SIM INTEGRÆ

Data produzione: 18 Ottobre 2021 - h 18.30 Data pubblicazione: 19 Ottobre 2021 - h 7.00

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

Rating: BUY (unch.) **Target Price: € 80,00** (prev. €75,00) **Update** **Risk: Medium**

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-10,65%	12,60%	10,19%	210,19%
to FTSE AIM Italia	-10,37%	0,28%	-10,83%	138,93%
to FTSE STAR Italia	-12,97%	-1,25%	-12,29%	154,46%
to FTSE All-Share	-15,31%	2,92%	3,21%	173,81%
to EUROSTOXX	-13,32%	6,93%	6,92%	182,16%
to MSCI World Index	-12,73%	8,10%	4,57%	181,59%

Stock Data	
Price	€ 41,10
Target price	€ 80,00
Upside/(Downside) potential	94,65%
Bloomberg Code	POR IM EQUITY
Market Cap (€m)	133,04
EV (€m)	146,30
Free Float	28,98%
Share Outstanding	3.236.902
52-week high	€ 55,00
52-week low	€ 11,35
Average daily volumes	10.000

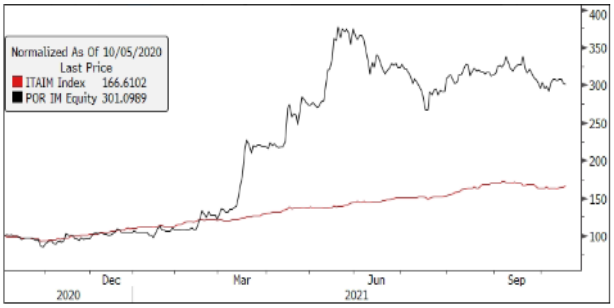
Key Financials (*€m*)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
VoP	64,0	86,0	135,0	170,0
EBITDA	10,9	15,0	24,3	32,6
EBIT	8,6	11,7	20,6	29,1
Net Profit	6,0	7,9	14,1	19,9
EPS (€)	1,84	2,44	4,36	6,15
EBITDA margin	17,0%	17,4%	18,0%	19,2%
EBIT margin	13,4%	13,6%	15,2%	17,1%
Net Profit margin	9,3%	9,2%	10,4%	11,7%

Main Ratios	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
EV/EBITDA (x)	13,5	9,8	6,0	4,5
EV/EBIT (x)	17,1	12,5	7,1	5,0
P/E (x)	22,3	16,8	9,4	6,7

Mattia Petracca

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



1H21A Results

I risultati del primo semestre del 2021 sono stati molto positivi, nonostante la crisi sanitaria abbia influenzato le attività della società, negozi in primis. Il valore della produzione cresce fino a € 29,44 mln, +22,5% rispetto al dato dell'1H20A pari a € 24,03 mln. L'EBITDA, pari a € 7,32 mln, registra un miglioramento pari al 34,4% rispetto al valore del 1H20A che si attestava sui € 5,44 mln, confermando una buona marginalità rispetto ai ricavi (EBITDA *margin* pari a 24,9% vs 22,7 dell'1H20A).

In crescita anche il Net Income che passa da € 3,40 mln a € 4,38 mln (+28,6%).

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H21A, modifichiamo le nostre stime per l'anno in corso e per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY21E pari a € 86,00 mln ed un EBITDA pari a € 15,00 mln, con marginalità del 17,4%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo un VoP in aumento fino a € 170,00 mln (CAGR FY20A-FY23E: 38,49%) nel FY23E, con EBITDA di € 32,60 mln (EBITDA margin del 19,2%), rispetto a € 10,87 mln del FY20A (EBITDA margin del 17,0%). Per quanto riguarda gli investimenti, ci aspettiamo Capex FY21E-FY23E pari a circa € 19,72 mln.

