

<b>PORTOBELLO</b>	<i>Italy</i>	<i>FTSE AIM Italia</i>	<i>Retail &amp; Media</i>
<b>Rating: BUY</b> (unch.)	<b>Target Price: € 55,00</b>	(prev. €30,00)	<b>Update</b>
			<b>Risk: Medium</b>

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	61,43%	97,31%	125,38%	293,82%
to FTSE AIM Italia	59,11%	81,37%	102,03%	258,22%
to FTSE STAR Italia	60,08%	86,27%	102,69%	212,36%
to FTSE All-Share	56,87%	87,09%	102,93%	235,43%
to EUROSTOXX	57,38%	89,19%	109,31%	241,68%
to MSCI World Index	61,16%	91,74%	106,92%	234,55%

#### Stock Data

Price	€ 29,30
Target price	€ 55,00
Upside/(Downside) potential	87,72%
Bloomberg Code	POR IM EQUITY
Market Cap (€m)	82,27
EV (€m)	95,63
Free Float	22,66%
Share Outstanding	2.807.900
52-week high	€ 29,70
52-week low	€ 6,90
Average daily volumes	14.500

Key Financials (€m)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
VoP	46,0	64,0	85,0	110,0
EBITDA	8,2	10,9	13,6	19,3
EBIT	6,8	8,6	11,6	17,3
Net Profit	4,8	6,0	7,8	11,8
EPS (€)	1,69	2,12	2,77	4,18
EBITDA margin	17,9%	17,0%	16,0%	17,5%
EBIT margin	14,8%	13,4%	13,6%	15,7%
Net Profit margin	10,3%	9,3%	9,2%	10,7%

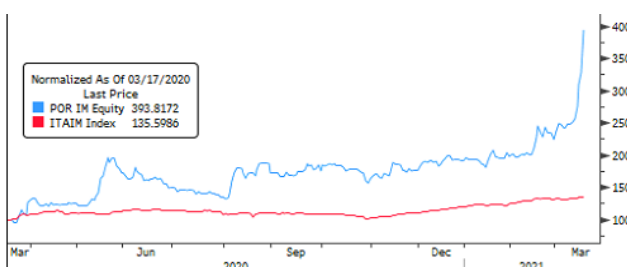
Main Ratios	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	11,6	8,8	7,0	5,0
EV/EBIT (x)	14,1	11,1	8,3	5,5
P/E (x)	17,3	13,8	10,6	7,0

#### Mattia Petracca

+39 02 87208 765

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

#### Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



#### FY20A Results

Il valore della produzione si attesta a € 64,0 mln, rispetto a un valore pari a € 46,0 mln registrato a fine 2019 e a € 65,0 mln stimati nel nostro precedente report. La crescita rispetto al 2019 è stata supportata da ognuna delle aree di business.

L'EBITDA, pari a € 10,9 mln, registra un significativo aumento pari al 31,8% rispetto ai € 8,25 mln dell'esercizio precedente e risulta in crescita anche rispetto alle nostre precedenti stime pari a € 10,2 mln. L'EBITDA Margin mostra una leggera decrescita da 17,9% a 17,0% nel 2020, superando comunque le nostre precedenti stime pari a 15,7%. L'EBIT è pari a € 8,6 mln (€ 6,79 mln nel 2019) e supera le nostre precedenti stime, pari a € 8,45 mln.

#### Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il 2020A e dell'evoluzione della situazione pandemica, modifichiamo le nostre stime. In particolare, riduciamo le nostre stime in termini di valore della produzione 2021E pari a € 85,0 mln ed EBITDA pari a € 13,6 mln. Di conseguenza, crediamo che la marginalità possa risentire della riduzione del volume di affari. Ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 130,0 mln (CAGR 20A-23E: 26,64%) nel 2023E, con EBITDA pari a € 23,75 mln (corrispondente ad una marginalità del 18,3%), in crescita rispetto a € 10,87 mln del 2020A (corrispondente ad un EBITDA margin del 17,0%).

#### 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 €167,3 mln. L'equity value di Portobello utilizzando i market multiples risulta essere pari €141,6 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa €154,4 mln. Il target price è di € 55,00 (prev. € 30,00), rating BUY e rischio MEDIUM.

