

PORTOBELLO	Italy	Euronext Growth Milan	Retail & Media
Rating: BUY (unch.)	Target Price: € 85,00	(prev. €80,00)	Update Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	6,47%	-7,65%	-14,22%	20,27%
to FTSE Italia Growth	4,25%	0,57%	-7,32%	-2,81%
to Euronext STAR Milan	7,33%	7,05%	-2,59%	7,73%
to FTSE All-Share	10,98%	2,37%	-7,66%	18,62%
to EUROSTOXX	9,06%	2,15%	-7,07%	19,35%
to MSCI World Index	4,16%	-1,83%	-12,72%	10,39%

Stock Data

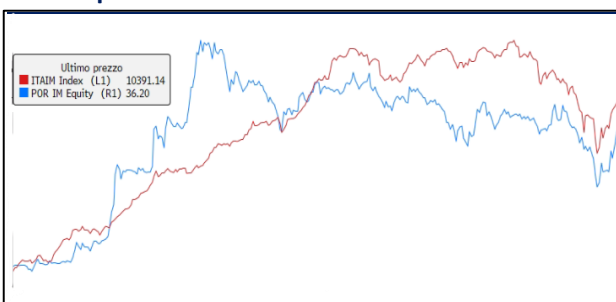
Price	€ 36,20
Target price	€ 85,00
Upside/(Downside) potential	134,80%
Bloomberg Code	POR IM EQUITY
Market Cap (€m)	117,18
EV (€m)	134,48
Free Float	26,48%
Share Outstanding	3.236.902
52-week high	€ 55,00
52-week low	€ 24,70
Average daily volumes	16.000

Key Financials (€m)	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
VoP	88,2	140,0	180,0	215,0
EBITDA	16,5	25,0	34,0	43,0
EBIT	13,9	21,3	29,8	38,5
Net Profit	8,8	14,0	19,9	25,8
EPS (€)	2,72	4,31	6,13	7,96
EBITDA margin	18,7%	17,9%	18,9%	20,0%
EBIT margin	15,7%	15,2%	16,6%	17,9%
Net Profit margin	10,0%	10,0%	11,0%	12,0%

Main Ratios	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA (x)	8,1	5,4	4,0	3,1
EV/EBIT (x)	9,7	6,3	4,5	3,5
P/E (x)	13,3	8,4	5,9	4,6

Mattia Petracca mattia.petracca@integraesim.it
Giuseppe Riviello giuseppe.riviello@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



FY21A Results

La Società prosegue il suo percorso di crescita con un valore della produzione di € 88,2 mln, in miglioramento rispetto al dato dell'esercizio precedente, pari a € 64,0mln (+37,8%), sia rispetto alle stime del nostro ultimo report (€ 86,0 mln). L'EBITDA, pari a € 16,5 mln, registra anch'esso un miglioramento del 10,1% rispetto ai valori stimati e del 52,0% rispetto ai € 10,9 mln del FY20A, per un EBITDA margin del 18,7% (vs 17,0% al FY20A). In crescita anche il Net Income che passa da € 5,95 mln a € 8,82 mln (+28,6%). Peggiora la NFP, pari a € 17,30 mln. Alla luce delle nuove acquisizioni, per la prima volta è redatto il bilancio consolidato.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati per il FY21A, modifichiamo leggermente le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY22E pari a € 140,00 mln ed un EBITDA pari a € 25,00 mln, per una marginalità del 17,9%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 215,00 mln (CAGR FY21A-FY24E: 34,59%) nel FY24E, con EBITDA pari a € 43,00 mln (EBITDA margin del 20,0%), in crescita rispetto a € 16,52 mln del FY21A (EBITDA margin del 18,7%). Relativamente agli investimenti stimati, ci aspettiamo Capex FY22E-FY24E pari a circa € 22,00 mln per sostenere la crescita e le nuove aperture previste negli anni di piano.

