

PORTOBELLO	<i>Italy</i>	<i>FTSE AIM Italia</i>	<i>Retail & Media</i>
Rating: BUY (unch.)	Target Price: € 75,00	(prev. €66,00)	Update
			Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-20,43%	-0,27%	157,75%	245,28%
to FTSE AIM Italia	-23,67%	-11,08%	123,77%	199,98%
to FTSE STAR Italia	-19,76%	-9,79%	134,09%	189,81%
to FTSE All-Share	-16,69%	-0,92%	146,64%	222,51%
to EUROSTOXX	-17,63%	-0,33%	145,74%	225,37%
to MSCI World Index	-21,60%	-3,33%	145,58%	212,31%

Stock Data

Price	€ 36,60
Target price	€ 75,00
Upside/(Downside) potential	104,92%
Bloomberg Code	POR IM EQUITY
Market Cap (€m)	118,47
EV (€m)	131,83
Free Float	26,48%
Share Outstanding	3.236.902
52-week high	€ 55,00
52-week low	€ 9,70
Average daily volumes	17.000

Key Financials (€m)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
VoP	64,0	90,0	135,0	170,0
EBITDA	10,9	14,2	23,2	32,6
EBIT	8,6	10,9	19,5	29,1
Net Profit	6,0	7,1	13,0	19,9
EPS (€)	1,84	2,19	4,02	6,15
EBITDA margin	17,0%	15,8%	17,2%	19,2%
EBIT margin	13,4%	12,1%	14,4%	17,1%
Net Profit margin	9,3%	7,9%	9,6%	11,7%

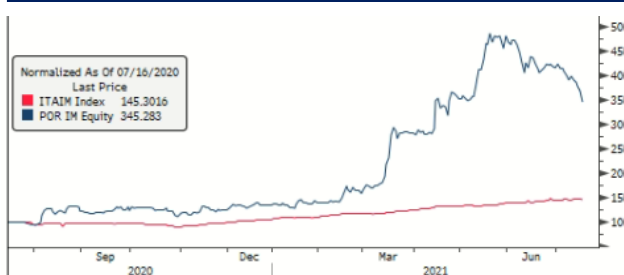
Main Ratios	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
EV/EBITDA (x)	12,1	9,3	5,7	4,0
EV/EBIT (x)	15,4	12,1	6,8	4,5
P/E (x)	19,9	16,7	9,1	6,0

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



News

In data 12/07/2021, Portobello ha comunicato di aver proceduto alla sottoscrizione di accordi vincolanti per l'affitto di immobili con l'obiettivo di aprire nuovi punti vendita a insegna "Portobello" in primarie location su strade ad alta pedonalità e grandi centri commerciali in Italia.

Gli accordi sottoscritti sono relativi a oltre e 7.000 metri quadri, grazie ai quali la Società, secondo quanto comunicato, intende dare esecuzione al piano strategico e di sviluppo retail con la realizzazione di sette nuovi negozi con caratteristiche e redditività simili a quelle osservabili in circa 29 store realizzati attraverso il concept standard di Portobello di 250 mq.

Estimates Update

Alla luce di quanto comunicato, in merito ai nuovi accordi per lo sviluppo della rete commerciale e all'aumento di capitale, modifichiamo le nostre precedenti stime.