## 1. Economics & Financials

**Table 1 – Economics & Financials**

<b>INCOME STATEMENT (€/mln)</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>
<b>Value of production</b>	<b>22,05</b>	<b>46,03</b>	<b>64,00</b>	<b>85,00</b>	<b>110,00</b>	<b>130,00</b>
COGS	23,63	31,05	51,24	62,00	77,00	88,00
Change in raw materials	(7,16)	0,89	(7,38)	(4,59)	(5,00)	(4,00)
Services	0,68	2,81	4,41	5,70	6,50	7,50
Use of assets owned by others	0,44	0,97	1,83	3,80	5,70	6,80
Employees	1,00	1,87	2,62	3,90	5,70	7,00
Other Operating Expenses	0,06	0,20	0,41	0,55	0,80	0,95
<b>EBITDA</b>	<b>3,40</b>	<b>8,25</b>	<b>10,87</b>	<b>13,64</b>	<b>19,30</b>	<b>23,75</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>15,4%</i>	<i>17,9%</i>	<i>17,0%</i>	<i>16,0%</i>	<i>17,5%</i>	<i>18,3%</i>
D&A	1,05	1,45	2,29	2,05	2,00	1,90
<b>EBIT</b>	<b>2,35</b>	<b>6,79</b>	<b>8,58</b>	<b>11,59</b>	<b>17,30</b>	<b>21,85</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>10,6%</i>	<i>14,8%</i>	<i>13,4%</i>	<i>13,6%</i>	<i>15,7%</i>	<i>16,8%</i>
Financial Management	0,00	(0,14)	(0,29)	(0,80)	(0,75)	(0,70)
<b>EBT</b>	<b>2,34</b>	<b>6,66</b>	<b>8,28</b>	<b>10,79</b>	<b>16,55</b>	<b>21,15</b>
Taxes	0,55	1,90	2,33	3,00	4,80	6,10
<b>Net Income</b>	<b>1,80</b>	<b>4,75</b>	<b>5,95</b>	<b>7,79</b>	<b>11,75</b>	<b>15,05</b>
<b>BALANCE SHEET (€/mln)</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>
<b>Fixed Asset</b>	<b>2,45</b>	<b>3,57</b>	<b>5,08</b>	<b>8,00</b>	<b>8,50</b>	<b>8,00</b>
Account receivable	15,12	19,00	5,08	6,80	9,00	10,80
Inventories	10,47	9,33	16,41	21,00	26,00	30,00
Account payable	11,82	14,01	7,82	5,70	6,90	7,90
<b>Operating Working Capital</b>	<b>13,77</b>	<b>14,32</b>	<b>13,67</b>	<b>22,10</b>	<b>28,10</b>	<b>32,90</b>
Other Receivable	2,90	6,32	22,76	32,00	43,80	51,60
Other Payable	13,83	9,24	11,77	22,00	27,50	31,40
<b>Net Working Capital</b>	<b>2,85</b>	<b>11,40</b>	<b>24,67</b>	<b>32,10</b>	<b>44,40</b>	<b>53,10</b>
Severance Indemnities & Other Provisions	0,05	0,09	0,27	0,40	0,65	0,80
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>5,24</b>	<b>14,88</b>	<b>29,49</b>	<b>39,70</b>	<b>52,25</b>	<b>60,30</b>
Share Capital	0,52	0,52	0,53	0,53	0,53	0,53
Reserves	3,04	4,84	9,64	15,60	23,39	35,14
Net Profit	1,80	4,75	5,95	7,79	11,75	15,05
<b>Equity</b>	<b>5,35</b>	<b>10,11</b>	<b>16,13</b>	<b>23,92</b>	<b>35,67</b>	<b>50,72</b>
Cash & Cash Equivalent	0,59	1,50	3,14	5,22	7,42	17,42
Financial Debt	0,48	6,28	16,49	21,00	24,00	27,00
<b>Net Financial Position</b>	<b>(0,11)</b>	<b>4,78</b>	<b>13,36</b>	<b>15,78</b>	<b>16,58</b>	<b>9,58</b>
<b>SOURCES</b>	<b>5,24</b>	<b>14,88</b>	<b>29,49</b>	<b>39,70</b>	<b>52,25</b>	<b>60,30</b>
<b>CASH FLOW (€/mln)</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>
EBIT	2,35	6,79	8,58	11,59	17,30	21,85
Taxes	0,55	1,90	2,33	3,00	4,80	6,10
<b>NOPAT</b>	<b>1,80</b>	<b>4,89</b>	<b>6,25</b>	<b>8,59</b>	<b>12,50</b>	<b>15,75</b>
D&A	1,05	1,45	2,29	2,05	2,00	1,90
Change in Account Receivable	(13,17)	(3,87)	13,92	(1,72)	(2,20)	(1,80)
Change in Inventories	(7,16)	1,14	(7,08)	(4,59)	(5,00)	(4,00)
Change in Account Payable	5,87	2,19	(6,20)	(2,12)	1,20	1,00
Other Changes	11,34	(8,00)	(13,92)	1,00	(6,30)	(3,90)
<b>Change in NWC</b>	<b>(3,12)</b>	<b>(8,55)</b>	<b>(13,28)</b>	<b>(7,43)</b>	<b>(12,30)</b>	<b>(8,70)</b>
Change in Provision	0,03	0,03	0,18	0,13	0,25	0,15
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>(0,24)</b>	<b>(2,17)</b>	<b>(4,56)</b>	<b>3,34</b>	<b>2,45</b>	<b>9,10</b>
Capex	(3,34)	(2,58)	(3,80)	(4,97)	(2,50)	(1,40)
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>(3,58)</b>	<b>(4,75)</b>	<b>(8,35)</b>	<b>(1,62)</b>	<b>(0,05)</b>	<b>7,70</b>
Change in Financial Debts	0,48	5,80	10,21	4,51	3,00	3,00
Financial Management	(0,00)	(0,14)	(0,29)	(0,80)	(0,75)	(0,70)
Change in Equity	3,15	0,00	0,07	0,00	0,00	0,00
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>	<b>0,05</b>	<b>0,91</b>	<b>1,63</b>	<b>2,08</b>	<b>2,20</b>	<b>10,00</b>