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 un rischio specifico pari all'1,5%) restituisce un equity value pari a € 298,8 mln. L'equity value di Portobello utilizzando i market multiples risulta invece pari a € 251,4 (con uno sconto del 25%). Ne risulta un equity value medio pari a € 275,1 mln. Il target price è pari a € 85,00 (prev. 80,0€), rating BUY e rischio MEDIUM.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

INCOME STATEMENT (€/mIn)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Value of production	64,00	88,18	140,00	180,00	215,00
COGS	51,24	83,33	98,00	123,00	140,00
Change in raw materials	(7,38)	(28,06)	(7,00)	(7,00)	(4,00)
Services	4,41	6,76	9,30	10,40	12,10
Use of assets owned by others	1,83	3,42	7,00	10,00	12,70
Employees	2,62	5,41	6,70	8,40	9,80
Other Operating Expenses	0,41	0,80	1,00	1,20	1,40
EBITDA	10,87	16,52	25,00	34,00	43,00
<i>EBITDA Margin</i>	<i>17,0%</i>	<i>18,7%</i>	<i>17,9%</i>	<i>18,9%</i>	<i>20,0%</i>
D&A	2,29	2,63	3,75	4,20	4,50
EBIT	8,58	13,89	21,25	29,80	38,50
<i>EBIT Margin</i>	<i>13,4%</i>	<i>15,7%</i>	<i>15,2%</i>	<i>16,6%</i>	<i>17,9%</i>
Financial Management	(0,29)	(0,86)	(0,80)	(0,90)	(1,00)
EBT	8,28	13,02	20,45	28,90	37,50
Taxes	2,33	4,20	6,50	9,05	11,75
Net Income	5,95	8,82	13,95	19,85	25,75
BALANCE SHEET (€/mIn)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Fixed Asset	5,08	8,41	11,70	15,00	18,50
Account receivable	2,63	4,31	6,80	8,60	10,00
Inventories	16,41	43,92	51,00	58,00	62,00
Account payable	3,49	11,89	13,80	16,60	19,00
Operating Working Capital	15,55	36,34	44,00	50,00	53,00
Other Receivable	24,10	24,85	40,70	52,00	62,00
Other Payable	14,48	16,84	32,00	40,00	45,00
Net Working Capital	25,17	44,35	52,70	62,00	70,00
Severance Indemnities & Other Provisions	0,27	0,42	0,65	0,80	0,90
NET INVESTED CAPITAL	29,99	52,34	63,75	76,20	87,60
Share Capital	0,53	0,62	0,62	0,62	0,62
Reserves	9,64	25,55	34,37	48,32	68,17
Net Profit	5,95	8,82	13,95	19,85	25,75
Equity	16,13	34,99	48,94	68,79	94,54
Minorities Equity	0,00	0,05	0,05	0,05	0,05
Cash & Cash Equivalent	2,64	2,47	12,24	18,89	32,24
Financial Debt	16,49	19,77	27,00	26,25	25,25
Net Financial Position	13,86	17,30	14,76	7,36	(6,99)
SOURCES	29,99	52,34	63,75	76,20	87,60
CASH FLOW (€/mIn)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EBIT	8,58	13,89	21,25	29,80	38,50
Taxes	2,33	4,20	6,50	9,05	11,75
NOPAT	6,25	9,68	14,75	20,75	26,75
D&A	2,29	2,63	3,75	4,20	4,50
Change in Account Receivable	4,03	(1,68)	(2,49)	(1,80)	(1,40)
Change in Inventories	(7,08)	(27,51)	(7,08)	(7,00)	(4,00)
Change in Account Payable	(7,65)	8,39	1,91	2,80	2,40
Other Changes	(2,62)	1,61	(0,69)	(3,30)	(5,00)
Change in NWC	(13,31)	(19,18)	(8,35)	(9,30)	(8,00)
Change in Provision	0,18	0,15	0,23	0,15	0,10
OPERATING CASH FLOW	(4,59)	(6,72)	10,38	15,80	23,35
Capex	(3,8)	(6,0)	(7,0)	(7,5)	(8,0)
FREE CASH FLOW	(8,39)	(12,67)	3,34	8,30	15,35
Change in Financial Debts	10,21	3,28	7,23	(0,75)	(1,00)
Financial Management	(0,29)	(0,86)	(0,80)	(0,90)	(1,00)
Change in Equity	0,07	10,09	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	1,60	(0,17)	9,77	6,65	13,35

