

Data produzione: 26 Settembre 2019 - h 18.30

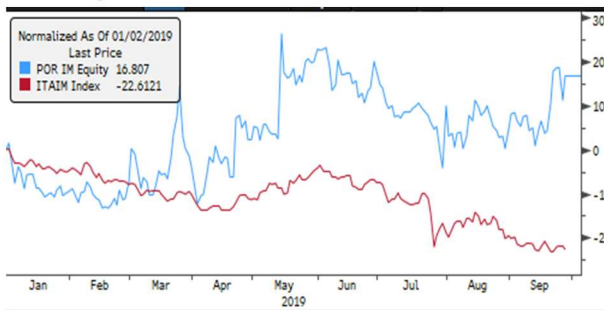
Data pubblicazione: 27 Settembre 2019 - h 7.00

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

**Rating: BUY** (unch.) **Target Price: €15,66** (prev. €11,40) **Update** **Risk: Medium**

| Stock performance   | 1M     | 3M     | 6M     | 1Y     |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|
| absolute            | 16,50% | 5,80%  | 15,00% | 34,90% |
| to FTSE AIM Italia  | 9,82%  | 16,31% | 22,97% | 59,10% |
| to FTSE STAR Italia | 11,34% | 4,39%  | 12,16% | 40,69% |
| to FTSE All-Share   | 10,03% | 1,00%  | 7,98%  | 25,45% |
| to EUROSTOXX        | 11,05% | 3,00%  | 5,61%  | 22,61% |
| to MSCI World Index | 13,43% | 0,76%  | -5,14% | 5,34%  |

**Stocks performance relative to FTSE AIM Italia**



**Stock Data**

|                             |               |
|-----------------------------|---------------|
| Price                       | € 6,22        |
| Target price                | € 15,66       |
| Upside/(Downside) potential | 151,77%       |
| Bloomberg Code              | POR IM EQUITY |
| Market Cap (€m)             | 17,00         |
| EV (€m)                     | 19,00         |
| Free Float                  | 16,30%        |
| Share Outstanding           | 2.715.800     |
| 52-week high                | € 6,74        |
| 52-week low                 | € 3,12        |
| Average daily volumes       | 4.000         |

**1H19A Results**

I risultati del 1H19A sono stati molto positivi, fanno registrare una crescita a tre cifre a livello di sales, EBITDA e Net Income. In particolare, i ricavi sono cresciuti del 133% YoY, passando da ca. €8,2 mln a €19,0 mln. Tale boost di crescita si riflette anche sulla marginalità, con un EBITDA in crescita del +160% YoY, che si attesta a €2,2 mln nel 1H19A (contro €0,8mln nel 1H18A). Questo perché, alla crescita del volume d'affari, è stata affiancata un'attenta attività di monitoraggio dei costi e di miglioramento della marginalità delle diverse aree di business.

| Key Financials (€m) | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|
| Sales               | 21,5  | 40,0  | 55,0  | 70,0  |
| EBITDA              | 3,4   | 4,7   | 6,7   | 9,0   |
| EBIT                | 2,4   | 3,6   | 5,4   | 7,3   |
| Net Profit          | 1,8   | 2,4   | 3,7   | 5,0   |
| EPS (€)             | 0,66  | 0,88  | 1,34  | 1,82  |
| EBITDA margin       | 15,8% | 11,8% | 12,2% | 12,9% |
| EBIT margin         | 10,9% | 9,0%  | 9,8%  | 10,4% |

**Estimates Update**

Alla luce degli ottimi risultati registrati da Portobello nel primo semestre 2019, abbiamo ritenuto opportuno applicare un CAGR 19-21E sui ricavi pari al 32,29%, ovvero quasi 5 punti percentuali al rialzo rispetto allo stesso previsto nel precedente report (pari a 27,62%). Conseguentemente, l'EBITDA risulta in aumento in valore assoluto, nonostante la previsione della marginalità sia pressoché in linea rispetto alle precedenti stime.

| Main Ratios   | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| EV/EBITDA (x) | 5,6   | 4,0   | 2,8   | 2,1   |
| EV/EBIT (x)   | 8,1   | 5,3   | 3,5   | 2,6   |
| P/E (x)       | 9,5   | 7,1   | 4,7   | 3,4   |

**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 €42,5 mln. L'equity value di Portobello utilizzando i market multiples risulta essere pari €42,7 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa €42,5 mln. Il target price è di € 15,66, rating BUY e rischio MEDIUM.

