2017) costituiscono un'ulteriore opportunità di vendita di servizi media per la Società, rendendo ancora più conveniente per i clienti l'effettuazione di operazioni di barter pubblicitario.

3.2 Retail

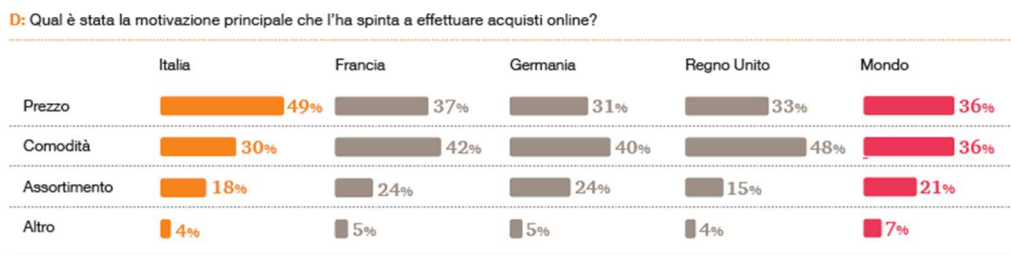
Di seguito i punti principali estratti da un'analisi di mercato condotta da PWC con riferimento al mercato retail:

Fig. 10 – Mercato Retail 1/3



Fonte: PWC Total retail 2017

Fig. 11 – Mercato Retail 2/3



Fonte: PWC Total retail 2017

Fig. 12 – Mercato Retail 3/3

D1: Quale metodo preferisce maggiormente per effettuare ricerche sui prodotti da acquistare nelle seguenti categorie?
D2: Quale metodo preferisce maggiormente per acquistare i suoi prodotti?

		Categoria										
		Elettronica di consumo e computer	Elettrodomestici	Abbigliamento e scarpe	Libri, musica, film e video-game	Mobili e articoli per la casa	Attrezzature sportiva/da esterni	Gioielli/orologi	Articoli fai da te/bricolage	Generi alimentari	Giocattoli	Salute e bellezza
<i>Italia</i>												
Ricerca	Negozio	22%	26%	24%	12%	29%	22%	30%	25%	46%	21%	30%
	Online	68%	57%	61%	74%	52%	55%	47%	53%	37%	56%	53%
Acquisto	Negozio	36%	46%	40%	20%	50%	37%	44%	40%	60%	29%	43%
	Online	56%	41%	48%	67%	35%	41%	36%	43%	28%	50%	42%

Fonte: PWC Total retail 2017

Il mercato retail è estremamente frammentato, soprattutto in Italia, che vede da un lato l’emergere di fattori di accentramento (nascita di centri commerciali, crescita della GDO, ecc.) dall’altro la forte competizione con il canale online e con i trend omni-channel.

Il prezzo è stato e rimane il driver principale che definisce le scelte del consumatore. A fronte della forte pressione sui prezzi esercitata dalla concorrenza del canale online e di players di scala globale come Amazon, molti retailers fisici non hanno sufficienti margini per rimanere competitivi. L’esperienza d’acquisto nel canale fisico rimane, comunque, fondamentale per molti consumatori che spesso utilizzano il canale online per la ricerca o la comparazione dei prezzi.

Portobello, grazie al suo modello di business, riesce ad avere margini significativi vendendo prodotti di marca a prezzi più bassi di quelli che i consumatori possono trovare sia sul canale fisico che sull’online.

A ciò si aggiunge l’esperienza di acquisto nel mondo reale, ancora molto apprezzata dalla maggioranza dei consumatori, e il rapporto di fiducia che si sta creando con la clientela che rende la frequenza di ritorno nei punti vendita molto elevata.