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 1,5%) restituisce un equity value pari a €316,2 mln. L'equity value di Portobello utilizzando i market multiples risulta essere pari € 201,7 mln (includendo un discount pari al 10%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 259,0 mln. Il target price è di € 80,00 (prev. € 75,00), rating BUY e rischio MEDIUM.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Value of production	**46,03**	**64,00**	**86,00**	**135,00**	**170,00**
COGS	31,05	51,24	61,90	94,00	115,00
Change in raw materials	0,89	(7,38)	(4,59)	(5,00)	(6,00)
Services	2,81	4,41	5,40	7,80	9,90
Use of assets owned by others	0,97	1,83	3,80	6,50	9,00
Employees	1,87	2,62	3,90	6,50	8,35
Other Operating Expenses	0,20	0,41	0,59	0,90	1,15
EBITDA	**8,25**	**10,87**	**15,00**	**24,30**	**32,60**
EBITDA Margin	*17,9%*	*17,0%*	*17,4%*	*18,0%*	*19,2%*
D&A	1,45	2,29	3,30	3,75	3,55
EBIT	**6,79**	**8,58**	**11,70**	**20,55**	**29,05**
EBIT Margin	*14,8%*	*13,4%*	*13,6%*	*15,2%*	*17,1%*
Financial Management	(0,14)	(0,29)	(0,80)	(0,75)	(0,75)
EBT	**6,66**	**8,28**	**10,90**	**19,80**	**28,30**
Taxes	1,90	2,33	3,00	5,70	8,40
Net Income	**4,75**	**5,95**	**7,90**	**14,10**	**19,90**

BALANCE SHEET (€/mln)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Fixed Asset	**3,57**	**5,08**	**16,50**	**15,75**	**14,20**
Account receivable	6,66	2,63	7,20	8,80	10,40
Inventories	9,33	16,41	21,00	26,00	32,00
Account payable	11,14	3,49	7,00	10,00	12,20
Operating Working Capital	**4,86**	**15,55**	**21,20**	**24,80**	**30,20**
Other Receivable	18,24	24,10	32,00	43,80	51,60
Other Payable	11,23	14,48	22,00	27,50	31,40
Net Working Capital	**11,86**	**25,17**	**31,20**	**41,10**	**50,40**
Severance Indemnities & Other Provisions	0,09	0,27	0,40	0,65	0,80
NET INVESTED CAPITAL	**15,35**	**29,99**	**47,30**	**56,20**	**63,80**
Share Capital	0,52	0,53	0,62	0,62	0,62
Reserves	4,84	9,64	25,51	33,41	47,51
Net Profit	4,75	5,95	7,90	14,10	19,90
Equity	**10,11**	**16,13**	**34,03**	**48,13**	**68,03**
Cash & Cash Equivalent	1,03	2,64	11,73	14,93	22,23
Financial Debt	6,28	16,49	25,00	23,00	18,00
Net Financial Position	**5,25**	**13,86**	**13,27**	**8,07**	**(4,23)**
SOURCES	**15,35**	**29,99**	**47,30**	**56,20**	**63,80**

CASH FLOW (€/mln)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
EBIT		8,58	11,70	20,55	29,05
Taxes		2,33	3,00	5,70	8,40
NOPAT		**6,25**	**8,70**	**14,85**	**20,65**
D&A		2,29	3,30	3,75	3,55
Change in Account Receivable		4,03	(4,57)	(1,60)	(1,60)
Change in Inventories		(7,08)	(4,59)	(5,00)	(6,00)
Change in Account Payable		(7,65)	3,51	3,00	2,20
Other Changes		(2,62)	(0,38)	(6,30)	(3,90)
Change in NWC		**(13,31)**	**(6,03)**	**(9,90)**	**(9,30)**
Change in Provision		0,18	0,13	0,25	0,15
OPERATING CASH FLOW		**(4,59)**	**6,10**	**8,95**	**15,05**
Capex		(3,80)	(14,72)	(3,00)	(2,00)
FREE CASH FLOW		**(8,39)**	**(8,61)**	**5,95**	**13,05**
Change in Financial Debts		10,21	8,51	(2,00)	(5,00)
Financial Management		(0,29)	(0,80)	(0,75)	(0,75)
Change in Equity		0,07	10,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY		**1,60**	**9,09**	**3,20**	**7,30**