**Mattia Petracca**

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

## 1. Economics & Financials

**Table 1 – Economics & Financials**

| <b>INCOME STATEMENT (€/mln)</b>          | <b>FY17A</b>  | <b>FY18A</b>  | <b>FY19E</b>  | <b>FY20E</b>  | <b>FY21E</b>  | <b>FY22E</b>  |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Sales                                    | 10,00         | 21,49         | 40,00         | 55,00         | 70,00         | 85,00         |
| IPO credit contribution                  | 0,00          | 0,56          | 0,00          | 0,00          | 0,00          | 0,00          |
| <b>Value of production</b>               | <b>10,00</b>  | <b>22,05</b>  | <b>40,00</b>  | <b>55,00</b>  | <b>70,00</b>  | <b>85,00</b>  |
| COGS                                     | 9,69          | 23,63         | 35,50         | 43,50         | 55,00         | 65,00         |
| Change in raw materials                  | (1,57)        | (7,16)        | (7,50)        | (8,00)        | (9,50)        | (11,00)       |
| Services                                 | 0,42          | 0,68          | 1,80          | 4,00          | 5,00          | 6,00          |
| Use of assets owned by others            | 0,27          | 0,44          | 1,50          | 2,50          | 3,50          | 4,50          |
| Employees                                | 0,65          | 1,00          | 3,00          | 4,80          | 5,50          | 7,00          |
| Other Operating Expenses                 | 0,02          | 0,06          | 1,00          | 1,50          | 1,50          | 2,00          |
| <b>EBITDA</b>                            | <b>0,54</b>   | <b>3,40</b>   | <b>4,70</b>   | <b>6,70</b>   | <b>9,00</b>   | <b>11,50</b>  |
| <i>EBITDA Margin</i>                     | <i>5,4%</i>   | <i>15,8%</i>  | <i>11,8%</i>  | <i>12,2%</i>  | <i>12,9%</i>  | <i>13,5%</i>  |
| D&A                                      | 0,03          | 1,05          | 1,10          | 1,30          | 1,70          | 1,80          |
| <b>EBIT</b>                              | <b>0,51</b>   | <b>2,35</b>   | <b>3,60</b>   | <b>5,40</b>   | <b>7,30</b>   | <b>9,70</b>   |
| <i>EBIT Margin</i>                       | <i>5,1%</i>   | <i>10,9%</i>  | <i>9,0%</i>   | <i>9,8%</i>   | <i>10,4%</i>  | <i>11,4%</i>  |
| Financial Management                     | 0,00          | 0,00          | (0,10)        | (0,10)        | (0,10)        | (0,15)        |
| <b>EBT</b>                               | <b>0,51</b>   | <b>2,34</b>   | <b>3,50</b>   | <b>5,30</b>   | <b>7,20</b>   | <b>9,55</b>   |
| Taxes                                    | 0,17          | 0,55          | 1,10          | 1,65          | 2,25          | 3,10          |
| <b>Net Income</b>                        | <b>0,34</b>   | <b>1,80</b>   | <b>2,40</b>   | <b>3,65</b>   | <b>4,95</b>   | <b>6,45</b>   |
| <b>BALANCE SHEET (€/mln)</b>             | <b>FY17A</b>  | <b>FY18A</b>  | <b>FY19E</b>  | <b>FY20E</b>  | <b>FY21E</b>  | <b>FY22E</b>  |
| <b>Fixed Asset</b>                       | <b>0,16</b>   | <b>2,45</b>   | <b>3,00</b>   | <b>3,15</b>   | <b>3,65</b>   | <b>3,80</b>   |
| Account receivable                       | 1,95          | 15,12         | 20,00         | 27,00         | 34,00         | 39,50         |
| Inventories                              | 3,31          | 10,47         | 13,50         | 16,50         | 21,00         | 25,00         |
| Account payable                          | 5,95          | 11,82         | 17,00         | 21,00         | 25,00         | 29,00         |
| <b>Operating Working Capital</b>         | <b>(0,69)</b> | <b>13,77</b>  | <b>16,50</b>  | <b>22,50</b>  | <b>30,00</b>  | <b>35,50</b>  |
| Other Receivable                         | 1,38          | 2,90          | 6,40          | 7,50          | 9,00          | 10,00         |
| Other Payable                            | 0,96          | 13,83         | 16,00         | 20,00         | 25,00         | 28,00         |
| <b>Net Working Capital</b>               | <b>(0,27)</b> | <b>2,85</b>   | <b>6,90</b>   | <b>10,00</b>  | <b>14,00</b>  | <b>17,50</b>  |