3.3 Barter

Il mercato del Barter pubblicitario esiste da molti anni ed è già molto sviluppato in USA e nei principali paesi europei. E’ spesso gestito da players generalisti di grosse dimensioni e legati a grossi centri media. In Italia, invece, il mercato è alquanto destrutturato, con pochi player di piccola/media dimensione e perlopiù locali. Nessuno, tuttavia, si è mai integrato verticalmente sulla parte media o sul lato retail (a meno di centri di «spaccio» per tesserati).

Il mercato del Barter è in crescita per via della forte competizione sui prezzi, dell’alta rotazione dei magazzini imposta in varie categorie merceologiche (moda, elettronica, ecc.) e della crescente necessità di visibilità in linea con la proliferazione dei media verso i consumatori.

I problemi legati a questa industry sono tre: i) da un lato le basse marginalità, ii) dall’altro il lento smaltimento dei prodotti acquisiti e iii) infine la difficoltà di smaltimento di prodotti spesso obsoleti in mercati che non inquinano quelli in cui vendono le aziende clienti.

Portobello utilizza il Barter media come una delle fonti di approvvigionamento del prodotto che sarà venduto presso la sua rete B2C. In questo modo riesce a ridurre la rischiosità relativa ai tre problemi principali della industry e cioè:

- Recupero di marginalità attraverso la vendita al consumatore finale;

- Monetizzazione rapida attraverso il canale retail online e offline;
- Vendita dei prodotti 'perimetrata' e protetta per le aziende clienti.

L'opportunità di crescita per Portobello sia in Italia che all'estero sono quindi legate alla sua capacità di implementare velocemente un network retail diretto e in franchising.

3.4 Posizionamento competitivo

Fig. 13 – Competitor per settore



Fonte: Portobello

Differenze dei competitor con Portobello

SETTORE MEDIA:

- Prezzi non competitivi;
- Lenti e burocratici.

SETTORE RETAIL:

- Prezzi meno competitivi;
- Meno categorie merceologiche a stock;
- Più bassa rotazione di prodotto.

SETTORE B2B/BARTER:

- Valutazioni merci per il barter molto lente;
- Spesso incapaci di acquistare tutte le categorie merceologiche;
- Margini bassi;
- Difficoltà di garantire il destoccaggio 'pulito' dei prodotti.

Fig. 14 – Posizionamento competitivo



Fonte: Portobello

4. I dati storici e le stime

4.1 1H18

Il I semestre del 2018 vede una forte crescita dei ricavi e, allo stesso tempo, una crescita sia in valore assoluto sia in termini relativi dell'EBITDA margin e dell'utile netto.

Portobello continua la fase di forte crescita raggiungendo un fatturato netto di € 8.15 mln rispetto ai €2.8 mln al 30 giugno 2017.

Nel I semestre 2018, il settore Media in particolare ha visto crescere il proprio fatturato del 249% arrivando a € 5.3 mln mentre il B2C (Retail) è cresciuto del 123% arrivando a € 0.65mln così come il B2B, cresciuto anch'esso del 123% arrivando a € 2.1mln.

Tali risultati sono il frutto di un'intensa attività sulle varie aree di business, in particolare:

- **MEDIA.** Portobello, nella prima metà del 2018 è divenuto editore e ha lanciato due riviste con distribuzione nazionale attraverso le quali gestisce pagine pubblicitarie proprie: "ORA.IT SETTIMANALE", magazine settimanale/quindicinale di gossip e intrattenimento e la rivista mensile "LEI STYLE", periodico dedicato alla moda e allo stile. Sono stati ampliati gli accordi di concessione di vari canali pubblicitari (stampa, outdoor, ecc.) migliorando l'offerta dei media in gestione. L'offerta di spazi pubblicitari di Portobello ad oggi vede l'inserimento di spazi legati alle TV locali del circuito Universal, le web radio ed un palinsesto delle radio locali più ampio e diversificato.
- **RETAIL.** Nel I semestre 2018 è stato aperto il nuovo punto vendita in Roma - Viale Ippocrate 78, ed è stato avviato il sito di e-commerce diretto, con relativo incremento delle vendite e miglioramento dei proventi grazie anche alla monetizzazione dei prodotti provenienti dal barter pubblicitario. L'incremento dei volumi è collegato al miglioramento delle performance "like for like" dei negozi aperti prima del 30 giugno 2017, che nel semestre in corso hanno consolidato le vendite, e al fatturato generato dalle nuove aperture avvenute durante il II semestre 2017 ed il I semestre 2018.
- **B2B.** Le vendite B2B, infine, hanno subito un rialzo di €1.2mln chiudendo al 30 giugno 2018 a € 2.1mln, con significativo incremento rispetto allo stesso periodo 2017 grazie alla capacità della Società di cogliere le opportunità di monetizzare gli stock.

