

<b>PORTOBELLO</b>	<i>Italy</i>	<i>FTSE AIM Italia</i>	<i>Retail &amp; Media</i>
<b>Rating: BUY</b> (unch.)	<b>Target Price: € 30,00</b>	(prev. €25,60)	<b>Update</b>
			<b>Risk: Medium</b>

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	6,25%	23,64%	37,37%	53,15%
to FTSE AIM Italia	7,47%	28,17%	37,91%	67,40%
to FTSE STAR Italia	5,45%	12,84%	4,30%	37,22%
to FTSE All-Share	9,87%	27,21%	23,58%	63,10%
to EUROSTOXX	10,65%	27,53%	18,69%	59,67%
to MSCI World Index	10,82%	16,80%	5,38%	40,97%

#### Stock Data

Price	€ 13,60
Target price	€ 30,00
Upside/(Downside) potential	120,59%
Bloomberg Code	POR IM EQUITY
Market Cap (€m)	37,37
EV (€m)	42,62
Free Float	23,16%
Share Outstanding	2.747.900
52-week high	€ 15,85
52-week low	€ 6,36
Average daily volumes	12.000

Key Financials (€m)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
VoP	46,0	65,0	90,0	120,0
EBITDA	8,2	10,2	15,5	21,4
EBIT	6,8	8,5	13,6	19,3
Net Profit	4,8	6,0	9,6	13,8
EPS (€)	1,73	2,17	3,48	5,02
EBITDA margin	17,9%	15,7%	17,2%	17,8%
EBIT margin	14,8%	13,0%	15,1%	16,1%
Net Profit margin	10,3%	9,2%	10,6%	11,5%

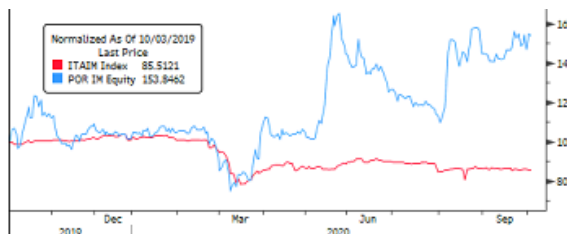
Main Ratios	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	5,2	4,2	2,7	2,0
EV/EBIT (x)	6,3	5,0	3,1	2,2
P/E (x)	7,9	6,3	3,9	2,7

#### Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

#### Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



#### 1H20A Results

I risultati del primo semestre del 2020, nonostante le difficoltà legate alla diffusione dell'epidemia Covid 19, risultano in miglioramento rispetto ai dati semestrali dello scorso anno. Il valore della produzione, pari a € 24,02 mln (€ 19,17 mln al 30 giugno 2019), ha fatto registrare una crescita del 25,3%. L'EBITDA è pari a € 5,44 mln (€ 2,20 mln al 30 giugno 2019) con EBITDA Margin pari al 22,7%. Secondo quanto dichiarato dalla Società, l'aumento della marginalità è dovuto a: economie di scala grazie all'aumento del volume di affari, maggior efficienza gestionale e incremento delle marginalità per ogni linea.

#### Estimates Update

Confermiamo, a livello di conto economico, le stime precedenti, in particolare, crediamo che la Società sarà in grado di generare un valore della produzione pari a € 65,0 mln, con un EBITDA pari a € 10,20 mln (EBITDA margin del 15,7%). Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 120,0 mln (CAGR 19A-22E: 37,63%) nel 2022E, con EBITDA pari a € 21,40 mln (corrispondente ad una marginalità del 17,8%), in crescita rispetto a € 8,25 mln del 2019A (corrispondente ad un EBITDA margin del 17,9%).

#### 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 €89,4 mln. L'equity value di Portobello utilizzando i market multiples risulta essere pari €75,5 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa €82,4 mln. Il target price è di € 30,00 (prev. € 25,60), rating BUY e rischio MEDIUM.