In particolare, ci aspettiamo valore della produzione 2021E pari a € 90,00 mln ed un EBITDA pari a € 14,20 mln, corrispondente ad una marginalità del 15,8%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 170,00 mln (CAGR 20A-23E: 38,49%) nel 2023E, con EBITDA pari a € 32,60 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 19,2%), 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 2,0%) restituisce un equity value pari a €272,7 mln. L'equity value di Portobello utilizzando i market multiples risulta essere pari €212,8 mln (incluso un discount pari al 10%). Ne risulta un equity value medio pari a circa €242,8 mln. Il target price è di € 75,00 (prev. € 66,00), rating BUY e rischio MEDIUM.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Value of production	22,05	46,03	64,00	90,00	135,00	170,00
COGS	23,63	31,05	51,24	65,65	95,00	115,00
Change in raw materials	(7,16)	0,89	(7,38)	(4,59)	(5,00)	(6,00)
Services	0,68	2,81	4,41	6,00	7,90	9,90
Use of assets owned by others	0,44	0,97	1,83	4,00	6,50	9,00
Employees	1,00	1,87	2,62	4,15	6,50	8,35
Other Operating Expenses	0,06	0,20	0,41	0,59	0,90	1,15
EBITDA	3,40	8,25	10,87	14,20	23,20	32,60
<i>EBITDA Margin</i>	<i>15,4%</i>	<i>17,9%</i>	<i>17,0%</i>	<i>15,8%</i>	<i>17,2%</i>	<i>19,2%</i>
D&A	1,05	1,45	2,29	3,30	3,75	3,55
EBIT	2,35	6,79	8,58	10,90	19,45	29,05
<i>EBIT Margin</i>	<i>10,6%</i>	<i>14,8%</i>	<i>13,4%</i>	<i>12,1%</i>	<i>14,4%</i>	<i>17,1%</i>
Financial Management	0,00	(0,14)	(0,29)	(0,80)	(0,75)	(0,75)
EBT	2,34	6,66	8,28	10,10	18,70	28,30
Taxes	0,55	1,90	2,33	3,00	5,70	8,40
Net Income	1,80	4,75	5,95	7,10	13,00	19,90
BALANCE SHEET (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Fixed Asset	2,45	3,57	5,08	16,50	15,75	14,20
Account receivable	15,12	19,00	5,08	7,20	8,80	10,40
Inventories	10,47	9,33	16,41	21,00	26,00	32,00
Account payable	11,82	14,01	7,82	7,00	10,00	12,20
Operating Working Capital	13,77	14,32	13,67	21,20	24,80	30,20
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
Net Working Capital	2,85	11,40	24,67	31,20	41,10	50,40
Severance Indemnities & Other Provisions	0,05	0,09	0,27	0,40	0,65	0,80
NET INVESTED CAPITAL	5,24	14,88	29,49	47,30	56,20	63,80
Share Capital	0,52	0,52	0,53	0,62	0,62	0,62
Reserves	3,04	4,84	9,64	25,51	32,61	45,61
Net Profit	1,80	4,75	5,95	7,10	13,00	19,90
Equity	5,35	10,11	16,13	33,23	46,23	66,13
Cash & Cash Equivalent	0,59	1,50	3,14	10,93	13,03	20,33
Financial Debt	0,48	6,28	16,49	25,00	23,00	18,00
Net Financial Position	(0,11)	4,78	13,36	14,07	9,97	(2,33)
SOURCES	5,24	14,88	29,49	47,30	56,20	63,80
CASH FLOW (€/mln)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	
EBIT	6,79	8,58	10,90	19,45	29,05	
Taxes	1,90	2,33	3,00	5,70	8,40	
NOPAT	4,89	6,25	7,90	13,75	20,65	
D&A	1,45	2,29	3,30	3,75	3,55	
Change in Account Receivable	(3,87)	13,92	(2,12)	(1,60)	(1,60)	
Change in Inventories	1,14	(7,08)	(4,59)	(5,00)	(6,00)	
Change in Account Payable	2,19	(6,20)	(0,82)	3,00	2,20	
Other Changes	(8,00)	(13,92)	1,00	(6,30)	(3,90)	
Change in NWC	(8,55)	(13,28)	(6,53)	(9,90)	(9,30)	
Change in Provision	0,03	0,18	0,13	0,25	0,15	
OPERATING CASH FLOW	(2,17)	(4,56)	4,80	7,85	15,05	
Capex	(2,58)	(3,80)	(14,72)	(3,00)	(2,00)	
FREE CASH FLOW	(4,75)	(8,35)	(9,91)	4,85	13,05	
Change in Financial Debts	5,80	10,21	8,51	(2,00)	(5,00)	
Financial Management	(0,14)	(0,29)	(0,80)	(0,75)	(0,75)	
Change in Equity	0,00	0,07	10,00	0,00	0,00	
FREE CASH FLOW TO EQUITY	0,91	1,63	7,79	2,10	7,30	