L'EBITDA, pari ad €0,85 mln nel I semestre 2018 contro €0,036 mln nel I semestre 2017 è cresciuto sia in termini assoluti rispetto al I semestre dello scorso esercizio che in termini di incidenza sul fatturato (10,4% del fatturato nel I semestre 2018, 1,3% del fatturato nel I semestre 2017). Tale notevole miglioramento è imputabile principalmente all'ampliamento del volume d'affari, alla maggiore efficienza gestionale e all'ottimizzazione delle marginalità delle varie attività. Si registra, inoltre, un notevole miglioramento anche dell'EBIT rispetto al periodo comparativo dell'esercizio precedente (10,1% sul fatturato nel I semestre 2018, 0,8% sul fatturato consolidato nel I semestre 2017), così come del Risultato Netto (7,0% sul fatturato nel I semestre 2018, 0,8% sul fatturato consolidato nel I semestre 2017).

4.2 Le stime per il 2018-21F

Abbiamo stimato il conto economico tenendo in considerazione le seguenti dinamiche:

- **Crescita presenza sul territorio nazionale**
Attraverso la continua crescita dei punti di vendita (3 nel 2017 e 20 previsti entro il 2021) e minstore presenti sul territorio nazionale (3 nel 2017 e 20 previsti entro il 2021);
- **Sviluppo franchising**
La società punta molto sullo sviluppo del franchising (da 6 punti vendita nel 2019 a 30 punti vendita nel 2021) al fine di rafforzare la brand awareness sul territorio congiuntamente alla crescita del fatturato;
- **Online marketplace e diretto**
Portobello è in grado di garantire sul mercato i prezzi più bassi su determinate categorie merceologiche. La società sarà presente sia sui vari marketplace sia attraverso un proprio sito web;
- **Consolidamento su media**
La società è attualmente sul mercato con due magazine ma è già al lavoro per poter aumentarne il numero e di conseguenza ampliare i mercati di sbocco. La crescita di Portobello, darà più visibilità al brand e consentirà di meglio cogliere le opportunità di mercato.

Stimiamo pertanto una crescita del fatturato con un CAGR di circa il 40% per il periodo 2017-2021F in linea con quanto avviene con la media di settore per società con un anno di vita (da considerare pertanto le startup).

L'EBITDA margin che nel 2017 era pari a circa il 5.5%, stimiamo possa arrivare a fine piano (2021F) a circa 11%. L'EBITDA margin delle società che compongono il panel di riferimento per il settore retail è di circa il 10%. Considerando che Portobello ha la peculiarità di avere la parte media come "acceleratore" e "abbattitore" di prezzo, abbiamo ritenuto che l'11% come EBITDA margin nel 2021F possa essere un target facilmente raggiungibile dalla società.

Non vediamo particolari temi relativi alle capitalizzazioni per diversi motivi, tra i quali quello che vede la possibilità di capitalizzare solo una parte dei costi relativi all'apertura di nuovi stores da una parte e quello riguardante la tipologia del business che non prevede massicci investimenti strutturali recurrent.

Come detto in precedenza, non avendo debito bancario, gli oneri finanziari sono pari a 0 e quindi l'EBIT risulta essere uguale all'EBT.