## 1. Economics & Financials

**Table 1 – Economics & Financials**

<b>INCOME STATEMENT (€/mIn)</b>	<b>FY17A</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>
<b>Value of production</b>	<b>10,00</b>	<b>22,05</b>	<b>46,03</b>	<b>65,00</b>	<b>90,00</b>	<b>120,00</b>
COGS	9,69	23,63	31,05	44,00	60,50	80,50
Change in raw materials	(1,57)	(7,16)	0,89	(0,40)	(2,20)	(3,10)
Services	0,42	0,68	2,81	4,50	6,10	7,70
Use of assets owned by others	0,27	0,44	0,97	1,30	1,90	2,50
Employees	0,65	1,00	1,87	4,40	6,70	9,00
Other Operating Expenses	0,02	0,06	0,20	1,00	1,50	2,00
<b>EBITDA</b>	<b>0,54</b>	<b>3,40</b>	<b>8,25</b>	<b>10,20</b>	<b>15,50</b>	<b>21,40</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>5,4%</i>	<i>15,4%</i>	<i>17,9%</i>	<i>15,7%</i>	<i>17,2%</i>	<i>17,8%</i>
D&A	0,03	1,05	1,45	1,75	1,95	2,10
<b>EBIT</b>	<b>0,51</b>	<b>2,35</b>	<b>6,79</b>	<b>8,45</b>	<b>13,55</b>	<b>19,30</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>5,1%</i>	<i>10,6%</i>	<i>14,8%</i>	<i>13,0%</i>	<i>15,1%</i>	<i>16,1%</i>
Financial Management	0,00	0,00	(0,14)	(0,10)	(0,10)	0,10
<b>EBT</b>	<b>0,51</b>	<b>2,34</b>	<b>6,66</b>	<b>8,35</b>	<b>13,45</b>	<b>19,40</b>
Taxes	0,17	0,55	1,90	2,40	3,90	5,60
<b>Net Income</b>	<b>0,34</b>	<b>1,80</b>	<b>4,75</b>	<b>5,95</b>	<b>9,55</b>	<b>13,80</b>
<b>BALANCE SHEET (€/mIn)</b>	<b>FY17A</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>
<b>Fixed Asset</b>	<b>0,16</b>	<b>2,45</b>	<b>3,57</b>	<b>7,80</b>	<b>8,40</b>	<b>8,70</b>
Account receivable	1,95	15,12	19,46	27,50	38,00	50,00
Inventories	3,31	10,47	9,33	10,00	12,50	16,00
Account payable	5,95	11,82	14,01	20,00	27,50	36,00
<b>Operating Working Capital</b>	<b>(0,69)</b>	<b>13,77</b>	<b>14,78</b>	<b>17,50</b>	<b>23,00</b>	<b>30,00</b>
Other Receivable	1,38	2,90	6,32	8,50	12,00	16,00
Other Payable	0,96	13,83	9,24	12,50	17,50	23,00
<b>Net Working Capital</b>	<b>(0,27)</b>	<b>2,85</b>	<b>11,86</b>	<b>13,50</b>	<b>17,50</b>	<b>23,00</b>
Severance Indemnities & Other Provisions	0,03	0,05	0,09	0,22	0,32	0,45
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>(0,13)</b>	<b>5,24</b>	<b>15,35</b>	<b>21,08</b>	<b>25,58</b>	<b>31,25</b>
Share Capital	0,05	0,52	0,52	0,52	0,52	1,52
Reserves	0,01	3,04	4,84	9,59	15,54	25,09
Net Profit	0,34	1,80	4,75	5,95	9,55	13,80
<b>Equity</b>	<b>0,41</b>	<b>5,35</b>	<b>10,11</b>	<b>16,06</b>	<b>25,61</b>	<b>40,41</b>
Cash & Cash Equivalent	0,54	0,59	1,04	3,68	6,03	14,66
Financial Debt	0,00	0,48	6,28	8,70	6,00	5,50
<b>Net Financial Position</b>	<b>(0,54)</b>	<b>(0,11)</b>	<b>5,24</b>	<b>5,02</b>	<b>(0,03)</b>	<b>(9,16)</b>
<b>SOURCES</b>	<b>(0,13)</b>	<b>5,24</b>	<b>15,35</b>	<b>21,08</b>	<b>25,58</b>	<b>31,25</b>
<b>CASH FLOW (€/mIn)</b>	<b>FY17A</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>
EBIT		2,35	6,79	8,45	13,55	19,30
Taxes		0,55	1,90	2,40	3,90	5,60
<b>NOPAT</b>		<b>1,80</b>	<b>4,89</b>	<b>6,05</b>	<b>9,65</b>	<b>13,70</b>
D&A		1,05	1,45	1,75	1,95	2,10
Change in Account Receivable		(13,17)	(4,34)	(8,04)	(10,50)	(12,00)
Change in Inventories		(7,16)	1,14	(0,67)	(2,50)	(3,50)
Change in Account Payable		5,87	2,19	5,99	7,50	8,50
Other Changes		11,34	(8,01)	1,08	1,50	1,50
<b>Change in NWC</b>		<b>(3,12)</b>	<b>(9,01)</b>	<b>(1,64)</b>	<b>(4,00)</b>	<b>(5,50)</b>
Change in Provision		0,03	0,03	0,14	0,10	0,13
<b>OPERATING CASH FLOW</b>		<b>(0,24)</b>	<b>(2,64)</b>	<b>6,30</b>	<b>7,70</b>	<b>10,43</b>
Capex		(3,34)	(2,58)	(5,98)	(2,55)	(2,40)
<b>FREE CASH FLOW</b>		<b>(3,58)</b>	<b>(5,22)</b>	<b>0,32</b>	<b>5,15</b>	<b>8,03</b>
Change in Financial Debts		0,48	5,80	2,42	(2,70)	(0,50)
Financial Management		(0,00)	(0,14)	(0,10)	(0,10)	0,10
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>0,45</b>	<b>2,64</b>	<b>2,35</b>	<b>8,63</b>