| Severance Indemnities & Other Provisions | 0,03          | 0,05          | 0,15          | 0,25          | 0,30          | 0,50          |
| <b>NET INVESTED CAPITAL</b>              | <b>(0,13)</b> | <b>5,24</b>   | <b>9,75</b>   | <b>12,90</b>  | <b>17,35</b>  | <b>20,80</b>  |
| Share Capital                            | 0,05          | 0,52          | 0,52          | 0,52          | 0,52          | 1,52          |
| Reserves                                 | 0,01          | 3,04          | 4,84          | 7,24          | 10,89         | 15,84         |
| Net Profit                               | 0,34          | 1,80          | 2,40          | 3,65          | 4,95          | 6,45          |
| <b>Equity</b>                            | <b>0,41</b>   | <b>5,35</b>   | <b>7,75</b>   | <b>11,40</b>  | <b>16,35</b>  | <b>23,80</b>  |
| Cash & Cash Equivalent                   | 0,54          | 0,59          | 2,50          | 1,50          | 1,30          | 5,00          |
| Short Term Debt                          | 0,00          | 0,00          | 2,00          | 1,20          | 1,00          | 1,00          |
| M/L Term Debt                            | 0,00          | 0,48          | 2,50          | 1,80          | 1,30          | 1,00          |
| <b>Net Financial Position</b>            | <b>(0,54)</b> | <b>(0,11)</b> | <b>2,00</b>   | <b>1,50</b>   | <b>1,00</b>   | <b>-3,00</b>  |
| <b>SOURCES</b>                           | <b>(0,13)</b> | <b>5,24</b>   | <b>9,75</b>   | <b>12,90</b>  | <b>17,35</b>  | <b>20,80</b>  |
| <b>CASH FLOW (€/mln)</b>                 | <b>FY17A</b>  | <b>FY18A</b>  | <b>FY19E</b>  | <b>FY20E</b>  | <b>FY21E</b>  | <b>FY22E</b>  |
| EBIT                                     |               | 2,35          | 3,60          | 5,40          | 7,30          | 9,70          |
| Taxes                                    |               | 0,55          | 1,10          | 1,65          | 2,25          | 3,10          |
| <b>NOPAT</b>                             |               | <b>1,80</b>   | <b>2,50</b>   | <b>3,75</b>   | <b>5,05</b>   | <b>6,60</b>   |
| D&A                                      |               | 1,05          | 1,10          | 1,30          | 1,70          | 1,80          |
| Change in Account Receivable             |               | (13,17)       | (4,88)        | (7,00)        | (7,00)        | (5,50)        |
| Change in Inventories                    |               | (7,16)        | (3,03)        | (3,00)        | (4,50)        | (4,00)        |
| Change in Account Payable                |               | 5,87          | 5,18          | 4,00          | 4,00          | 4,00          |
| Other Changes                            |               | 11,34         | (1,33)        | 2,90          | 3,50          | 2,00          |
| <b>Change in NWC</b>                     |               | <b>(3,12)</b> | <b>(4,05)</b> | <b>(3,10)</b> | <b>(4,00)</b> | <b>(3,50)</b> |
| Change in Provision                      |               | 0,03          | 0,10          | 0,10          | 0,05          | 0,20          |
| <b>OPERATING CASH FLOW</b>               |               | <b>(0,24)</b> | <b>(0,35)</b> | <b>2,05</b>   | <b>2,80</b>   | <b>5,10</b>   |
| Capex                                    |               | (3,34)        | (1,65)        | (1,45)        | (2,20)        | (1,95)        |
| <b>FREE CASH FLOW</b>                    |               | <b>(3,58)</b> | <b>(2,01)</b> | <b>0,60</b>   | <b>0,60</b>   | <b>3,15</b>   |
| Change in Financial Debts                |               | 0,48          | 4,02          | (1,50)        | (0,70)        | (0,30)        |
| Financial Management                     |               | (0,00)        | (0,10)        | (0,10)        | (0,10)        | (0,15)        |
| Change in Equity                         |               | 3,15          | 0,00          | 0,00          | 0,00          | 1,00          |
| <b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>          |               | <b>0,05</b>   | <b>1,91</b>   | <b>(1,00)</b> | <b>(0,20)</b> | <b>3,70</b>   |