Source: Portobello and Integrae SIM estimates

## 1.1 FY20A Results

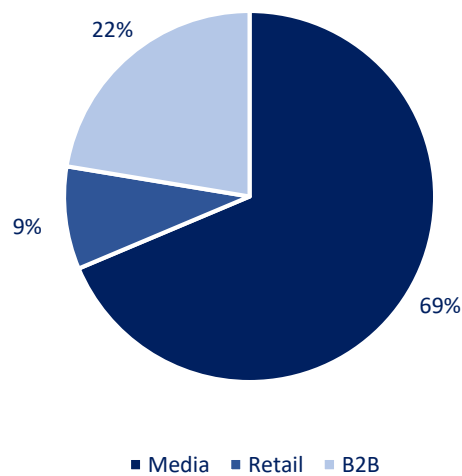
**Table 2 – Actual VS Estimates FY20A**

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
<b>FY20A</b>	<b>64,0</b>	<b>10,9</b>	<b>17,0%</b>	<b>8,6</b>	<b>6,0</b>	<b>13,4</b>
FY20E	65,0	10,2	15,7%	8,5	6,0	5,0
<i>Change</i>	-1,5%	6,5%	1,3%	1,5%	0,1%	N.A.

Source: Integrae SIM

Il valore della produzione si attesta a € 64,0 mln, rispetto a un valore pari a € 46,0 mln registrato a fine 2019 e a € 65,0 mln stimati nel nostro precedente *report*. La crescita rispetto al 2019 è stata supportata da ognuna delle aree di business.

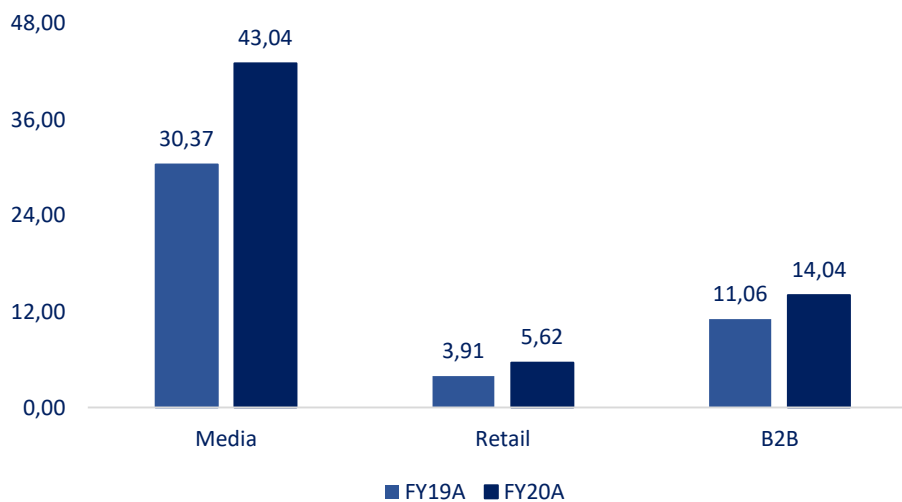
**Chart 1 – Revenues by Business Unit 2020A**



Source: Portobello

La principale fonte di ricavo, nel corso del 2020A, è stata la business unit Media che ha generato una quota di ricavi pari al 69% circa. Le altre due business unit, Retail e B2B, hanno rispettivamente generato quote pari a: 9% e 22% circa.

**Chart 2 – Revenues by Business Unit 2019A vs 2020A**



Source: Portobello

Le diverse business unit, nel corso del 2020, rispetto al 2019, hanno mostrato il seguente andamento:

- Media: crescita del 42%, grazie al rafforzamento della posizione di Portobello sul mercato nazionale (diventandone uno dei principali *player*). Il modello di business, infatti, permette agli inserzionisti, che possono anche godere di benefici fiscali legati agli investimenti pubblicitari, di effettuare campagne pubblicitarie senza utilizzare cassa;
- Retail: crescita del 44%, grazie all'aumento della superficie di vendita quale conseguenza dell'apertura di nuovi punti vendita nell'anno 2019 che, nel 2020, sono entrati a pieno regime. Inoltre, nonostante le chiusure imposte tra marzo e maggio, il fatturato *like for like* risulta in linea con quello del 2019. Fondamentale, inoltre, la crescita del canale di vendita online pari al 306% rispetto al 2019;
- B2B: crescita del 27% grazie all'aumento dei contratti di permuta. Nel corso del 2020, la Società ha sfruttato il canale per monetizzare, senza perdere marginalità, quei prodotti che non sono rivendibili nei punti vendita, oppure relativi ad acquisti che hanno volumi troppo elevati rispetto ai negozi attualmente aperti.