Source: Portobello and Integrae SIM

## 1.1 1H20A Results

**Table 2 – 1H20A vs 1H19A**

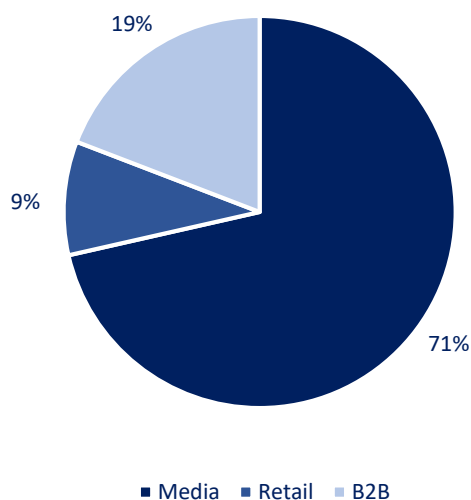
€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
<b>1H20A</b>	<b>24,0</b>	<b>5,4</b>	<b>22,7%</b>	<b>4,7</b>	<b>3,4</b>	<b>7,2</b>
1H19A	19,2	2,2	11,5%	1,6	1,2	1,6
<i>Change</i>	<i>25,3%</i>	<i>147,1%</i>	<i>11,2%</i>	<i>187,0%</i>	<i>193,2%</i>	<i>N.A.</i>

Source: Portobello

I risultati del primo semestre del 2020, nonostante le difficoltà legate alla diffusione dell'epidemia Covid 19, risultano in miglioramento rispetto ai dati semestrali dello scorso anno. Secondo quanto dichiarato tramite comunicato stampa, i risultati sono legati alla *“sempre più efficiente integrazione verticale delle business unit, la competenza del management e il rafforzamento della struttura organizzativa e gestionale”*.

Il valore della produzione, pari a € 24,02 mln (€ 19,17 mln al 30 giugno 2019), ha fatto registrare una crescita del 25,3%. Tali valori di crescita risultano ancora più rilevanti, considerando i tre mesi di limitazione delle attività imputabili alla diffusione dell'epidemia Covid 19. In particolare, le attività retail e B2B sono state completamente bloccate dalle misure imposte dal governo.