Source: Integrae SIM estimates

1.1 FY21A Results

Table 2 – FY21A vs FY21E

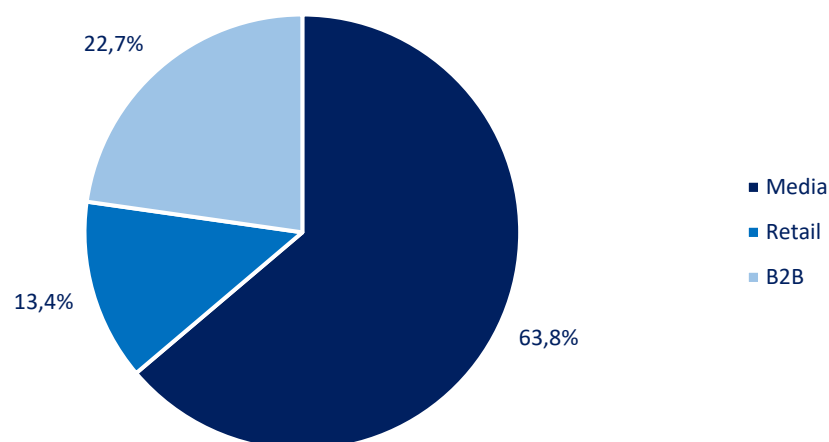
€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY21A	88,2	16,5	18,7%	13,9	8,8	17,3
FY21E	86,0	15,0	17,4%	11,7	7,9	13,3
Change	2,5%	10,1%	1,3%	18,7%	11,6%	N.A.

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, Roberto Panfili, *Co-founder* e COO della Società, commentando i risultati annuali, dichiara che: *“Gli ottimi risultati economico-finanziari raggiunti nel 2021, corroborati da un aumento annuale del valore del titolo del 180%, confermano ancora una volta un trend positivo di crescita in virtù del modello di business solido e delle strategie di medio-lungo periodo implementate. La divisione retail è cresciuta del 105%, grazie a una proposta commerciale imbattibile sia per il prezzo che per i marchi offerti, ad un ulteriore miglioramento del format dei negozi e ad un aumento della superficie commerciale di quasi 8 mila mq. Le nuove aperture in diverse regioni italiane, congiuntamente a tre sponsorizzazioni d’eccellenza e ad una massiccia campagna mediatica, hanno rafforzato inoltre la conoscenza del marchio e fidelizzato i clienti su tutto il territorio nazionale. Nonostante dunque le difficoltà congiunturali dettate dalla pandemia e dall’attuale conflitto russo-ucraino, nel corso del 2022 saremo in grado di proseguire speditamente con il nostro piano di espansione capillare della rete commerciale in tutta Italia, obiettivo principale del nostro piano di sviluppo strategico.”*

La Società prosegue il suo percorso di crescita registrando un valore della produzione di € 88,2 mln, di cui € 85,5 riconducibili all’attività svolta dalle 3 Business Unit e € 2,7 mln di altri ricavi. Questo risultato è in netto miglioramento sia rispetto al dato dell’esercizio precedente, pari a € 64,0mln (+37,8%), sia rispetto alle stime del nostro ultimo report, in cui era atteso un VoP pari a € 86,0 mln. Si specifica che rispetto agli anni precedenti, alla luce delle recenti acquisizioni, la Società ha redatto per la prima volta il Bilancio di Esercizio Consolidato di Gruppo, quindi tutti i dati riportati sono consolidati e tengono conto del contributo, seppur ridotto, delle società correlate.