L'EBITDA, pari a € 10,9 mln, registra un significativo aumento pari al 31,8% rispetto ai € 8,25 mln dell'esercizio precedente e risulta in crescita anche rispetto alle nostre precedenti stime pari a € 10,2 mln. L'EBITDA Margin, pari al 17%, supera le nostre precedenti stime pari a 15,7%.

L'EBIT è pari a € 8,6 mln (€ 6,79 mln nel 2019) dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 2,3 mln. Anche il valore dell'EBIT supera le nostre precedenti attese, pari a € 8,45 mln. Di conseguenza, anche l'EBIT Margin, pari al 13,4% mostra un incremento rispetto alle nostre aspettative (13,0%). L'Utile Netto si attesta a € 5,95 mln (€ 4,75 mln nel 2019) in linea con le nostre stime.

A livello di circolante, si osserva una decrescita in termini di *operating working capital*. Si osserva: un aumento delle rimanenze, accompagnato da un importante riduzione dei debiti commerciali e da una ancora più significativa riduzione dei crediti commerciali.

La NFP mostra un significativo aumento da € 4,78 mln a € 13,36 mln. Tale variazione è principalmente dovuta agli importanti investimenti realizzati dalla Società sulle aperture dei nuovi punti vendita, sulla nuova struttura logistica, sulle acquisizioni e sul piano di comunicazione nazionale.

Per quanto riguarda le voci *other receivables* e *other payables*, è possibile osservare un incremento rispetto allo scorso anno. È importante sottolineare come la variazione sia strettamente legata alla natura del business. Infatti, tali differenze non si sostanziano in un assorbimento di cassa dal momento che la fatturazione dei contratti di permuta prevede la compensazione delle partite e quindi non determina uscite di cassa. Infatti, all'interno di *other receivables*, troviamo le pubblicità da erogare (pari a € 21,9 mln circa) legate a contratti già siglati per l'erogazione di pubblicità durante l'anno, ancora da prestare al cliente. Viceversa, all'interno di *other payables*, troviamo il cosiddetto "magazzino pubblicità" (pari a € 11,8 mln circa) che corrisponde a contratti di acquisto di pubblicità, ma ancora da ricevere. Pertanto, le due voci vanno in compensazione. Infatti, le pubblicità da erogare sono da leggere come fatturato già contrattualizzato per l'anno successivo.

## 1.2 Eventi Significativi

In seguito alla nostra ultima pubblicazione, la Società ha comunicato:

- In data 15/12/20, l'avvio, attraverso Gruppo SAE Srl (Società in cui Portobello detiene attualmente una partecipazione pari a circa il 20%), del progetto editoriale per l'acquisto da Gedi News Network SpA di quattro testate giornalistiche: Il Tirreno, La Nuova Ferrara, La Gazzetta di Reggio e La Gazzetta di Modena. L'investimento, finanziato tramite mezzi propri (del valore di € 0,5 mln circa) rientra nel quadro della strategia di sviluppo dell'unità di Business Media & Advertising ed è finalizzato al potenziamento del portafoglio media;
- In data 11/01/21, l'apertura di due maxistore nel centro di Milano: Corso Buenos Aires (ampiezza di quasi 450 mq dislocati su due livelli con scala mobile) e Corso Genova (ampiezza di quasi 650 mq dislocati su due livelli con ascensore). Il personale appositamente assunto e formato per entrambi i punti vendita conta circa 20 unità. I punti vendita si occuperanno di: casalinghi, elettronica e regali, tessile e abbigliamento, cura della casa e della persona.

### 1.3 FY21E – FY23E Estimates

**Table 3 – Estimates Updates FY21E-23E**

€/mln	FY2021E	FY2022E	FY2023E
<b>VoP</b>			
New	<b>85,0</b>	<b>110,0</b>	<b>130,0</b>
Old	90,0	120,0	N/A
Change	-5,6%	-8,3%	N/A
<b>EBITDA</b>			
New	<b>13,6</b>	<b>19,3</b>	<b>23,8</b>
Old	15,5	21,4	N/A
Change	-12,0%	-9,8%	N/A
<b>EBITDA %</b>			
New	<b>16,0%</b>	<b>17,5%</b>	<b>18,3%</b>
Old	17,2%	17,8%	N/A
Change	-6,8%	-1,6%	N/A
<b>EBIT</b>			
New	<b>11,6</b>	<b>17,3</b>	<b>21,9</b>
Old	13,6	19,3	N/A
Change	-14,5%	-10,4%	N/A
<b>Net Income</b>			
New	<b>7,8</b>	<b>11,8</b>	<b>15,1</b>
Old	9,6	13,8	N/A
Change	-18,4%	-14,9%	N/A
<b>NFP</b>			
New	<b>15,8</b>	<b>16,6</b>	<b>9,6</b>
Old	(0,0)	(9,2)	N/A
Change	N/A	N/A	N/A