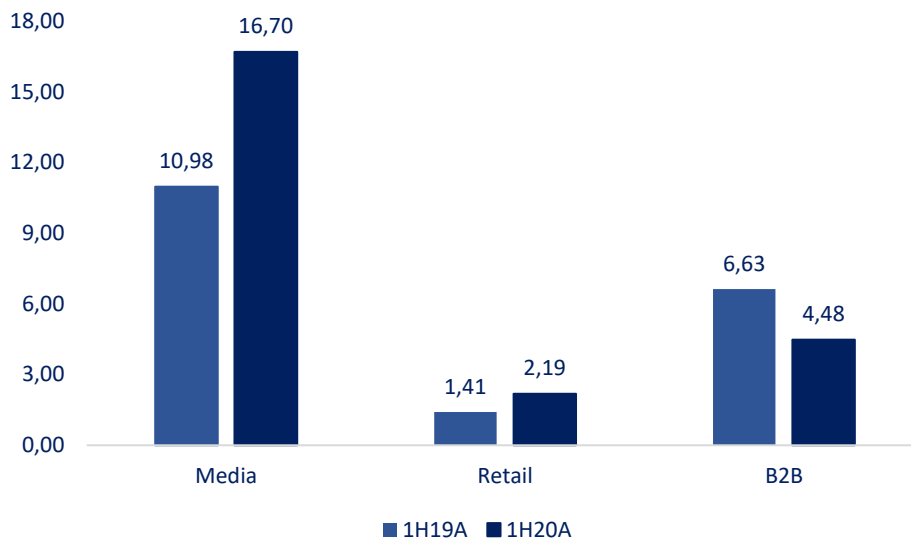
**Chart 1 – Revenues by Business Unit 1H20A**



Source: Portobello

La principale fonte di ricavo, nei primi sei mesi, è stata la business unit Media che ha generato una quota di ricavi pari al 71% circa. Le altre due business unit, Retail e B2B, hanno rispettivamente generato quote pari a: 9% e 19% circa.

**Chart 2 – Revenues by Business Unit 1H19A vs 1H20A**



Source: Portobello

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

- **Media:** crescita del 52%, grazie al rafforzamento della posizione di Portobello nel mercato nazionale, alla capacità di acquisire spazi pubblicitari ad alto impatto mediatico e all'incremento delle vendite delle pagine pubblicitarie di proprietà legate all'editoria. Buoni risultati registrati anche grazie alla nuova app;
- **Retail:** crescita del 56%, 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;
- **B2B:** decrescita del 32%. Secondo quanto riportato dalla Società, tale decrescita è imputabile all'aumento degli spazi vendita retail, infatti, la linea B2B è utile per la vendita di prodotti non in linea con i punti vendita retail o di prodotti con volumi di acquisto molto elevati in proporzione agli spazi di vendita esistenti.

L'EBITDA è pari a € 5,44 mln (€ 2,20 mln al 30 giugno 2019) con EBITDA Margin pari al 22,7%. Secondo quanto dichiarato dalla Società, l'aumento della marginalità è dovuto a: economie di scala grazie all'aumento del volume di affari, maggior efficienza gestionale e incremento delle marginalità per linee di business.

L'EBIT è pari a € 4,73 mln (€ 1,65 mln al 30 giugno 2019), in crescita anche l'utile che si attesta a € 3,40 (€ 1,16 al 30 giugno 2019).

La Posizione Finanziaria Netta, pari a € 7,10 mln, risulta in peggioramento rispetto ai dati della precedente relazione semestrale (€ 1,6 mln al 30 giugno 2019). La variazione è legata agli investimenti completati nel corso dei primi mesi dell'anno e ai due mesi di chiusura imposti per la diffusione dell'epidemia Covid 19.

A livello di circolante, il periodo di chiusura imposto ha portato ad un aumento dei giorni di incasso per tutte e tre le linee di business, tale effetto è stato però compensato da una dilazione dei giorni di pagamento.

È inoltre osservabile un aumento delle rimanenze dovuto alla situazione creatasi a seguito del periodo di *lockdown*, dove molte Società si sono trovate con eccessi di magazzino da smaltire. Questa situazione comporta la possibilità, per Portobello, di acquistare merce ad ottime condizioni contrattuali. Per questo motivo, la Società ha deciso di incrementare il proprio magazzino.