Source: Portobello and Integrae SIM estimates

1.1 1H21A Results

Table 2 – 1H21A vs 1H20A

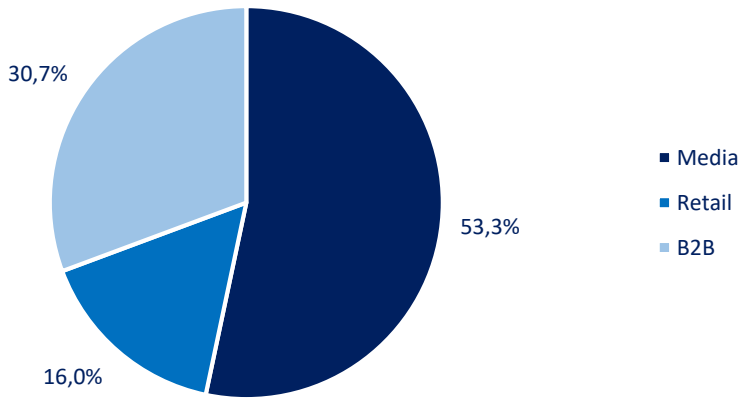
€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H21A	**29,4**	**7,3**	**24,9%**	**6,7**	**4,4**	**9,6**
1H20A	24,0	5,4	**22,7%**	4,7	3,4	13,9*
Change	*22,5%*	*34,4%*	*2,2%*	*40,6%*	*28,6%*	*N.A.*

Source: Integrae SIM
*NFP al 31/12/2020

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati annuali, dichiara che: *"Continuiamo a crescere grazie a un modello efficiente e a strategie mirate che ci hanno permesso di ottenere questi risultati economici e, parallelamente, di gettare le basi per una forte espansione della nostra catena di negozi su tutto il territorio nazionale. Nonostante le sfide connesse alla crisi sanitaria in corso, Portobello va avanti col suo piano di sviluppo che nel corso dei prossimi mesi beneficerà anche delle risorse finanziarie raccolte nel primo semestre di quest'anno."*.

I risultati del primo semestre del 2021 sono stati molto positivi, nonostante la crisi sanitaria abbia influenzato negativamente le attività della società, negozi *in primis*. Il valore della produzione cresce fino a € 29,44 mln, +22,5% rispetto al dato dell'1H20A pari a € 24,03 mln.

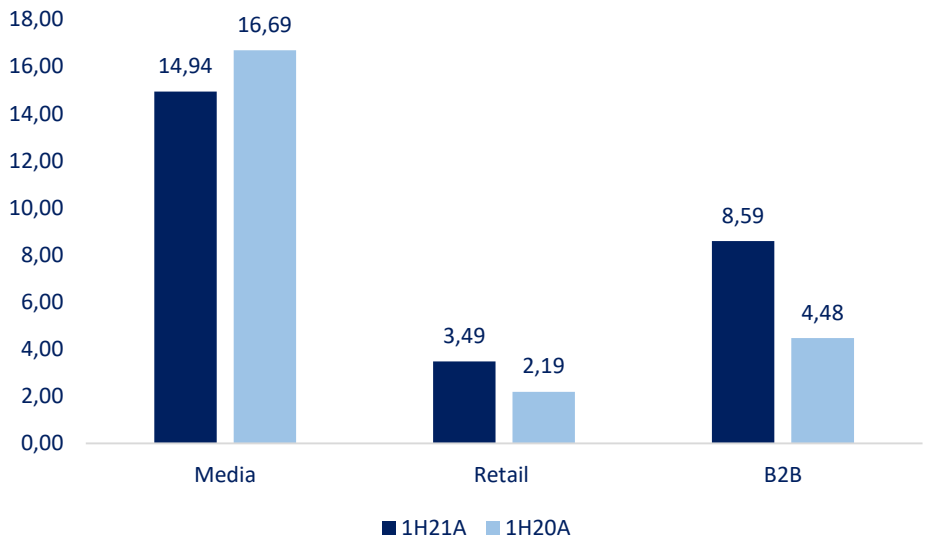
Chart 1 – Revenues Breakdown by BU 1H21A



Source: Portobello

I risultati sono frutto di un'intensa attività in tutte le aree di *business*. La principale fonte di reddito è il segmento Media, che ha generato una quota di ricavi pari al 53,3% circa ed è anche quella con la crescita più marcata; le altre due BU, Retail e B2B, hanno generato quote rispettivamente del 16,0% e 30,7% circa.