Source: Portobello and Integrae SIM estimates

## 1.1 1H19A Results

**Table 2 – 1H19A vs 1H18A**

| €/mln  | Sales  | EBITDA | EBITDA % | EBIT   | Net Income | NFP  |
|--------|--------|--------|----------|--------|------------|------|
| 1H19   | 19,0   | 2,2    | 11,6%    | 1,6    | 1,2        | 1,6  |
| 1H18   | 8,2    | 0,8    | 10,4%    | 0,8    | 0,6        | 0,1  |
| Change | 132,8% | 159,6% | 11,5%    | 100,0% | 100,0%     | n.m. |

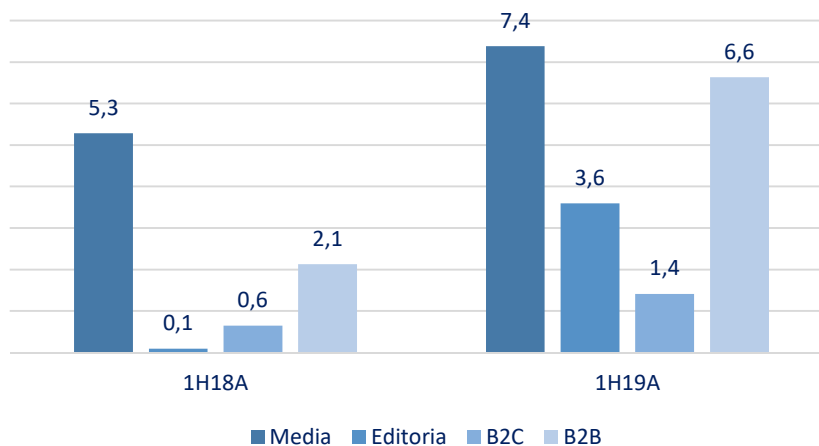
Source: Portobello

I risultati del 1H19A sono stati molto positivi, fanno registrare una crescita a tre cifre a livello di sales, EBITDA e Net Income. In particolare, i ricavi sono cresciuti del 133% YoY, passando da ca. €8,2 mln a €19,0 mln.

A tali risultati hanno contribuito tutte e tre le aree caratterizzanti il *business* di Portobello:

- **Editoria e Media:** il comparto lasciato nella prima metà del 2018 conta oggi sei riviste che hanno via via consolidato il loro posizionamento nel mercato; tale *business unit* è infatti cresciuta del +104% YoY (da €5,4 mln nel 1H18 a €11,0 mln nel 1H19), grazie al rafforzamento della posizione della Società quale *player* affidabile, alla capacità del *management* di acquisire spazi pubblicitari ad elevato impatto mediatico ed all'incremento delle vendite delle pagine pubblicitarie di proprietà.
- **B2C (retail):** tale *business unit* è cresciuta del +118% YoY (da €0,6 mln nel 1H18 a €1,4 mln nel 1H19). Nella prima metà dell'anno in corso sono stati aperti due nuovi punti vendita a Roma (attualmente i negozi attivi sono 8), nonché eseguito il *restyling* che ha, tra l'altro, consentito l'ottimizzazione degli spazi e la valorizzazione delle diverse categorie merceologiche, tanto che il valore medio del singolo scontrino ha avuto un incremento del 20/25% rispetto al 31.12.2018.
- **B2B:** è il comparto che risulta più in crescita, caratterizzato da un +211% (da €2,1 mln nel 1H18 a €6,6 mln nel 1H19). Tale *business unit* trova la sua migliore applicazione attraverso l'acquisto di parte delle rimanenze di magazzino (vendute poi attraverso il canale B2B), garantendo un miglior *turnover* delle merci, migliorando la marginalità, il ciclo di cassa e creando opportunità per eventuali *partnership* internazionali.