Per quanto riguarda le voci other receivables e other payables, è possibile osservare un incremento rispetto allo scorso anno. È importante sottolineare come la crescita sia strettamente legata alla natura del business. Infatti, secondo quanto riportato nel comunicato stampa *“l’incremento della voce non si sostanzia 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 la voce “pubblicità da erogare” (pari a circa € 24 mln) legata a contratti già siglati per l’erogazione di pubblicità durante l’anno, ancora da prestare al cliente. Viceversa, all’interno di other payables, troviamo la voce “magazzino pubblicità” (pari a circa € 20 mln) che corrisponde a contratti di acquisto di pubblicità, ma ancora da ricevere. Pertanto, le due voci vanno in compensazione. Infatti, i € 24 mln circa ricompresi nella voce other receivables sono da leggere come fatturato già contrattualizzato per il secondo semestre dell’anno.

## 1.2 Estimates FY20E-FY22E

**Table 3 – Estimates Updates FY20E-FY22E**

€/mln	FY2020E	FY2021E	FY2022E
<b>VoP</b>			
New	<b>65,0</b>	<b>90,0</b>	<b>120,0</b>
Old	65,0	90,0	120,0
Change	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBITDA</b>			
New	<b>10,2</b>	<b>15,5</b>	<b>21,4</b>
Old	10,2	15,5	21,4
Change	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBITDA %</b>			
New	<b>15,7%</b>	<b>17,2%</b>	<b>17,8%</b>
Old	15,7%	17,2%	17,8%
Change	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>			
New	<b>8,5</b>	<b>13,6</b>	<b>19,3</b>
Old	8,5	13,6	19,3
Change	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Net Income</b>			
New	<b>6,0</b>	<b>9,6</b>	<b>13,8</b>
Old	6,0	9,6	13,8
Change	0,0%	0,0%	0,0%
<b>NFP</b>			
New	<b>5,0</b>	<b>(0,0)</b>	<b>(9,2)</b>
Old	1,5	(3,5)	(12,7)
Change	N/A	N/A	N/A

Source: Integrae SIM

Alla luce dei dati pubblicati nella relazione semestrale confermiamo, a livello di conto economico, le stime precedenti, in particolare, crediamo che la Società sarà in grado di generare un valore della produzione pari a € 65,0 mln, con un EBITDA pari a € 10,20 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 15,7%). Portobello, a livello di marginalità, potrà beneficiare della situazione creatasi in seguito al *lockdown*, quando molte società si sono ritrovate eccessi di magazzino da smaltire. In questa situazione, Portobello è in grado di ottenere buone condizioni di acquisto. A livello patrimoniale, invece, ci aspettiamo un aumento della NFP rispetto a quella precedentemente stimata, in ragione di investimenti finalizzati a:

- Apertura di nuovi punti vendita nell'ultima parte dell'anno;
- Adeguamento nuova sede: Portobello ha trasferito la propria sede e il magazzino a Pomezia, presso una delle sedi storiche di Angelini SpA. La struttura è tecnologicamente molto sviluppata e si presta ad una riduzione dell'impatto ambientale della Società. La nuova sede dispone di circa 2.500 mq adibiti ad uffici e di circa 7.500 mq di magazzino. Le spese per la nuova sede comprendono anche gli investimenti effettuati per dotare i magazzini di un software di gestione innovativo, in grado di assicurare un costante miglioramento delle prestazioni.

Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 120,0 mln (CAGR 19A-22E: 37,63%) nel 2022E, con EBITDA pari a € 21,40 mln (corrispondente ad una marginalità del 17,8%), in crescita rispetto a € 8,25 mln del 2019A (corrispondente ad un EBITDA margin del 17,9%). Crediamo, inoltre, che la Società, per gli anni successivi al 2020E, sarà in grado di migliorare la propria NFP.

## 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**

<b>WACC</b>		<b>5,97%</b>
Risk Free Rate	0,28% $\alpha$ (specific risk)	2,5%
Market Premium	8,46% Beta Adjusted	0,69
D/E (average)	53,85% Beta Relevered	0,96
Ke	8,60% Kd	1,5%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo considerato un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 5,97%.