Chart 2 – Revenues Breakdown by BU 1H21A vs 1H20A



Source: Portobello

Le diverse BU nel primo semestre del 2021 hanno mostrato il seguente andamento:

- **Editoria e Media:** il settore vede decrescere i ricavi del 10,5% (€ 14,94 mln contro i € 16,69 mln del 30/06 dello scorso anno) principalmente a causa della situazione legata al Covid-19. La Società in ogni caso conferma di aver rafforzato la propria posizione sul territorio, e che la flessione sarà assorbita nel corso della seconda parte dell'esercizio
- **B2C-Retail:** con riferimento al perimetro dei negozi fisici si registra un incremento del fatturato del 59,1% (€ 3,49 mln dell'1H21A vs € 2,19 mln dell'1H20A), legato per la maggior parte al consolidamento della clientela e all'operatività dei negozi aperti nel corso degli ultimi due esercizi
- **B2B**: è il comparto più in crescita, da € 4,48 mln a €8,59 mln (+92%). Questa BU è utile per monetizzare i prodotti non in linea coi punti vendita, e 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.

L'EBITDA pari a € 7,32 mln registra un importante miglioramento pari al 34,4% rispetto al valore del 1H20A che si attestava sui € 5,44 mln, confermando una buona marginalità rispetto ai ricavi. Anche l'EBITDA *margin* è infatti in crescita di 2,2 punti percentuali (24,9% nel 1H21A vs 22,7% del 1H20A) grazie all'ampliamento del volume d'affari e alla maggiore efficienza gestionale, oltre all'ottimizzazione delle marginalità delle varie attività.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni di € 0,66 mln, è pari a € 6,65 mln, rispetto ai € 4,73 mln del primo semestre dell'esercizio precedente (+40,6%), confermando l'alta redditività del modello di *business*. Ciò corrisponde ad un EBIT *margin* del 22,6% contro il 19,7% del 1H20A.

Il Patrimonio Netto registra un incremento pari a € 14,4 mln sia per via dell'utile dello scorso anno che per l'aumento di capitale di € 10 mln del 09/06/21 sottoscritto tramite procedura *Accelerated BookBuilding*.

In crescita anche il Net Income che passa da € 3,40 mln a € 4,38 mln (+28,6%).

1.2 FY21E – FY23E Estimates

Table 3 – Estimates Updates FY21E-23E

€/mln	FY2021E	FY2022E	FY2023E
VoP			
New	**86,0**	**135,0**	**170,0**
Old	90,0	135,0	170,0
Change	*-4,4%*	*0,0%*	*0,0%*
EBITDA			
New	**15,0**	**24,3**	**32,6**
Old	14,2	23,2	32,6
Change	*5,6%*	*4,7%*	*0,0%*
EBITDA %			
New	**17,4%**	**18,0%**	**19,2%**
Old	15,8%	17,2%	19,2%
Change	*1,7%*	*0,8%*	*0,0%*
EBIT			
New	**11,7**	**20,6**	**29,1**
Old	10,9	19,5	29,1
Change	*7,3%*	*5,7%*	*0,0%*
Net Income			
New	**7,9**	**14,1**	**19,9**
Old	7,1	13,0	19,9
Change	*11,3%*	*8,5%*	*0,0%*
NFP			
New	**13,3**	**8,1**	**(4,2)**
Old	14,1	10,0	(2,3)
Change	*N/A*	*N/A*	*N/A*