**Chart 1 – Sales Breakdown 1H18A vs 1H19A**



Source: Portobello

Tale *boost* di crescita si riflette anche sulla marginalità, con un EBITDA in crescita del +160% YoY, che si attesta a €2,2 mln nel 1H19A (contro €0,8mln nel 1H18A). Questo perché, alla crescita del volume d'affari, è stata affiancata un'attenta attività di monitoraggio dei costi e di miglioramento della marginalità delle diverse aree di *business*, tant'è che anche l'*EBITDA Margin* è cresciuto di oltre l'11% YoY, risultando pari al 11,6% (rispetto al 10,4% nel 1H18A).

La NFP risulta in peggioramento per effetto di investimenti realizzati nel primo semestre dell'anno ed in particolare:

- Avvio del progetto di digitalizzazione delle testate cartacee proprietarie con obiettivi di ampliamento e diversificazione delle opportunità di advertising;
- Apertura di due nuovi punti vendita a Roma;
- Ingresso con una quota del 4% nel capitale di Club Deal Srl, *start-up* innovativa attiva nella gestione di portali *on-line* per la raccolta di capitale di rischio o di debito. L'investimento rappresenta anche l'opportunità di bacino di utenza più ampio di clienti a cui poter offrire i propri servizi pubblicitari (media in cambio di servizi/merci da parte di start-up innovative);
- Ingresso con una quota del 10% nel capitale di Axanti Srl, società attiva nell'acquisto, valorizzazione, vendita, permuta, affitto e gestione di immobili e terreni. L'investimento è strategico al fine di ampliare l'offerta di prodotti e servizi in cambio merci verso il comparto *Real Estate* (appartamenti/garage ecc). Attualmente Portobello si ha molte opportunità di *barther* sul settore *real estate* e questo investimento in Axanti Srl consente alla Società di essere affiancata nelle attività di *due diligence* iniziale di presa dell'immobile oltre che nella fase di vendita (vendita diretta ad Axanti Srl oppure indiretta nei confronti di clienti della stessa Axanti Srl).

## 1.2 New estimates FY19E – FY21E

**Table 3 – Estimates Updates**

| €/mln             | FY2019E      | FY2020E      | FY2021E      |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Sales</b>      |              |              |              |
| New               | <b>40,0</b>  | <b>55,0</b>  | <b>70,0</b>  |
| Old               | 35,0         | 46,0         | 57,0         |
| Change            | 14,3%        | 19,6%        | 22,8%        |
| <b>EBITDA</b>     |              |              |              |
| New               | <b>4,7</b>   | <b>6,7</b>   | <b>9,0</b>   |
| Old               | 4,1          | 5,5          | 7,3          |
| Change            | 14,6%        | 21,8%        | 23,3%        |
| <b>EBITDA %</b>   |              |              |              |
| New               | <b>11,8%</b> | <b>12,2%</b> | <b>12,9%</b> |
| Old               | 11,6%        | 11,9%        | 12,7%        |
| Change            | 1,3%         | 2,4%         | 1,2%         |
| <b>EBIT</b>       |              |              |              |
| New               | <b>3,6</b>   | <b>5,4</b>   | <b>7,3</b>   |
| Old               | 3,0          | 4,6          | 6,5          |
| Change            | 20,0%        | 17,4%        | 12,3%        |
| <b>Net Income</b> |              |              |              |
| New               | <b>2,4</b>   | <b>3,7</b>   | <b>5,0</b>   |
| Old               | 2,1          | 3,1          | 4,2          |
| Change            | 14,3%        | 17,7%        | 17,9%        |
| <b>NFP</b>        |              |              |              |
| New               | <b>2,0</b>   | <b>1,5</b>   | <b>1,0</b>   |
| Old               | (0,5)        | (1,7)        | (4,3)        |
| Change            | <i>n.m.</i>  | <i>n.m.</i>  | <i>n.m.</i>  |

Source: Integrae SIM

Alla luce degli ottimi risultati registrati da Portobello nel primo semestre 2019, abbiamo ritenuto opportuno applicare un CAGR 19-21E sui ricavi pari al 32,29%, ovvero quasi 5 punti percentuali al rialzo rispetto allo stesso previsto nel precedente report (pari a 27,62%).

Conseguentemente, l'EBITDA risulta in aumento in valore assoluto, nonostante la previsione della marginalità sia pressoché in linea rispetto alle precedenti stime.

Per quanto riguarda la NFP, quest'ultima è stata invece rivista al ribasso a causa del piano di investimenti perseguito dalla Società.