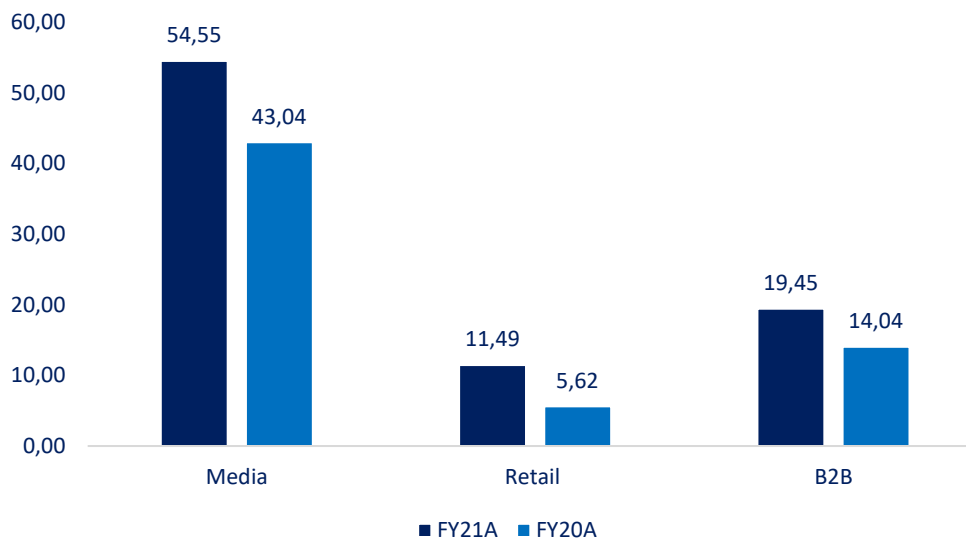
Chart 1 – Revenues Breakdown by BU FY21A



Source: Portobello

I ricavi sono riconducibili alla seguente scomposizione: la principale fonte di reddito si conferma essere il segmento Media, che ha contribuito per una quota pari al 63,8% circa (vs 68,7% del FY20A), mentre le altre due Business Unit, Retail e B2B, hanno generato quote rispettivamente del 13,4% (vs 9,0% al FY20A) e del 22,7% (vs 22,4% del FY20A).

Chart 2 – Revenues Breakdown by BU FY21A vs FY20A



Source: Portobello

Di seguito l'andamento delle singole Business Unit:

- **Media:** il settore vede un incremento del 26,7% rispetto all'anno precedente, generando ricavi pari a € 54,55 mln contro € 43,04 mln del FY20A, grazie al peculiare e innovativo modello di business e il rafforzamento della posizione sul mercato nazionale nel comparto pubblicitario;
- **B2C-Retail:** è il comparto più in crescita, registrando un incremento di fatturato che raggiunge € 11,5 mln per un aumento del 104,6% rispetto allo stesso dato dell'esercizio precedente, pari a € 5,6 mln. L'aumento dei ricavi è principalmente trainato dalle nuove aperture e dal consolidamento della clientela dei negozi aperti nell'esercizio precedente: sono stati aperti nel corso dell'esercizio 9 nuovi negozi, portando la superficie totale gestita a 13.000 mq;
- **B2B:** passa da € 19,45 mln a € 14,04 mln (+38,5%). 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 € 16,5 mln, registra anch'esso un miglioramento del 10,1% rispetto ai valori stimati nel nostro precedente report e del 52,0% rispetto ai € 10,9 mln del FY20A, per un EBITDA *margin* del 18,7% (vs 17,0% al FY20A), confermando ancora una volta l'elevata redditività del modello di business anche in un contesto macroeconomico complesso legato alla pandemia da Covid-19.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni di € 2,63 mln, è pari a € 13,89 mln, rispetto ai € 8,58 mln dell'esercizio precedente (+52,0%), corrispondente ad un EBIT *margin* del 15,7% contro il 13,4% del FY20A.

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 € 5,95 mln a € 8,82 mln (+28,6%).

Per quanto riguarda infine la NFP, questa si attesta ad un valore pari a € 17,30 mln, in peggioramento rispetto al dato dell'esercizio precedente pari a € 13,86 mln e rispetto alle nostre stime del report precedente, in cui era atteso un valore allineato al FY20A pari a € 13,27 mln. Questo peggioramento è principalmente dovuto sia agli importanti investimenti realizzati da Portobello relativi all'apertura dei nuovi punti vendita, alla nuova struttura logistica e al piano di comunicazione nazionale; altro fattore che ha avuto un impatto importante è sicuramente la gestione del circolante, che ha visto la Società investire ingenti risorse per anticipare l'approvvigionamento di merci e materie prime, coprendosi in questo modo dall'aumento dei prezzi e dalla volatilità dello scenario macroeconomico.