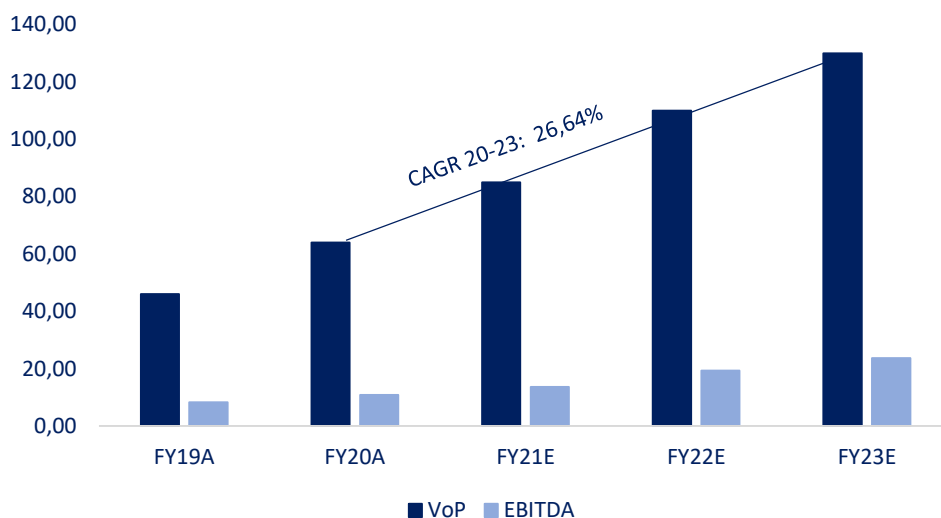
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il 2020A e dell'evoluzione della situazione pandemica, modifichiamo le nostre stime.

In particolare, riduciamo le nostre stime in termini di valore della produzione 2021E, pari a € 85,0 mln, ed EBITDA 2021E, pari a € 13,6 mln. La riduzione delle stime di fatturato è strettamente collegata all'evolversi della situazione pandemica. Di conseguenza, crediamo che la marginalità possa risentire della riduzione del volume di affari. A livello di NFP, allineiamo le nostre stime ai valori osservati nel corso del 2020A.

Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 130,0 mln (CAGR 20A-23E: 26,64%) nel 2023E, con EBITDA pari a € 23,75 mln (corrispondente ad una marginalità del 18,3%), in crescita rispetto a € 10,87 mln del 2020A (corrispondente ad un EBITDA margin del 17,0%).

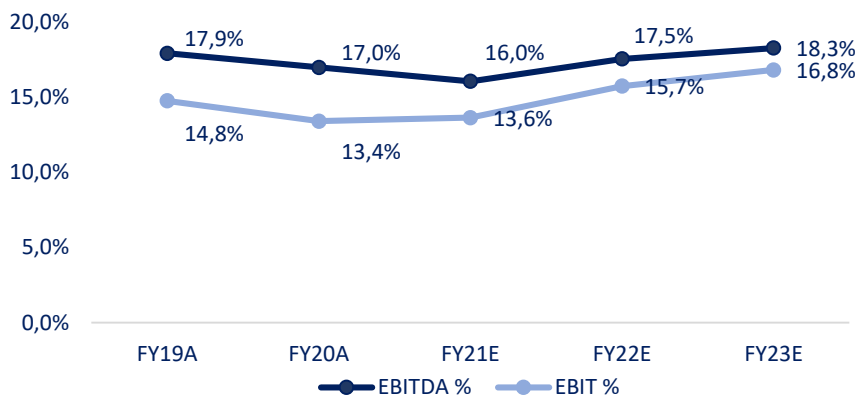
**Chart 3 – VoP and EBITDA FY19A-23E**



Source: Integrae SIM

Crediamo che la crescita del valore della produzione possa essere supportata dall’apertura di nuovi punti vendita e dalla piena entrata a regime (in termini di volumi e marginalità) dei punti vendita aperti negli anni precedenti.