In business come quelli del retail occorre sicuramente monitorare il capitale circolante netto. Portobello, nell'anno di attività ha dimostrato di non avere alcun tipo di problema evidenziando un positivo flusso finanziario dopo le variazioni del CCN. Pertanto, abbiamo stimato il mantenimento e anche un miglioramento progressivo seppur conservativo di tale dinamica. I giorni di rotazione dei crediti rimangono pressochè stabili e le rimanenze risultano avere man mano una gestione più efficiente visti i numerosi punti vendita che stimiamo la società aprirà nel corso del piano e lo sviluppo del franchising.

5. Economics & Financials

5.1 Il conto economico

Conto Economico (€/mIn)	FY17 A	FY18 E	FY19 E	FY20 E	FY21 E
VALORE DELLA PRODUZIONE	10,00	19,00	25,00	32,00	45,00
Consumi di materie prime	9,69	15,25	19,50	24,00	32,00
Spese generali	- 0,88	0,40	0,55	1,20	3,30
Costo del personale	0,65	1,40	2,30	3,20	4,50
EBITDA	0,55	1,95	2,65	3,60	5,20
Ammortamenti e svalutazioni	0,03	1,05	1,75	2,05	1,65
EBIT	0,52	0,90	0,90	1,55	3,55
Oneri diversi di gestione	0,02	-	-	-	-
EBT	0,51	0,90	0,90	1,55	3,55
Imposte	0,17	0,30	0,30	0,55	1,30
REDDITO NETTO	0,34	0,60	0,60	1,00	2,25

Fonte: Portobello e stime Integrae SIM

5.2 Lo stato patrimoniale

Stato Patrimoniale (€/000)	FY17 A	FY18 E	FY19 E	FY20 E	FY21 E
CAPITALE CIRCOLANTE	3,88	7,15	8,77	10,93	16,02
Disponibilità liquide	0,54	1,05	1,17	1,63	3,02
Crediti dell'Attivo Circolante a breve	1,97	3,60	4,60	5,80	8,00
Ratei e risconti attivi	1,38	2,50	3,00	3,50	5,00
Rimanenze	3,31	4,20	5,40	6,70	9,20
IMMOBILIZZAZIONI	0,15	0,60	1,44	1,87	1,78
Immobilizzazioni immateriali	0,12	0,38	0,65	0,98	1,00
Immobilizzazioni materiali	0,02	0,22	0,79	0,89	0,78
TOTALE IMPIEGHI	7,34	11,94	15,60	19,50	26,99
CAPITALE DI TERZI	6,93	8,62	11,68	14,58	19,82
Debiti a breve termine	5,89	6,40	8,40	10,00	13,00
Ratei e risconti passivi	0,96	2,00	2,85	3,90	5,40
Debiti a m/l termine	0,06	0,13	0,23	0,32	0,70
TFR	0,03	0,09	0,20	0,36	0,72
CAPITALE PROPRIO	0,41	3,32	3,92	4,92	7,17
Capitale sociale	0,05	0,34	0,34	0,34	0,34
Riserve	0,01	2,02	2,98	3,58	4,58
Utile (perdita) dell'esercizio	0,34	0,96	0,60	1,00	2,25
TOTALE FONTI	7,34	11,94	15,60	19,50	26,99