La Società quindi, oltre ai risultati estremamente positivi e in crescita, può vantare l'assenza di esposizione all'incertezza relativa all'aumento dei costi, garantendo uno dei migliori rapporti qualità-prezzo per i propri prodotti che riesce anche a sopperire alla riduzione del potere di acquisto della clientela retail. A conferma di ciò, Portobello prosegue nello sviluppo della propria catena di negozi con 9 nuove aperture su tutto il territorio nazionale alle quali si aggiungeranno le aperture previste per il 2022, già contrattualizzate.

1.2 Eventi successivi al 31/12/21

Nel corso dei primi mesi dell'esercizio 2022, la Società ha sottoscritto due importanti accordi di finanziamento, ognuno dei quali per importo complessivo pari a € 5,0 mln, per sostenere il piano di investimenti pluriennali. In particolare, a fine gennaio 2022 è stata avviata la prima operazione con Deutsche Bank, con il fine principale di finanziare gli accordi vincolanti stipulati da Portobello per l'apertura di nuovi store in tutta Italia: la strategia per il FY22E prevede infatti, nel corso dell'anno, una rete commerciale in crescita per 5.000 mq, corrispondenti a 20 negozi a marchio Portobello di dimensione standard pari a 250 mq.

Nel comunicato stampa del 24 marzo 2022, invece, la Società ha annunciato la sottoscrizione di un secondo accordo di finanziamento di pari ammontare al primo (€ 5,0 mln), con un primario istituto di credito italiano, per proseguire nella strategia di crescita aggiungendo alle aperture previste ulteriori 5.800 mq (che corrispondono a circa 23 negozi). Anche in questo caso, le aperture saranno concentrate nei centri commerciali delle principali città italiane, rafforzando la presenza fisica e il business di Portobello su tutto il territorio.

Come anticipato quindi, i due accordi contribuiranno all'aumento della superficie complessiva gestita da 13.000 mq (ad oggi) a circa 24.000 mq, per un totale di più di 90 punti vendita entro la fine del 2022.

1.3 FY22E – FY24E Estimates

Table 3 – Estimates Updates FY22E-FY24E

€/mln	FY22E	FY23E	FY24E
VoP			
New	140,0	180,0	215,0
Old	135,0	170,0	N/A
Change	3,7%	5,9%	N/A
EBITDA			
New	25,0	34,0	43,0
Old	24,3	32,6	N/A
Change	2,9%	4,3%	N/A
EBITDA %			
New	17,9%	18,9%	18,9%
Old	18,0%	19,2%	N/A
Change	-0,1%	-0,3%	N/A
EBIT			
New	21,3	29,8	38,5
Old	20,6	29,1	N/A
Change	3,4%	2,6%	N/A
Net Income			
New	14,0	19,9	25,8
Old	14,1	19,9	N/A
Change	-1,1%	-0,3%	N/A
NFP			
New	14,8	7,4	(7,0)
Old	8,1	(4,2)	N/A
Change	N/A	N/A	N/A