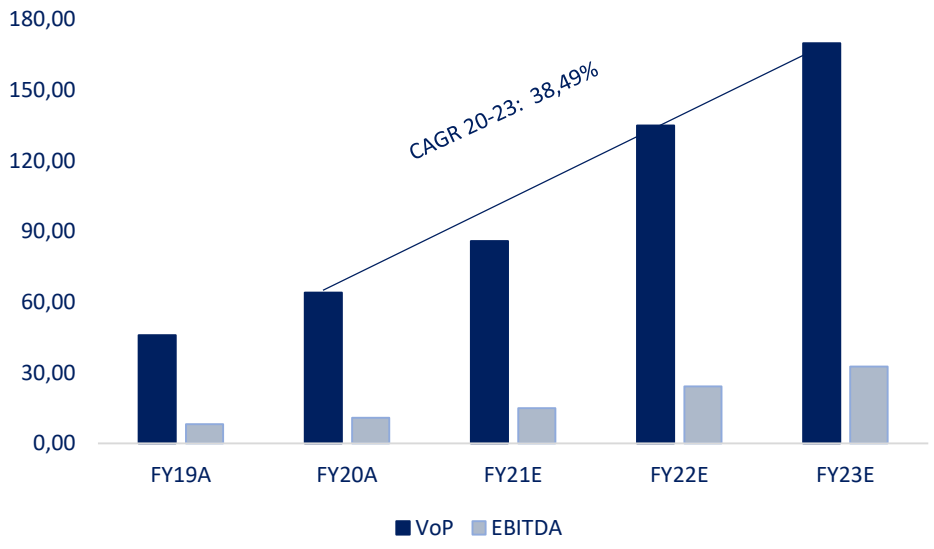
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H21A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY21E pari a € 86,00 mln ed un EBITDA pari a € 15,00 mln, corrispondente ad una marginalità del 17,4%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 170,00 mln (CAGR FY20A-FY23E: 38,49%) nel FY23E, con EBITDA pari a € 32,60 mln (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 19,2%), in crescita rispetto a € 10,87 mln del FY20A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 17,0%).

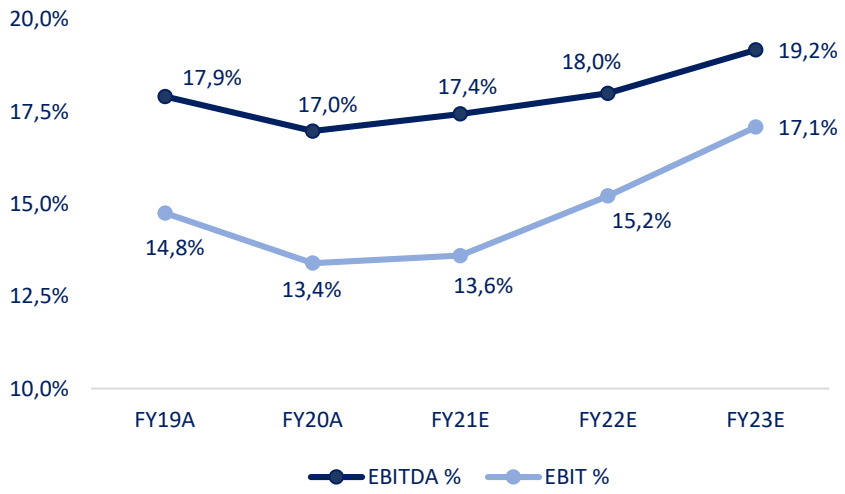
Per quanto riguarda gli investimenti stimati, ci aspettiamo Capex FY21E-FY23E pari a circa € 19,72 mln.