Fonte: Portobello e stime Integrae SIM

5.3 Il cash flow

Rendiconto finanziario (€/mIn)	FY18 E	FY19 E	FY20 E	FY21 E
EBITDA	1,95	2,65	3,60	5,20
Imposte	0,30	0,30	0,55	1,30
EBITDA al netto delle imposte	1,65	2,35	3,05	3,90
Variazione rimanenze	- 0,89	- 1,20	- 1,30	- 2,50
Variazione crediti	- 1,63	- 1,00	- 1,20	- 2,20
Variazione debiti	0,51	2,00	1,60	3,00
Variazione CCN Operativo	- 2,01	- 0,20	- 0,90	- 1,70
Altri asset	- 1,12	- 0,50	- 0,50	- 1,50
Altri debiti	1,04	0,85	1,05	1,50
Variazione CCN	- 2,10	0,15	- 0,35	- 1,70
Operating Cash Flow	- 0,45	2,50	2,70	2,20
(Investimenti)	- 1,50	- 2,59	- 2,48	- 1,56
Fondi	0,06	0,11	0,16	0,36
Free Cash Flow	- 1,89	0,02	0,38	1,01

Fonte: Portobello e stime Integrae SIM

6. La valutazione

6.1 I modelli adottati

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

6.2 Il modello DCF

Di seguito i dati di input:

Fig. 15 – I dati di input

Wacc calculation	
Risk Free Rate	1,89%
Market Premium	8,40%
Beta Unlevered	0,54
Tax Rate (Ires + IRAP)	27,90%
D/E (average)	0,00%
Beta Relevered	0,54
Alfa (specific risk)	2,50%
Ke	8,88%
Kd	0,00%
Wacc	8,88%

Fonte: stime Integrae SIM

Con le nostre stime ed assumptions di cui sopra, ne risulta un WACC del 8,88%.

Fig. 16 – DCF

DCF	(mln/€)
NPV FCF (2018-2023)	1.5
NPV Terminal Value	15.7
Enterprise Value	17.1
NFP (FY17)	(0.5)
Equity Value	17.7

Fonte: stime Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di €17,7**. Il valore tiene conto di un premio per il rischio addizionale del 2,5%.

Fig. 17 – Sensitivity analysis

		WACC						
		7,4%	7,9%	8,4%	8,9%	9,4%	9,9%	10,4%
TV	3,5%	32,1	28,0	24,7	22,1	19,9	18,0	16,4
	3,0%	28,7	25,4	22,6	20,4	18,5	16,8	15,4
	2,5%	26,0	23,2	20,9	18,9	17,3	15,8	14,6
	2,0%	23,8	21,4	19,4	17,7	16,2	14,9	13,8
	1,5%	22,0	19,9	18,2	16,6	15,3	14,2	13,1
	1,0%	20,4	18,6	17,1	15,7	14,5	13,5	12,5
	0,5%	19,1	17,5	16,1	14,9	13,8	12,9	12,0

Fonte: Stime Integrae SIM

6.3 I multipli

Considerata l'attività di Portobello, abbiamo preso come riferimento due distinti campioni di società operanti nel settore retail e media, ma con capitalizzazioni mediamente maggiori. Queste le società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta (Fonte: Infinancials).

Fig. 18 – Panel Retail

Company	Market Cap mln/€	E.V.	EV / Net Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT		
			FY17	FY18	FY19	FY17	FY18	FY19	FY17	FY18	FY19
Wal-Mart Inc.	211.539	247.681	0,58	0,57	0,55	8,83	8,91	8,73	12,96	13,30	13,04
Dollar General Corp.	21.577	23.904	1,20	1,11	1,03	11,62	10,74	10,05	14,01	12,91	12,10
Dollar Tree Inc.	16.696	20.588	1,09	1,06	1,00	9,17	9,54	8,79	11,93	12,57	11,37
Target Corporation	35.332	42.933	0,70	0,69	0,68	7,76	7,77	7,67	11,72	12,32	12,28
Mr Bricolage SA	150	228	0,47	0,53	0,59	8,38	9,09	7,87	16,54	18,79	12,80
Maisons du Monde SA	1.576	1.701	1,68	1,48	1,30	12,24	11,05	9,61	16,39	14,73	12,73
Media			0,95	0,91	0,86	9,67	9,52	8,79	13,93	14,10	12,39