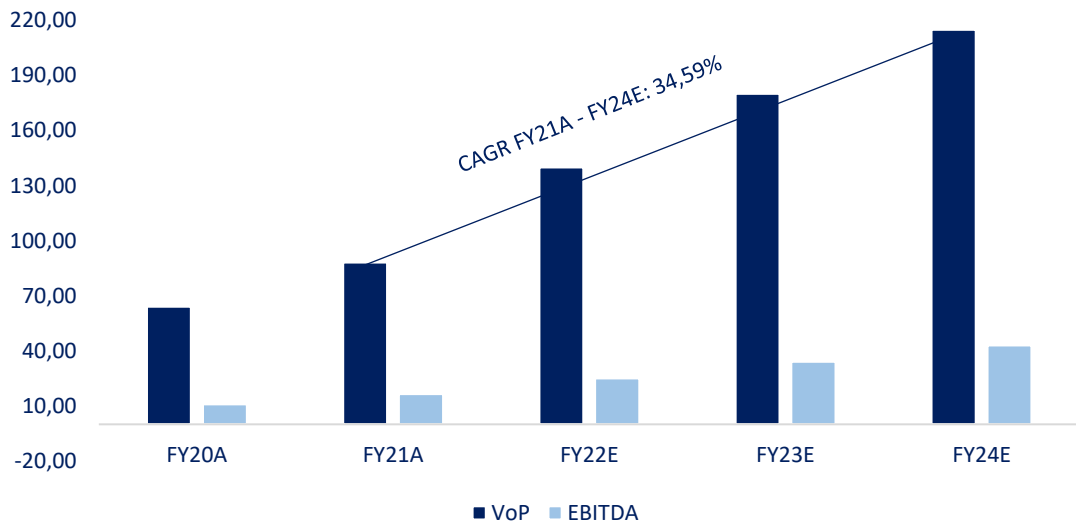
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati economici pubblicati relativamente all'esercizio appena concluso, e considerando i recenti contratti di finanziamento della prima parte dell'esercizio FY22E, modifichiamo leggermente le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY22E pari a € 140,00 mln ed un EBITDA pari a € 25,0 mln, corrispondente ad una marginalità del 17,9%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 215,00 mln (CAGR FY21A-FY24E: 34,59%) nel FY24E, con EBITDA pari a € 43,00 mln (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 20,0%), in crescita rispetto a € 16,52 mln del FY21A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 18,7%).

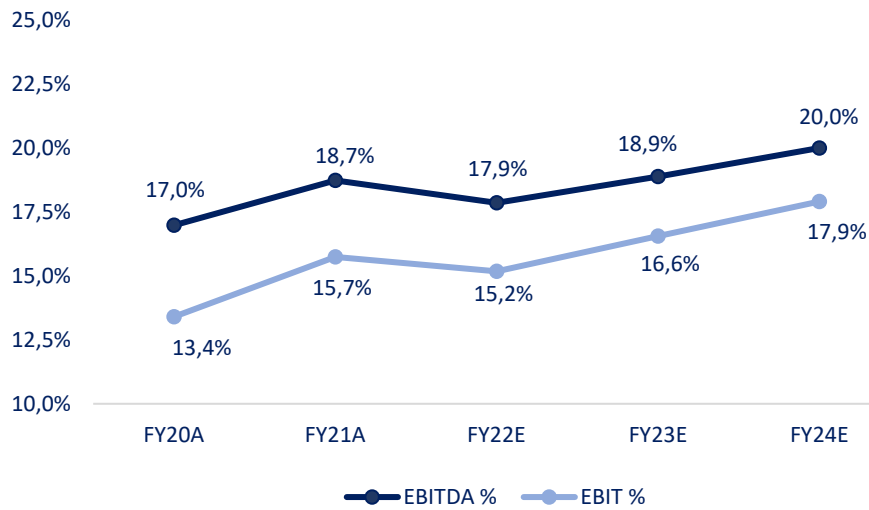
Per quanto riguarda gli investimenti stimati, ci aspettiamo Capex FY22E-FY24E pari a circa € 22,00 mln per sostenere la crescita e le nuove aperture previste negli anni di piano.