Chart 3 – Value of Production and EBITDA FY19A-FY23E



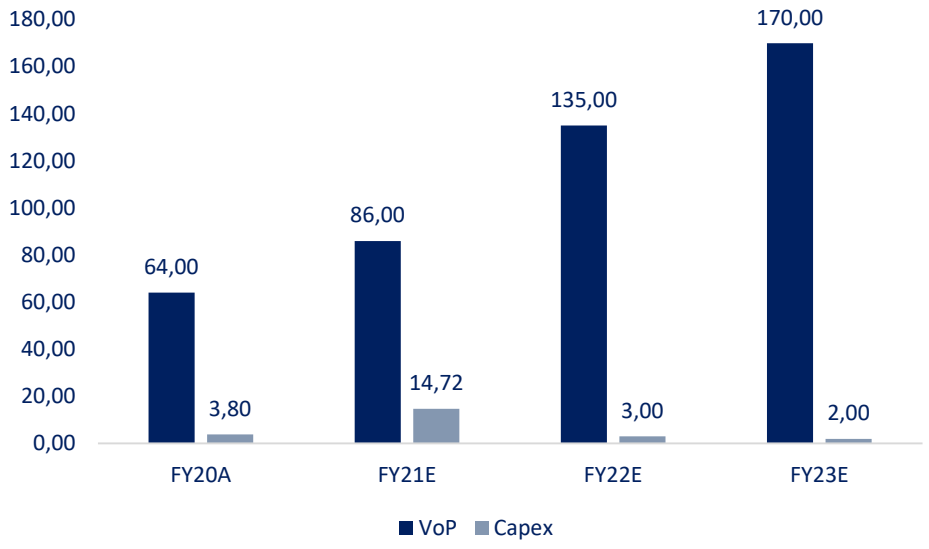
Source: Integrae SIM

Chart 4 – Margin FY19A-FY23E



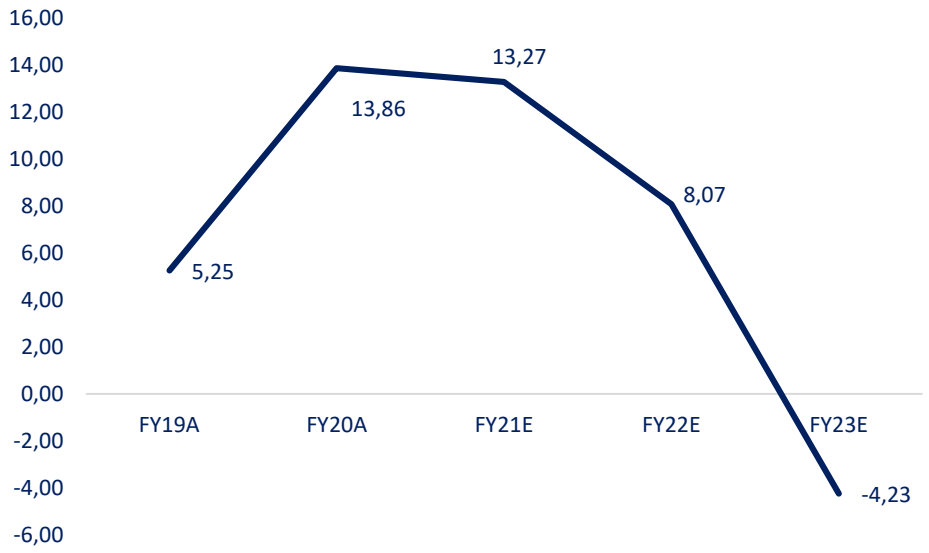
Source: Integrae SIM

Chart 5 – Capex FY20A-FY23E



Source: Integrae SIM

Chart 6 – NFP FY19A-FY23E



Source: Integrae SIM

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			5,01%
Risk Free Rate	-0,10%	α (specific risk)	1,5%
Market Premium	6,85%	Beta Adjusted	0,80
D/E (average)	66,67%	Beta Relevered	1,19
Ke	6,90%	Kd	3,0%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 1,5%. Ne risulta quindi un WACC di 5,01%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		316,2
FCFO actualized	28,5	9%
TV actualized DCF	301,0	91%
Enterprise Value	**329,5**	100%
NFP (FY21E)	13,3	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un ***equity value* di €316,2 mln**.

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%
Growth Rate (g)	2,5%	1269,5	840,9	625,7	496,3	409,9	348,1	301,7
	2,0%	854,0	635,5	504,1	416,3	353,6	306,5	269,8
	1,5%	645,5	512,0	422,9	359,1	311,3	274,1	244,2
	1,0%	520,1	429,6	364,8	316,2	278,4	248,1	223,3
	0,5%	436,4	370,6	321,3	282,9	252,1	226,9	205,9
	0,0%	376,6	326,4	287,4	256,1	230,5	209,2	191,2
	-0,5%	331,6	292,0	260,2	234,3	212,6	194,2	178,5

Source: Integrae SIM

2.2 Market multiples

Al fine di catturare al meglio la diversificazione del Gruppo, abbiamo condotto la valutazione utilizzando i multipli di due diversi *panel*:

- Il primo contenente Società appartenenti al mercato *Retail*;
- Il secondo contenente Società appartenenti al mercato Media & ADV.