Source: Portobello and Integrae SIM estimates

1.1 Nuove Aperture

In data 12/07/2021, Portobello ha comunicato di aver proceduto alla sottoscrizione di accordi vincolanti per l'affitto di immobili con l'obiettivo di aprire nuovi punti vendita a insegna "Portobello" in primarie location su strade ad alta pedonalità e grandi centri commerciali in Italia.

Tali accordi riguardano la locazione degli immobili per un periodo minimo di cinque anni e presentano un costo annuo di locazione complessivo pari a circa € 0,95 mln. Gli accordi sottoscritti sono relativi a oltre 7.000 metri quadri, grazie ai quali la Società, secondo quanto comunicato, intende dare esecuzione al piano strategico e di sviluppo *retail* con la realizzazione di sette nuovi negozi con caratteristiche e redditività simili a quelle osservabili in circa 29 store realizzati attraverso il *concept standard* di Portobello di 250 mq.

Di seguito le *location* oggetto di tali accordi sottoscritti con primari *partner* commerciali del settore *retail*:

Table 2 – New Openings

Location	City
C.C. Grotte Center	Ancona
C.C. Centroborgo	Bologna
C.C. Punta di Ferro	Forlì
C.C. Porto Grande	Porto d'Ascoli (AP)
C.C. Città Fiera	Udine
C.C. Olbia	Olbia
C.C. To Dream	Torino

Source: Portobello, elaborazione Integrae SIM

Commentando tali accordi, tramite comunicato stampa, la Società ha dichiarato: *"I nuovi accordi firmati costituiscono un ulteriore passo in avanti nella strategia di espansione della rete commerciale grazie a cui la Società sta affermando il proprio marchio su tutto il territorio nazionale. In linea con la nostra visione, vogliamo garantire l'accessibilità di prodotti di qualità al maggior numero di clienti e valorizzare le potenzialità dei nostri partner in un quadro di sviluppo sostenibile."*

1.2 Aumento di Capitale

In data 09/06/2021, Portobello ha comunicato di aver concluso positivamente l'aumento di capitale deliberato dal Consiglio di Amministrazione. L'aumento di capitale è stato completato con un controvalore complessivo pari a circa € 10 mln ad un prezzo per azione pari a € 41,00. L'operazione è stata effettuata mediante procedura di *accelerated bookbuilding* riservato esclusivamente a "investitori qualificati" (anche esteri).

La Società, tramite comunicato stampa, ha così commentato l'operazione: *"Siamo felici di aver concluso velocemente un importante aumento di capitale che ha visto una domanda di gran lunga superiore all'offerta sia da parte di investitori italiani che esteri. Con i proventi raccolti la Società si dota delle risorse necessarie ad accelerare il suo piano di sviluppo retail a livello nazionale e a far scalare un modello di business innovativo e vincente."*

1.3 FY21E – FY23E Estimates

Table 3 – Estimates Updates FY21E-23E

€/mln	FY2021E	FY2022E	FY2023E
VoP			
New	90,0	135,0	170,0
Old	90,0	125,0	155,0
Change	0,0%	8,0%	9,7%
EBITDA			
New	14,2	23,2	32,6
Old	14,2	21,7	28,4
Change	0,0%	6,9%	14,8%
EBITDA %			
New	15,8%	17,2%	19,2%
Old	15,8%	17,4%	18,3%
Change	0,0%	-0,2%	0,9%
EBIT			
New	10,9	19,5	29,1
Old	11,2	18,7	25,6
Change	-2,7%	4,0%	13,5%
Net Income			
New	7,1	13,0	19,9
Old	7,4	12,8	17,6
Change	-4,1%	2,0%	13,4%
NFP			
New	14,1	10,0	(2,3)
Old	20,3	18,6	8,3
Change	N/A	N/A	N/A