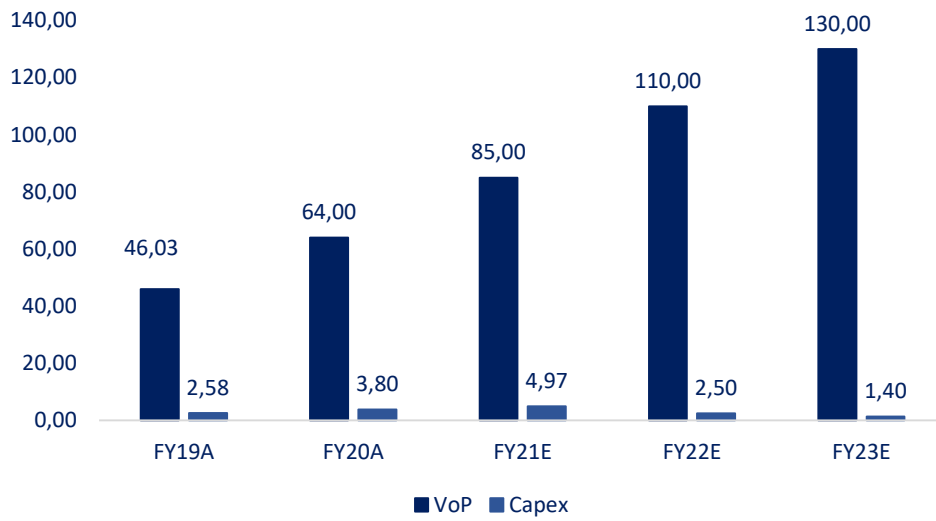
**Chart 4 – Margin FY19A-23E**



Source: Integrae SIM

In termini di marginalità, ci aspettiamo una leggera flessione nel corso del 2021E dovuta principalmente all’aumento dei costi del personale, legato all’apertura dei nuovi punti vendita. Per gli anni seguenti, crediamo che la marginalità possa beneficiare dell’aumento dell’incidenza della SBU Retail a discapito della quota della SBU B2B (che presenta livelli di marginalità inferiori).

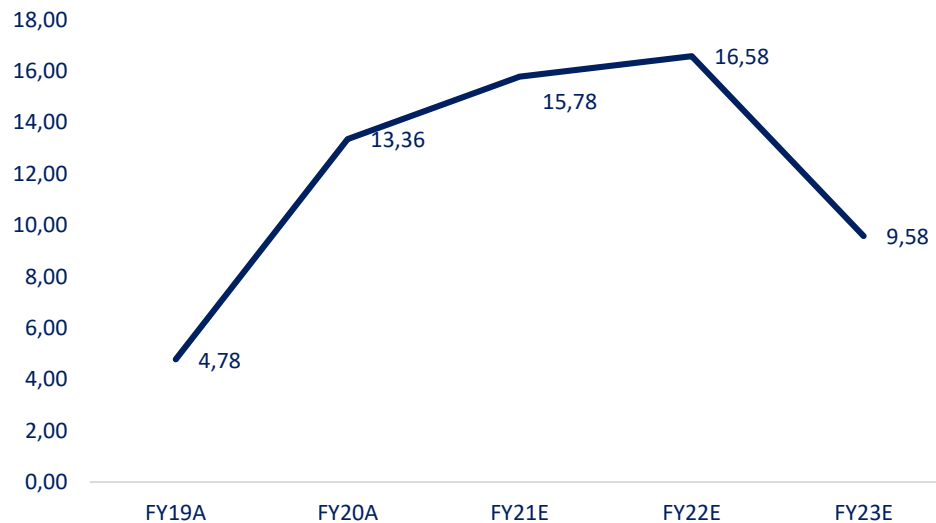
**Chart 5 – Capex FY19A-23E**



Source: Integrae SIM

Crediamo che la Società, nei prossimi anni, continuerà ad accelerare il proprio piano di investimenti finalizzato all’apertura di nuovi punti vendita.

**Chart 6 – NFP FY19A-23E**



Source: Integrae SIM

Ci aspettiamo che la Società sarà in grado di riprendere a migliorare la propria NFP a partire dal 2023E. La NFP, oltre all’effetto degli investimenti e delle Opex relative alle aperture di nuovi negozi, è influenzata dall’andamento del circolante, per le cui stime, ci siamo basati sui valori osservati nel 2020A.



## 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		4,86%
Risk Free Rate	-0,13% $\alpha$ (specific risk)	2,5%
Market Premium	6,85% Beta Adjusted	0,76
D/E (average)	100,00% Beta Relevered	1,30
Ke	7,55% Kd	3,0%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 4,86%.

**Table 5 – DCF Valuation**

DCF Equity Value		167,3
FCFO actualized	17,4	10%
TV actualized DCF	163,2	90%
<b>Enterprise Value</b>	<b>180,6</b>	100%
NFP (FY20A)	13,4	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di €167,3 mln.**

**Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis**

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		3,4%	3,9%	4,4%	4,9%	5,4%	5,9%	6,4%
2,5%		779,0	485,1	349,3	271,2	220,3	184,6	158,1
2,0%		494,0	355,8	276,2	224,4	188,1	161,1	140,4
1,5%		362,4	281,3	228,6	191,6	164,2	143,0	126,2
1,0%		286,6	232,9	195,2	167,3	145,8	128,7	114,8
0,5%		237,3	198,9	170,5	148,6	131,2	117,0	105,2
0,0%		202,7	173,7	151,4	133,7	119,3	107,3	97,2
-0,5%		177,1	154,3	136,3	121,6	109,4	99,1	90,4

Source: Integrae SIM

## 2.2 Market multiples

I nostri *panel* sono formati da società operanti nello stesso settore di Portobello, ma molte hanno capitalizzazione maggiore.

### 2.2.1 Panel Composition

#### Panel Retail

**Walmart Inc (USA)** si occupa di commercio al dettaglio e all'ingrosso. L'azienda offre un assortimento di merci e servizi a prezzi convenienti. In particolare, Walmart opera come *merchandise* di prodotti di consumo, utilizzando i marchi Walmart, Wal-Mart e Walmart Neighborhood Market, così come walmart.com e altri marchi di e-commerce. L'azienda è stata fondata dai fratelli Walton nel 1945 e ha sede a Bentonville, USA.