## 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           |                                | 7,90% |
|----------------|--------------------------------|-------|
| Risk Free Rate | 0,86% $\alpha$ (specific risk) | 2,5%  |
| Market Premium | 9,02% Beta Adjusted            | 0,70  |
| D/E (average)  | 25,00% Beta Relevered          | 0,83  |
| Ke             | 9,69% Kd                       | 1,0%  |

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 7,90%

**Table 5 – DCF Valuation**

| DCF Equity Value        |             | 42,5        |
|-------------------------|-------------|-------------|
| FCFO actualized         | 2,3         | 5%          |
| TV actualized DCF       | 40,1        | 95%         |
| <b>Enterprise Value</b> | <b>42,4</b> | <b>100%</b> |
| NFP (FY18A)             | (0,1)       |             |

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, ne risulta un **equity value di €42,5 mln.**

**Table 6 – Equity Value - Sensitivity analysis**

| €/mln | Growth Rate (g) | WACC |      |      |      |      |      |      |
|-------|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|
|       |                 | 6,4% | 6,9% | 7,4% | 7,9% | 8,4% | 8,9% | 9,4% |
|       | 2,5%            | 76,9 | 67,4 | 59,8 | 53,7 | 48,6 | 44,3 | 40,6 |
|       | 2,0%            | 68,4 | 60,7 | 54,5 | 49,3 | 44,9 | 41,2 | 38,0 |
|       | 1,5%            | 61,7 | 55,3 | 50,1 | 45,6 | 41,9 | 38,6 | 35,7 |
|       | 1,0%            | 56,2 | 50,9 | 46,3 | 42,5 | 39,2 | 36,3 | 33,7 |
|       | 0,5%            | 51,6 | 47,1 | 43,2 | 39,8 | 36,8 | 34,3 | 32,0 |
|       | 0,0%            | 47,8 | 43,8 | 40,4 | 37,4 | 34,8 | 32,5 | 30,4 |
|       | -0,5%           | 44,5 | 41,0 | 38,0 | 35,3 | 33,0 | 30,9 | 29,0 |

Source: Integrae SIM

## 2.2 Market multiples

I nostro *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)     |             |             |
|----------------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                      | FY19E         | FY20E       | FY21E       | FY19E       | FY20E       | FY21E       | FY19E       | FY20E       | FY21E       |
| Wal-Mart Inc.        | 11,9          | 11,7        | 11,4        | 18,0        | 17,4        | 17,1        | 23,9        | 22,9        | 21,5        |
| Dollar General Corp. | 15,6          | 14,4        | 13,3        | 19,0        | 17,5        | 16,3        | 24,1        | 21,6        | 19,7        |
| Dollar Tree Inc.     | 13,1          | 11,8        | 11,1        | 18,0        | 15,6        | 14,5        | 22,4        | 19,1        | 17,4        |
| Target Corporation   | 9,4           | 9,0         | 8,9         | 14,4        | 13,8        | 13,4        | 17,6        | 16,5        | 15,2        |
| Mr Bricolage SA      | N/A           | N/A         | N/A         | N/A         | N/A         | N/A         | N/A         | N/A         | N/A         |
| Maisons du Monde SA  | 5,3           | 5,1         | 4,9         | 7,3         | 7,1         | 6,9         | 9,8         | 9,4         | 8,9         |
| <b>Peer Median</b>   | <b>11,9</b>   | <b>11,7</b> | <b>11,1</b> | <b>18,0</b> | <b>15,6</b> | <b>14,5</b> | <b>22,4</b> | <b>19,1</b> | <b>17,4</b> |