Chart 3 – Value of Production and EBITDA FY20A-FY24E



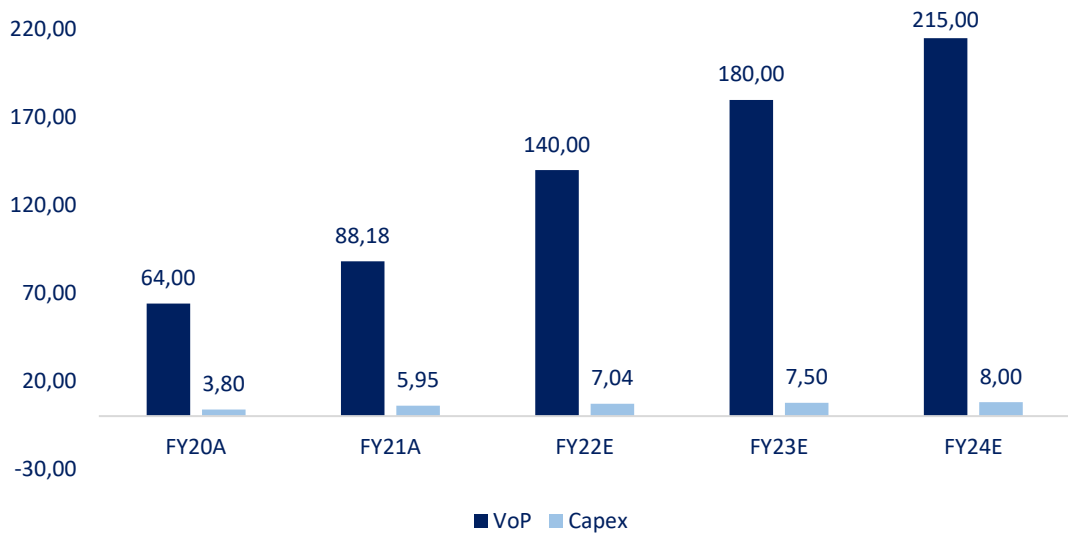
Source: Integrae SIM

Chart 4 – Margin FY20A-FY24E



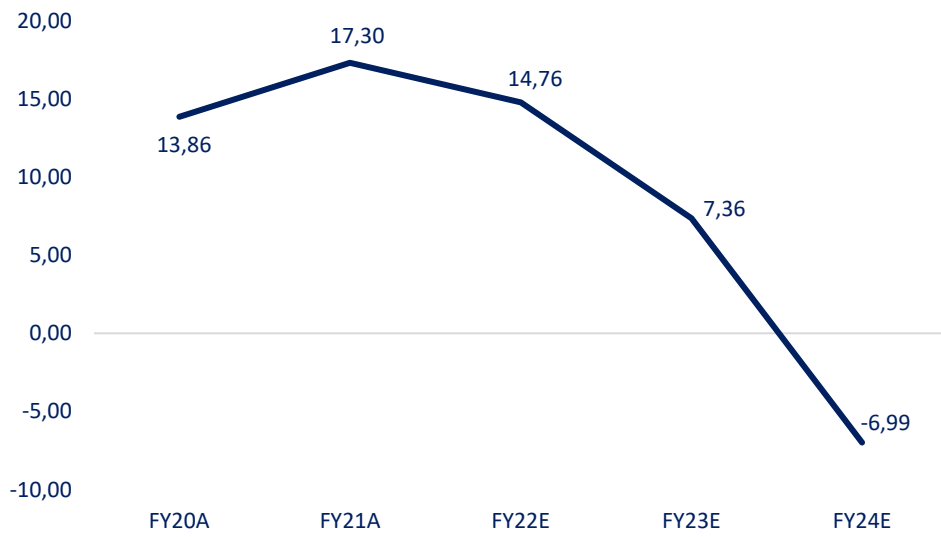
Source: Integrae SIM

Chart 5 – Capex FY20A-FY24E



Source: Integrae SIM

Chart 6 – NFP FY20A-FY24E



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		5,85%
Risk Free Rate	0,80% α (specific risk)	1,5%
Market Premium	6,42% Beta Adjusted	0,86
D/E (average)	53,85% Beta Relevered	1,19
Ke	7,83% Kd	3,0%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 1,5%. Ne risulta quindi un WACC di 5,85%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		298,8
FCFO actualized	26,0	8%
TV actualized DCF	290,1	92%
Enterprise Value	316,1	100%
NFP (FY21A)	17,3	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di € 298,8 mln.