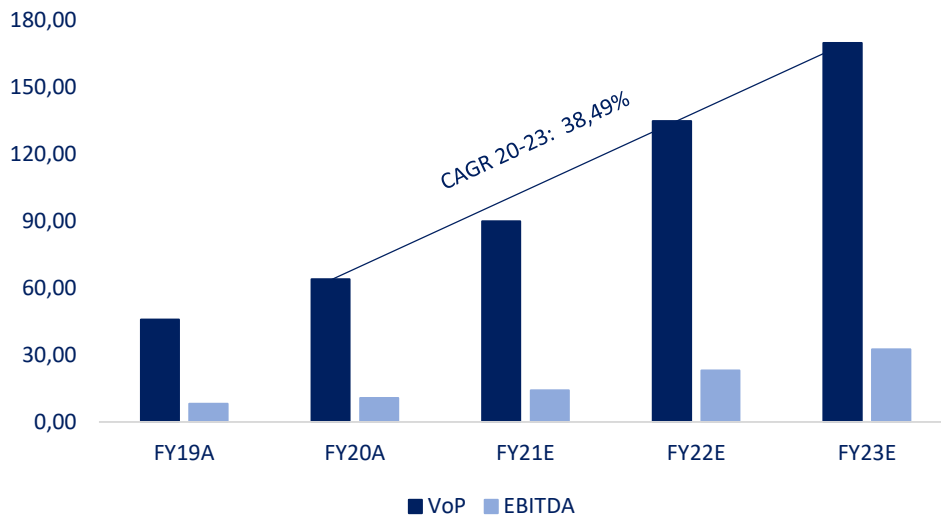
Source: Integrae SIM

Alla luce di quanto comunicato, in merito ai nuovi accordi per lo sviluppo della rete commerciale e all'aumento di capitale, modifichiamo le nostre precedenti stime.

In particolare, ci aspettiamo valore della produzione 2021E pari a € 90,00 mln ed un EBITDA pari a € 14,20 mln, corrispondente ad una marginalità del 15,8%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 170,00 mln (CAGR 20A-23E: 38,49%) nel 2023E, con EBITDA pari a € 32,60 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 19,2%), in crescita rispetto a € 10,87 mln del 2020A (corrispondente ad un EBITDA margin del 17,0%).

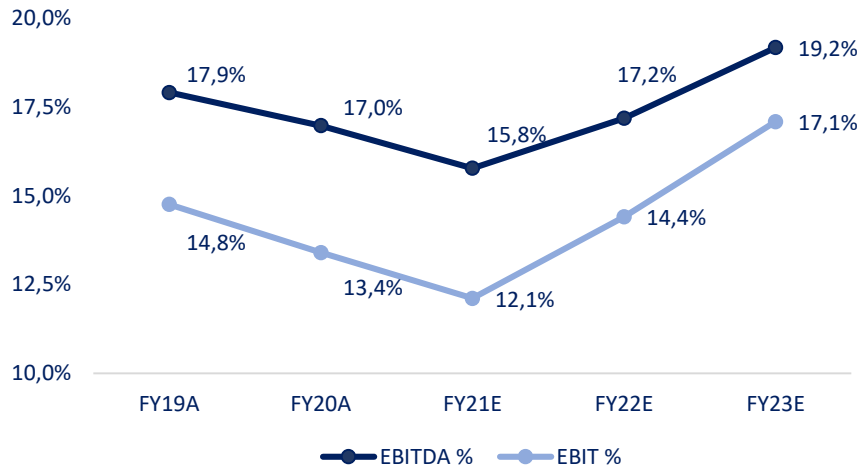
A livello patrimoniale, modifichiamo le nostre stime anche in ragione dell'aumento di capitale completato nel mese di giugno.