**Target Corporation (USA)** possiede e gestisce negozi di general merchandise e prodotti alimentari, compresi surgelati, drogheria, latticini e molti altri prodotti. L'azienda è stata fondata da George Draper Dayton nel 1902 e ha sede a Minneapolis, USA.

**Bj's Wholesale Club Holdings (USA)** opera nella gestione di *warehouse club*. L'azienda fornisce prodotti di elettronica, arredamento, fitness, videogiochi, prodotti *healthcare*, giocattoli, gioielli e prodotti alimentari. L'azienda è stata fondata il 24 giugno 2011 e ha sede a Westborough, USA.

**Costco Wholesale Corp (USA)** gestisce magazzini all'ingrosso per clienti (tramite *membership*) in diversi paesi. L'azienda vende: prodotti alimentari, forniture automobilistiche, giocattoli, articoli sportivi, gioielli, prodotti di elettronica, abbigliamento e cosmetici oltre ad una vasta gamma di altri beni. L'azienda è stata fondata da James D. Sinegal e Jeffrey H. Brotman nel 1983 ed ha sede a Issaquah, USA.

**PriceSmart Inc (USA)**. Il business dell'azienda consiste principalmente nella gestione di centri per lo shopping aperti a clienti associati tramite *membership*, simili, ma di dimensioni più contenute rispetto ai tradizionali *warehouse club* americani. L'azienda è stata fondata da Sol Price e Robert E. Price nel 1994 e ha sede a San Diego, USA.

**Dunelm Group Plc (UK)** vende articoli per la casa, tramite negozi di proprietà, internet e cataloghi. L'offerta comprende articoli per il bagno, letti e materassi, persiane, tessuto e cucito, tende, tappeti e zerbini, quadri e specchi, cuscini e plaid, illuminazione, biancheria, piumoni e cuscini, arredamento e mobili. L'azienda è stata fondata da William Adderley e Jean Adderley nel 1979 e ha sede a Charnwood, Regno Unito.

**RH (USA)** vende mobili, arredi per l'illuminazione, tessuti, articoli da bagno e arredamento per esterni e giardino. L'azienda è stata fondata da Stephen J. Gordon nel 1980 e ha sede a Corte Madera, USA.

**Motorpoint Group Plc (UK)** è un rivenditore di veicoli indipendente. Il portafoglio prodotti comprende le seguenti case automobilistiche: Ford, Vauxhall, Volkswagen, Nissan, Hyundai, Audi, BMW e Mercedes-Benz. L'azienda è stata fondata da David Edward Shelton nel marzo 1998 e ha sede a Derby, nel Regno Unito.

### Panel Media and Advertising

**Cairo Communication SpA (Italy)** svolge la sua attività nel settore della comunicazione in qualità di editore televisivo e di periodici e opera nel settore pubblicitario in qualità di concessionaria per la vendita di spazi pubblicitari su diversi mezzi (tv commerciale, tv digitale a pagamento, stampa ed internet). L'azienda è stata fondata da Urbano Roberto Cairo nel dicembre 1995 e ha sede a Milano, Italia.

**The Interpublic Group of Company Inc (USA)** si occupa della fornitura di servizi pubblicitari e di marketing. L'azienda è specializzata in *consumer advertising*, *digital marketing*, pianificazione delle comunicazioni e acquisto di media oltre che nella cura delle pubbliche relazioni. L'azienda è stata fondata il 18 settembre 1930 e ha sede a New York, USA.

**Omnicom Group Inc (USA)** è una *holding* che si occupa della gestione di agenzie pubblicitarie e della fornitura di servizi pubblicitari. Offre, in particolare, servizi di marketing e comunicazione aziendale. La società è stata fondata da Maxwell Dane nel 1944 e ha sede a New York, NY.

**Hakuhodo Dy Holdings Inc (Japan)** opera nel mercato pubblicitario lavorando su vari media, principalmente: giornali, riviste, radio, televisione e media digitali. Fornisce inoltre servizi in ambito: pianificazione, produzione, marketing, pubbliche relazioni e altri servizi relativi alla presentazione delle pubblicità. L'azienda è stata fondata il 1 ottobre 2003 e ha sede a Tokyo, in Giappone