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		4,3%	4,8%	5,3%	5,8%	6,3%	6,8%	7,3%
2,5%		800,6	623,9	509,2	428,9	369,5	323,7	287,4
2,0%		632,0	515,9	434,5	374,3	327,9	291,2	261,3
1,5%		522,6	440,2	379,2	332,2	295,0	264,7	239,6
1,0%		446,0	384,2	336,6	298,8	268,2	242,8	221,4
0,5%		389,2	341,0	302,8	271,7	246,0	224,3	205,8
0,0%		345,5	306,8	275,3	249,2	227,3	208,5	192,3
-0,5%		310,9	279,0	252,5	230,3	211,3	194,9	180,6

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)		
	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E
Walmart Inc.	11,5	11,0	10,3	16,2	15,4	14,6	21,4	19,9	18,6
Target Corporation	9,5	9,1	8,8	12,1	11,5	11,2	15,3	14,0	13,0
BJ's Wholesale Club Holdings	10,8	10,1	9,2	14,8	13,6	12,4	19,7	18,0	16,0
Costco Wholesale Corporation	24,6	22,5	20,6	30,7	27,7	25,5	42,4	38,7	34,7
PriceSmart Inc.	9,5	8,4	N/A	13,2	N/A	N/A	21,4	18,5	N/A
Dunelm Group plc	8,3	8,1	N/A	11,6	11,0	9,6	13,9	14,1	N/A
RH	7,4	6,9	6,3	8,5	7,8	6,7	14,3	13,1	11,9
Motorpoint Group Plc	8,2	6,2	4,8	10,5	7,2	N/A	13,0	9,7	N/A
Peer Median	9,5	8,8	9,0	12,7	11,5	11,8	17,5	16,1	16,0

Source: Infinitals

Table 7.2 – Market Multiples ADV

Company name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)			P/E (x)		
	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E
Cairo Communication S.p.A.	4,6	4,6	N/A	7,2	6,4	N/A	6,0	5,4	N/A
The Interpublic Group	7,7	7,4	6,8	8,8	8,5	7,8	13,5	12,7	11,6
Omnicom Group Inc	7,5	7,3	6,9	8,2	7,9	7,6	12,5	11,7	10,9
Hakuhodo Dy Holdings Inc.	6,7	6,4	6,1	7,9	8,0	7,5	16,2	14,5	12,9
Peer Median	7,1	6,8	6,8	8,1	8,0	7,6	13,0	12,2	11,6

Source: Infinitals

Table 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	FY22E	FY23E	FY24E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	207,9	265,2	339,5
EV/EBIT	220,3	290,6	372,7
P/E	212,8	280,6	355,0
Equity Value			
EV/EBITDA	193,2	257,8	346,5
EV/EBIT	205,5	283,3	379,7
P/E	212,8	280,6	355,0
Equity Value post 10% discount			
EV/EBITDA	173,9	232,1	311,8
EV/EBIT	184,9	254,9	341,7
P/E	191,5	252,5	319,5
Average	183,4	246,5	324,3

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 € 279,4 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 10%; **pertanto, ne risulta un *equity value* di € 251,4 mln.**

2.3 Equity Value

Table 9 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	275,1
Equity Value DCF (€/mln)	298,8
Equity Value multiples (€/mln)	251,4
Target Price (€)	85,00

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a € 275,1 mln. Il *target price* è quindi di € 85,00 (prev. € 80,00). rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	11,7x	8,6x	6,8x
EV/EBIT	13,8x	9,8x	7,6x
P/E	19,7x	13,9x	10,7x

Source: Integrae SIM

Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	5,4x	4,0x	3,1x
EV/EBIT	6,3x	4,5x	3,5x
P/E	8,4x	5,9x	4,6x

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 guild. Mattia Petracca, Giuseppe Riviello and Alessandro Colombo are current financial analysts.

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
17/05/2021	43,80	Buy	66,00	Medium	Update
19/07/2021	36,60	Buy	75,00	Medium	Update
10/10/2021	41,10	Buy	80,00	Medium	Update
31/01/2022	37,40	Buy	80,00	Medium	Flash note
07/03/2022	26,50	Buy	80,00	Medium	Flash Note

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 indirectly, 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.