Chart 1 – VoP and EBITDA FY19A-23E



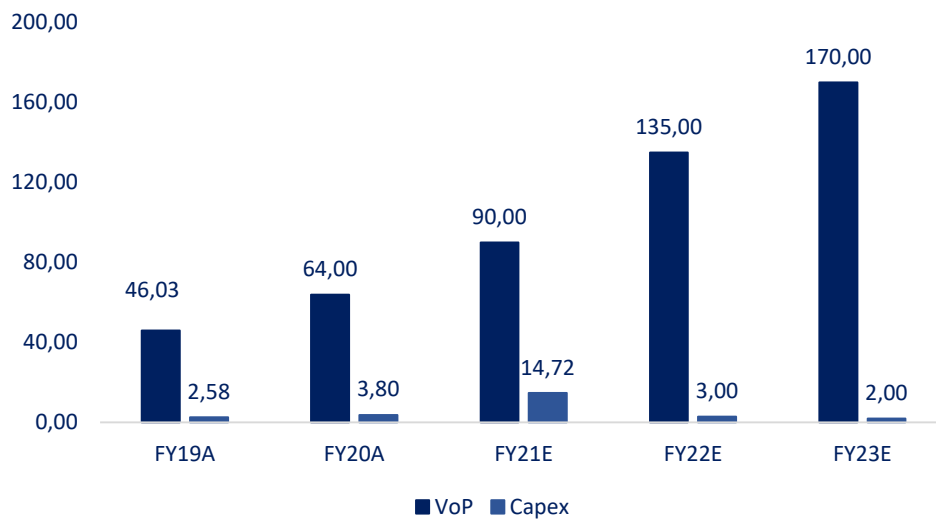
Source: Integrae SIM

Chart 2 – Margin FY19A-23E



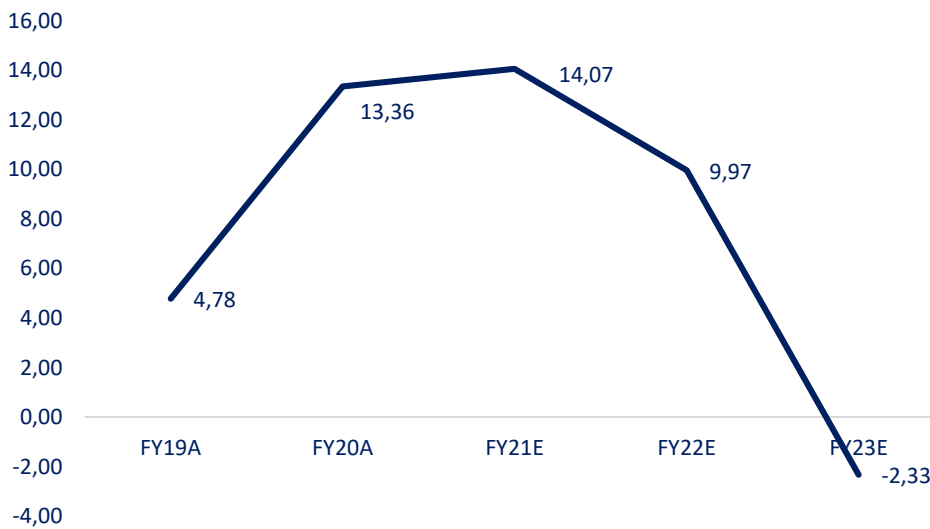
Source: Integrae SIM

Chart 3 – Capex FY19A-23E



Source: Integrae SIM

Chart 4 – NFP FY19A-23E



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		5,62%
Risk Free Rate	-0,04% α (specific risk)	2,0%
Market Premium	6,85% Beta Adjusted	0,87
D/E (average)	66,67% Beta Relevered	1,29
Ke	7,92% Kd	3,0%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,0%. Ne risulta quindi un WACC di 5,62%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		272,7
FCFO actualized	27,3	10%
TV actualized DCF	259,5	90%
Enterprise Value	286,7	100%
NFP (FY21E)	14,1	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di €272,7 mln.**