**Table 5 – DCF Valuation**

<b>DCF Equity Value</b>		<b>89,4</b>
FCFO actualized	12,6	13%
TV actualized DCF	82,1	87%
<b>Enterprise Value</b>	<b>94,7</b>	<b>100%</b>
NFP (FY19A)	5,2	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e, prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di €89,4 mln.**

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

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		4,5%	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%
2,5%		221,4	176,2	146,3	124,9	109,0	96,6	86,7
2,0%		178,1	147,8	126,3	110,1	97,6	87,6	79,4
1,5%		149,4	127,6	111,3	98,6	88,5	80,2	73,3
1,0%		128,9	112,5	99,7	89,4	81,1	74,1	68,2
0,5%		113,7	100,7	90,4	81,9	74,9	68,9	63,8
0,0%		101,8	91,3	82,8	75,7	69,6	64,5	60,0
-0,5%		92,3	83,7	76,5	70,4	65,2	60,6	56,7

Source: Integrae SIM

## 2.2 Market Multiples

I nostri 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)	
	FY20E	FY21E
Wal-Mart Inc.	12,7	12,4
Dollar General Corp.	13,6	14,6
Dollar Tree Inc.	9,2	8,5
Target Corporation	10,9	10,6
Maisons du Monde SA	5,9	5,1
<b>Peer Median</b>	<b>10,9</b>	<b>10,6</b>

Source: Infiniti

**Table 7.2 – Market Multiples Media**

Company name	EV/EBITDA (x)	
	FY20E	FY21E
Cairo Communication S.p.A.	6,9	5,1
Arnoldo Mondadori Editore S.p.A.	5,1	4,7
Lagardere SCA	57,8	8,1
DigiTouch SpA	3,1	2,7
<b>Peer Median</b>	<b>6,0</b>	<b>4,9</b>

Source: Infiniti

**Table 8 – Market Multiples Valuation**

€/mln	2020E	2021E
<b>Enterprise Value (EV)</b>		
EV/EBITDA	86,19	120,01
<b>Equity Value</b>		
EV/EBITDA	81,2	120,0
<b>Equity Value post 25% discount</b>		
EV/EBITDA	60,9	90,0
<b>Average</b>	<b>60,9</b>	<b>90,0</b>

Source: Integræ SIM

L'equity value di Portobello, utilizzando i *market multiples* EV/EBITDA, risulta essere pari a €100,6 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità di Portobello rispetto ai comparables, oltre che ad una capitalizzazione più bassa. Pertanto, ne risulta **un equity value di €75,5 mln.**



## 2.3 Equity Value

**Table 9 – Equity Value**

<b>Average Equity Value (€/mln)</b>	<b>82,4</b>
Equity Value DCF (€/mln)	89,4
Equity Value multiples (€/mln)	75,5
<b>Target Price (€)</b>	<b>30,00</b>

Source: Integrae SIM

**L'equity value medio è pari a €82,4 mln. Il target price è quindi di €30,00 (prev. €25,60). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

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

Multiples	2020E	2021E	2022E
EV/EBITDA	8,6x	5,7x	4,1x
EV/EBIT	10,4x	6,5x	4,5x
P/E	13,9x	8,6x	6,0x

Source: Integrae SIM

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

Multiples	2020E	2021E	2022E
EV/EBITDA	4,2x	2,7x	2,0x
EV/EBIT	5,0x	3,1x	2,2x
P/E	6,3x	3,9x	2,7x

Source: Integrae SIM

**Disclosure Pursuant to Article 69 Et seq. of Consob (Italian Securities Exchange Commission)  
Regulation No. 11971/1999**

**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 Integræ SIM's current Head of Research, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalist guild. Mattia Petracca is current financial analyst

**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
26/09/2019	6,22	Buy	15,66	Medium	Update
27/03/2020	8,08	Buy	25,60	Medium	Update

The list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integræ SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integræ 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. Integræ 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 Integræ 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, Integræ SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by

such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 16190 of 29.10.2007, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

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

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the expected total return (ETR – absolute performance in the 12 months following the publication of the analysis, including the ordinary dividend paid by the company), and 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) 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 S.p.A.;
- 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 S.p.A.;
- Integrae 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 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.