## 2.2.2 Multiples Method

**Table 7.1 – Market Multiples Retail**

Company name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)			P/E (x)		
	FY21E	FY22E	FY23E	FY21E	FY22E	FY23E	FY21E	FY22E	FY23E
Walmart Inc.	13,0	12,3	11,7	19,5	18,3	17,1	24,8	22,8	20,7
Target Corporation	11,5	11,0	10,6	16,3	15,2	14,4	20,9	19,0	17,6
BJ's Wholesale Club Holdings	11,9	11,4	10,9	16,7	15,9	13,9	16,5	14,8	12,7
Costco Wholesale Corporation	17,6	16,3	15,0	22,6	20,8	19,0	33,0	30,4	27,3
PriceSmart Inc.	13,3	12,1	N/A	19,1	N/A	N/A	29,2	25,6	N/A
Dunelm Group plc	11,3	10,4	N/A	17,7	16,3	15,0	21,6	19,9	18,1
RH	13,2	11,8	10,0	15,4	13,7	11,4	24,2	21,5	19,2
Motorpoint Group Plc	15,6	13,9	N/A	17,5	15,4	N/A	18,1	15,7	N/A
<b>Peer Median</b>	<b>13,1</b>	<b>11,9</b>	<b>10,9</b>	<b>17,6</b>	<b>15,9</b>	<b>14,7</b>	<b>22,9</b>	<b>20,7</b>	<b>18,6</b>

Source: Infinancials

**Table 7.2 – Market Multiples Media and Advertising**

Company name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)			P/E (x)		
	FY21E	FY22E	FY23E	FY21E	FY22E	FY23E	FY21E	FY22E	FY23E
Cairo Communication S.p.A.	4,2	4,1	N/A	8,3	7,3	N/A	7,1	6,2	N/A
The Interpublic Group	8,6	8,1	8,0	11,1	10,3	9,9	15,2	13,8	13,0
Omnicom Group Inc	7,7	7,5	7,3	8,7	8,4	8,1	13,1	12,3	11,6
Hakuhodo Dy Holdings Inc.	12,4	10,8	N/A	15,9	13,2	13,0	25,7	20,7	21,3
<b>Peer Median</b>	<b>8,1</b>	<b>7,8</b>	<b>7,6</b>	<b>9,9</b>	<b>9,3</b>	<b>9,9</b>	<b>14,1</b>	<b>13,1</b>	<b>13,0</b>

Source: Infinancials

**Table 8 – Market Multiples Valuation**

€/mln	2021E	2022E	2023E
<b>Enterprise Value (EV)</b>			
EV/EBITDA	145,0	190,5	220,3
EV/EBIT	159,3	218,2	268,9
P/E	144,1	198,5	238,1
<b>Equity Value</b>			
EV/EBITDA	129,3	174,0	210,8
EV/EBIT	143,5	201,6	259,3
P/E	144,1	198,5	238,1
<b>Equity Value post 25% discount</b>			
EV/EBITDA	96,9	130,5	158,1
EV/EBIT	107,6	151,2	194,5
P/E	108,1	148,9	178,6
<b>Average</b>	<b>104,2</b>	<b>143,5</b>	<b>177,0</b>

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di Portobello, utilizzando i *market multiple* EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E risulta essere pari a €188,8 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. Pertanto, ne risulta un *equity value* di €141,6 mln.

## 2.3 Equity Value

**Table 9 – Equity Value**

<b>Average Equity Value (€/mln)</b>	<b>154,4</b>
Equity Value DCF (€/mln)	167,3
Equity Value multiples (€/mln)	141,6
<b>Target Price (€)</b>	<b>55,00</b>

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a €154,4 mln. Il **target price** è quindi di € 55,00 (prev. €30,00). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

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

Multiples	FY20A	2021E	2022E
EV/EBITDA	15,4x	12,3x	8,7x
EV/EBIT	19,6x	14,5x	9,7x
P/E	25,9x	19,8x	13,1x

Source: Integrae SIM

**Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples**

Multiples	FY20A	2021E	2022E
EV/EBITDA	8,8x	7,0x	5,0x
EV/EBIT	11,1x	8,3x	5,5x
P/E	13,8x	10,6x	7,0x

Source: Integrae SIM

**Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958 and Consob Regulation n. 20307/2018**

**Analyst/s certification**

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. INTEGRÆ SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRÆ and other intermediaries: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integrae SIM's current Head of Research, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalists guild. Mattia Petracca and Emanuele Negri are current financial analysts.

**Disclaimer**

This publication was produced by INTEGRÆ SIM SpA. INTEGRÆ 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.

INTEGRÆ SIM SpA performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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 INTEGRÆ SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

<b>Date</b>	<b>Price</b>	<b>Recommendation</b>	<b>Target Price</b>	<b>Risk</b>	<b>Comment</b>
27/03/2020	8,08	Buy	25,60	Medium	Update
05/10/2020	13.60	Buy	30,00	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. INTEGRÆ SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRÆ 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). INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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. INTEGRÆ SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site ([www.integraesim.it](http://www.integraesim.it)). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRÆ 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 INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ 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. 20307/2018, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

**Rating system (long term horizon: 12 months)**

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the expected total return (ETR – absolute performance in the 12 months following the publication of the analysis, including the ordinary dividend paid by the company), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the expected total return may temporarily fall outside the proposed range

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

**Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)**

The methods that INTEGRÆ SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) 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 SpA;
- Integræ SIM S.p.A. It pays, or has paid in the past 12 months inside of the engagement of specialist, research services in favor of Portobello SpA;
- Integræ SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Portobello SpA;
- In the IPO phase, Integræ SIM played the role of global coordinator.

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 SIM.