Queste Società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il *DCF method*. I *panel* sono composti da:

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.	11,5	11,2	10,7	16,3	15,9	15,3	22,0	21,0	19,4
Target Corporation	13,6	13,0	12,6	13,6	13,9	13,3	17,7	24,1	16,6
BJ's Wholesale Club Holdings	10,7	10,3	9,7	14,7	13,9	12,2	19,0	17,9	15,0
Costco Wholesale Corporation	22,7	20,8	19,9	29,0	26,4	24,1	40,3	37,2	33,9
PriceSmart Inc.	9,8	9,0	8,6	14,1	N/A	N/A	23,8	22,1	19,6
Dunelm Group plc	10,2	10,0	9,6	14,8	14,2	13,1	17,8	16,8	16,2
RH	16,0	16,4	11,6	15,6	15,0	15,4	24,9	24,8	22,7
Motorpoint Group Plc	12,9	9,5	7,3	16,5	11,7	8,1	22,5	15,6	11,5
Peer Median	**12,2**	**10,7**	**10,2**	**15,2**	**14,2**	**13,3**	**22,2**	**21,6**	**18,0**

Source: Infinancials

Table 7.2 – Market Multiples ADV

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.	5,4	4,9	4,9	9,9	8,3	9,2	6,7	5,9	6,3
The Interpublic Group	9,4	8,9	8,6	11,5	10,9	10,2	15,1	14,4	13,5
Omnicom Group Inc	7,1	7,0	6,7	7,9	7,7	7,3	12,1	11,6	10,9
Hakuhodo Dy Holdings Inc.	8,4	7,8	7,9	10,7	9,7	8,9	19,9	18,9	15,6
Peer Median	**7,7**	**7,4**	**7,3**	**10,3**	**9,0**	**9,0**	**13,6**	**13,0**	**12,2**

Source: Infinancials

Table 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	FY21E	FY22E	FY23E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	149,3	220,2	284,4
EV/EBIT	149,2	238,0	324,4
P/E	141,5	243,6	300,2
Equity Value			
EV/EBITDA	136,1	212,2	288,7
EV/EBIT	135,9	230,0	328,6
P/E	141,5	243,6	300,2
Equity Value post 10% discount			
EV/EBITDA	122,5	190,9	259,8
EV/EBIT	122,3	207,0	295,8
P/E	127,4	219,3	270,2
Average	**124,0**	**205,7**	**275,3**

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di Portobello, utilizzando la media ponderata dei *market multiple* EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E risulta essere pari a € 224,1 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 10%; **pertanto, ne risulta un *equity value* di €201,7 mln.**

2.3 Equity Value

Table 9 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	**259,0**
Equity Value DCF (€/mln)	316,2
Equity Value multiples (€/mln)	201,7
Target Price (€)	**80,00**

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a €259,0 mln. **Il *target price* è quindi di € 80,00 (prev. €75,00). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
EV/EBITDA	25,1x	17,8x	10,5x	7,9x
EV/EBIT	31,7x	22,8x	12,4x	8,9x
P/E	43,5x	32,8x	18,4x	13,0x

Source: Integrae SIM

Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
EV/EBITDA	13,5x	9,8x	6,0x	4,5x
EV/EBIT	17,1x	12,5x	7,1x	5,0x
P/E	22,3x	16,8x	9,4x	6,7x

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. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integrae SIM's current Head of Research, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalists guilt.

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
05/10/2020	13,60	Buy	30,00	Medium	Update
18/03/2021	29,30	Buy	55,00	Medium	Update
17/05/2021	43,80	Buy	66,00	Medium	Update
19/07/2021	36,60	Buy	75,00	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. 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. 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 INTEGRAE SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integrae SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies).

The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or directly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

In order to disclose its possible interest conflict Integrae SIM states that:

- 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;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Portobello SpA;
- In the IPO phase, It played the role of global coordinator.