Fonte: elaborazione Integrae SIM su dati Infinancials

Fig. 19 – Panel Media

Company	Market Cap mln/€	E.V.	EV / Net Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT		
			FY17	FY18	FY19	FY17	FY18	FY19	FY17	FY18	FY19
Cairo Communication S.p.A.	427	941	0,83	0,82	0,83	5,57	5,03	4,73	9,16	8,18	6,90
Arnoldo Mondadori Editore S.p.	323	542	0,43	0,44	0,44	5,26	5,93	5,36	8,81	9,41	8,08
GEDI Gruppo Editoriale S.p.A.	166	281	0,44	0,42	0,43	5,29	4,77	4,69	9,84	8,02	7,90
Lagardere SCA	3.099	4.606	0,65	0,64	0,62	7,28	7,19	6,83	11,43	11,57	10,91
Johnston Press plc	8	231	1,01	1,06	1,11	5,06	5,53	5,62	6,14	6,84	7,00
Media			0,67	0,68	0,69	5,69	5,69	5,45	9,08	8,80	8,16

Fonte: elaborazione Integrae SIM su dati Infinancials

Fig. 20– Multipli – output

Portobello <i>in €/mln</i>			
	2018E	2019E	2020E
Sales	19,00	25,00	32,00
Ebitda	1,95	2,65	3,60
NFP	- 0,92	- 0,94	- 1,31

Market Multiples	2018E	2019E	2020E
EV/SALES Retail	0,9x	0,9x	0,8x
EV/SALES Media	0,6x	0,6x	0,6x
EV/EBITDA Retail	9,3x	8,7x	8,4x
EV/EBITDA Media	6,0x	5,5x	5,3x
Average EV/SALES	0,8x	0,7x	0,7x
Average EV/EBITDA	7,6x	7,1x	6,8x

Enterprise Value (EV) /Euro	2018E	2019E	2020E
EV/SALES	14,4	18,1	21,7
EV/EBITDA	14,9	18,7	24,6

Equity Value (EV) /Euro	2018E	2019E	2020E
EV/SALES	15,3	19,0	22,6
EV/EBITDA	15,8	19,6	25,5

Average Equity Value	15,5	19,3	24,1	19,6
-----------------------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Equity value post discount	11,7	14,5	18,0	14,7
-----------------------------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Fonte: elaborazione Integrae SIM

L'equity value medio 2018-2020E dei due ratios presi in esame, calcolato attraverso la metodologia dei multipli, risulta di €19,6 mln. Allo stesso, abbiamo applicato uno sconto del 25%, raggiungendo **un valore di €14,7 mln.**

Il giudizio sulla ragionevolezza dello sconto è stato calcolato con riguardo alla minore liquidità rispetto ai comparables che, presumibilmente, caratterizzerà il titolo post quotazione. A tale riguardo si è tenuto conto anche dello studio condotto da W.L. Silber (Discount on restricted stock: the impact of liquidity on stock prices in Financial Analysis Journal, vol. 47, 1997, pp 60-64, più recentemente confermato da J.D. Finnerty, the impact of transfer restriction on stock prices, Working paper, Analysis Group/Economics, Cambridge, Ottobre 2002, che ha individuato uno sconto medio variabile tra il 15% e il 25%).

Il nostro target è calcolato come la media delle due metodologie: Equity value pari a €16.2mln, target price €6,0. Rating Buy e risk Medium.

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: Antonio Tognoli and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integrae SIM's current Deputy Chairman and Head of Research, Board Member of AIAF - Associazione Italiana Analisti Finanziari, 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. 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 list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integrae SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integrae SIM website.

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

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

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 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 on the risk associated with 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 >= 22.5%	ETR >= 25%	ETR >= 30%
HOLD	-20% < ETR < 22,5%	-20% < ETR < 25%	-15% < ETR < 30%
SELL	ETR <= -25%	ETR <= -20%	ETR <= -15%
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 evaluating 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 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 is prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

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