**Table 7.2 – Market Multiples (Media)**

| Company name                     | EV/EBITDA (x) |            |            | EV/EBIT (x) |            |            | P/E (x)    |            |            |
|----------------------------------|---------------|------------|------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                                  | FY19E         | FY20E      | FY21E      | FY19E       | FY20E      | FY21E      | FY19E      | FY20E      | FY21E      |
| Cairo Communication S.p.A.       | 4,5           | 4,4        | 4,7        | 6,7         | 6,6        | 6,8        | 5,9        | 5,6        | 5,9        |
| Arnoldo Mondadori Editore S.p.A. | 6,3           | 6,2        | 6,1        | 8,4         | 8,3        | 8,3        | 10,0       | 9,6        | 9,4        |
| GEDI Gruppo Editoriale S.p.A.    | 4,8           | 4,6        | N/A        | 9,1         | 8,8        | N/A        | 8,4        | 8,4        | N/A        |
| Lagardere SCA                    | 6,3           | 6,1        | 5,7        | 9,6         | 9,3        | 8,8        | 11,4       | 10,9       | 10,3       |
| Italiaonline SpA                 | 4,2           | 3,9        | N/A        | 9,9         | 8,9        | N/A        | 26,2       | 20,6       | N/A        |
| DigiTouch SpA                    | 3,4           | 2,8        | N/A        | 5,9         | 4,5        | N/A        | 8,0        | 6,0        | N/A        |
| Johnston Press plc               | N/A           | N/A        | N/A        | N/A         | N/A        | N/A        | N/A        | N/A        | N/A        |
| <b>Peer Median</b>               | <b>4,7</b>    | <b>4,5</b> | <b>5,7</b> | <b>8,8</b>  | <b>8,5</b> | <b>8,3</b> | <b>9,2</b> | <b>9,0</b> | <b>9,4</b> |

Source: Infinaancials

**Table 8 – Market Multiples Valuation**

| €/mln                                 | 2019E       | 2020E       | 2021E       |
|---------------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Enterprise Value (EV)</b>          |             |             |             |
| EV/EBITDA                             | 39,01       | 54,29       | 75,69       |
| EV/EBIT                               | 48,07       | 65,25       | 83,22       |
| P/E                                   | 37,84       | 51,19       | 66,31       |
| <b>Equity Value</b>                   |             |             |             |
| EV/EBITDA                             | 37,0        | 52,8        | 74,7        |
| EV/EBIT                               | 46,1        | 63,7        | 82,2        |
| P/E                                   | 37,8        | 51,2        | 66,3        |
| <b>Equity Value post 25% discount</b> |             |             |             |
| EV/EBITDA                             | 27,8        | 39,6        | 56,0        |
| EV/EBIT                               | 34,6        | 47,8        | 61,7        |
| P/E                                   | 28,4        | 38,4        | 49,7        |
| <b>Average</b>                        | <b>30,2</b> | <b>41,9</b> | <b>55,8</b> |

Source: Integrae SIM

L'equity value di Portobello utilizzando i *market multiples* EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E risulta essere pari a circa €56,9 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità di Portobello ha rispetto ai *comparables*, oltre che a una capitalizzazione più bassa. Pertanto, **ne risulta un equity value di €42,7 mln.**

## 2.3 Equity Value

**Table 9 – Equity Value**

|                                     |              |
|-------------------------------------|--------------|
| <b>Average Equity Value (€/mln)</b> | <b>42,5</b>  |
| Equity Value DCF (€/mln)            | 42,4         |
| Equity Value multiples (€/mln)      | 42,7         |
| <b>Target Price (€)</b>             | <b>15,66</b> |

Source: Integrae SIM

**L'equity value medio è pari a €42,5 mln. Il target price è quindi di € 15,66 (prev. €11,40). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

**Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples**

| <b>Multiples</b> | <b>FY19E</b> | <b>FY20E</b> | <b>FY21E</b> |
|------------------|--------------|--------------|--------------|
| EV/EBITDA        | 9,5x         | 6,6x         | 4,9x         |
| EV/EBIT          | 12,4x        | 8,2x         | 6,1x         |
| P/E              | 18,6x        | 12,2x        | 9,0x         |

Source: Integrae SIM

**Table 11 – Current Price Implied valuation multiples**

| <b>Multiples</b> | <b>FY19E</b> | <b>FY20E</b> | <b>FY21E</b> |
|------------------|--------------|--------------|--------------|
| EV/EBITDA        | 4,0x         | 2,8x         | 2,1x         |
| EV/EBIT          | 5,3x         | 3,5x         | 2,6x         |
| P/E              | 7,1x         | 4,7x         | 3,4x         |

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 Integræe 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                 |

The list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integræe SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integræe 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. Integræe 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 Integræe SIM’s web site ([www.integraesim.it](http://www.integraesim.it)). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integræe 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, Integræe 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 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. 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.;
- Integræ 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.;
- Integræ 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 Integræ SIM website you can find the archive the last 12 months of the conflicts of interest between Integræ SIM and issuers of financial instruments, and their group companies, and referred to in research products produced by analysts at Integræ.