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		4,1%	4,6%	5,1%	5,6%	6,1%	6,6%	7,1%
2,5%		791,2	598,1	478,6	397,5	338,7	294,3	259,4
2,0%		608,0	486,6	404,1	344,4	299,2	263,7	235,2
1,5%		494,7	410,8	350,1	304,2	268,2	239,2	215,3
1,0%		417,7	356,0	309,3	272,7	243,2	219,0	198,7
0,5%		362,0	314,5	277,3	247,3	222,7	202,1	184,6
0,0%		319,8	282,0	251,5	226,5	205,5	187,8	172,5
-0,5%		286,8	255,8	230,4	209,1	191,0	175,4	161,9

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.

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.	12,3	12,1	11,5	17,9	17,2	16,2	23,6	22,3	20,1
Target Corporation	15,5	14,7	14,3	16,5	16,9	16,2	20,7	26,4	19,3
BJ's Wholesale Club Holdings	12,8	12,0	11,4	17,6	16,7	14,6	18,2	16,4	14,4
Costco Wholesale Corporation	21,3	20,0	18,2	27,2	25,4	23,2	38,1	35,7	32,6
PriceSmart Inc.	12,2	11,1	10,7	17,5	N/A	N/A	28,2	25,0	22,7
Dunelm Group plc	11,7	11,2	N/A	17,4	17,0	16,4	21,5	20,8	N/A
RH	17,8	18,3	13,4	18,6	16,7	17,1	31,5	28,4	25,9
Motorpoint Group Plc	13,4	9,9	7,5	17,1	12,1	8,7	23,3	16,1	12,0
Peer Median	13,1	12,0	11,5	17,5	16,9	16,2	23,4	23,6	20,1

Source: Infinitals

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.	4,6	4,2	4,4	8,6	7,1	8,5	7,5	5,8	6,0
The Interpublic Group	10,3	9,7	9,4	12,9	12,1	11,6	14,9	14,3	13,6
Omnicom Group Inc	8,5	8,2	7,8	9,5	9,1	8,6	13,2	12,4	11,7
Hakuhodo Dy Holdings Inc.	9,1	8,4	7,5	11,6	10,2	8,4	23,9	19,6	14,0
Peer Median	8,8	8,3	7,7	10,5	9,6	8,6	14,1	13,3	12,6

Source: Infinitals

Table 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	2021E	2022E	2023E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	155,6	235,4	311,8
EV/EBIT	153,0	257,4	359,4
P/E	133,1	240,2	326,0
Equity Value			
EV/EBITDA	141,5	225,4	314,2
EV/EBIT	138,9	247,4	361,8
P/E	133,1	240,2	326,0
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	127,4	202,9	282,7
EV/EBIT	125,0	222,7	325,6
P/E	119,8	216,2	293,4
Average	124,1	213,9	300,6

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di Portobello, utilizzando i *market multiple* EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E risulta essere pari a €236,5 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 10%. Pertanto, ne risulta un *equity value* di €212,8 mln.

2.3 Equity Value

Table 9 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	242,8
Equity Value DCF (€/mln)	272,7
Equity Value multiples (€/mln)	212,8
Target Price (€)	75,00

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a € 242,8 mln. Il *target price* è quindi di € 75,00 (prev. € 66,00). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20A	2021E	2022E
EV/EBITDA	23,6x	18,0x	11,0x
EV/EBIT	29,9x	23,5x	13,2x
P/E	40,8x	34,2x	18,7x

Source: Integrae SIM

Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20A	2021E	2022E
EV/EBITDA	12,1x	9,3x	5,7x
EV/EBIT	15,4x	12,1x	6,8x
P/E	19,9x	16,7x	9,1x

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:

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

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). 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 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 indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

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

- Integrae SIM S.p.A. It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Nominated Adviser of the Portobello SpA;
- Integrae 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;
- Integrae 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, Integrae SIM played the role of global coordinator.

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