

PORTOBELLO	Italy	Euronext Growth Milan	Retail & Media
Rating: BUY (unch.)	Target Price: € 78,00	(prev. €85,00)	Update Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-27,66%	-38,41%	-53,30%	-60,56%
to FTSE Italia Growth	-23,49%	-36,31%	-41,45%	-42,38%
to Euronext STAR Milan	-17,87%	-31,76%	-31,12%	-28,44%
to FTSE All-Share	-26,32%	-37,49%	-43,31%	-45,06%
to EUROSTOXX	-23,11%	-38,34%	-43,25%	-44,69%
to MSCI World Index	-21,00%	-38,82%	-38,15%	-43,63%

Stock Data	
Price	€ 17,00
Target price	€ 78,00
Upside/(Downside) potential	358,80%
Bloomberg Code	POR IM EQUITY
Market Cap (€m)	59,70
EV (€m)	77,00
Free Float	33,03%
Share Outstanding	3.511.702
52-week high	€ 45,00
52-week low	€ 16,80
Average daily volumes	3.900

Key Financials (€mln)	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
VoP	88,2	140,0	180,0	215,0
EBITDA	16,5	22,5	31,5	41,0
EBIT	13,9	18,7	27,3	36,5
Net Profit	8,8	11,9	17,9	24,1
EPS (€)	2,51	3,39	5,10	6,85
EBITDA margin	18,7%	16,0%	17,5%	19,1%
EBIT margin	15,7%	13,4%	15,2%	17,0%
Net Profit margin	10,0%	8,5%	9,9%	11,2%

Main Ratios	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA (x)	4,7	3,4	2,4	1,9
EV/EBIT (x)	5,5	4,1	2,8	2,1
P/E (x)	6,8	5,0	3,3	2,5

Mattia Petracca

mattia.petracca@integraesim.it

Giuseppe Riviello

giuseppe.riviello@integraesim.it

Stocks performance vs FTSE Italia Growth



1H22A Results

I risultati mostrano come la Società sia stata in grado di continuare con successo il proprio percorso di crescita, nonostante il proseguirsi delle note criticità macroeconomiche. Portobello ha registrato un fatturato pari a € 48,82 mln, e valore della produzione pari a € 49,01 mln, in crescita del 66,5% rispetto al 1H21A, che ammontava a € 29,44 mln. In calo la marginalità, con un EBITDA che raggiunge i € 6,43 mln vs i € 7,32 del 1H21A e EBITDA margin in calo dal 24,9% al 13,1%, in ragione dei maggiori costi sostenuti per sostenere l'attività promozionale. Positivo il Net Income, pari a € 2,75 mln. Si nota infine un peggioramento della NFP (€ 27,58 mln), a causa dell'ingente assorbimento di cassa dovuto all'apertura dei nuovi negozi nel corso del primo semestre.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H22A, modifichiamo 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 € 22,45 mln, corrispondente ad una marginalità del 16,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 250,00 mln (CAGR FY21A-FY25E: 29,76%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 50,00 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%).

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Portobello sulla base della metodologia DCF. 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 € 273,9 mln. Il target price è di € 78,00 (prev. € 85,00), rating BUY e rischio MEDIUM.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Value of production	64,00	88,18	140,00	180,00	215,00	250,00
COGS	51,24	83,33	100,00	125,50	142,00	164,00
Change in raw materials	(7,38)	(28,06)	(7,00)	(7,00)	(4,00)	(4,50)
Services	4,41	6,76	9,55	10,40	12,10	13,50
Use of assets owned by others	1,83	3,42	7,00	10,00	12,70	14,50
Employees	2,62	5,41	7,00	8,40	9,80	11,00
Other Operating Expenses	0,41	0,80	1,00	1,20	1,40	1,50
EBITDA	10,87	16,52	22,45	31,50	41,00	50,00
<i>EBITDA Margin</i>	<i>17,0%</i>	<i>18,7%</i>	<i>16,0%</i>	<i>17,5%</i>	<i>19,1%</i>	<i>20,0%</i>
D&A	2,29	2,63	3,75	4,20	4,50	4,80
EBIT	8,58	13,89	18,70	27,30	36,50	45,20
<i>EBIT Margin</i>	<i>13,4%</i>	<i>15,7%</i>	<i>13,4%</i>	<i>15,2%</i>	<i>17,0%</i>	<i>18,1%</i>
Financial Management	(0,29)	(0,86)	(0,80)	(0,90)	(1,00)	(1,00)
EBT	8,28	13,02	17,90	26,40	35,50	44,20
Taxes	2,33	4,20	6,00	8,50	11,45	14,40
Net Income	5,95	8,82	11,90	17,90	24,05	29,80
BALANCE SHEET (€/mln)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Fixed Asset	5,08	8,41	11,70	15,00	18,50	22,20
Account receivable	2,63	4,31	10,00	11,00	12,00	14,00
Inventories	16,41	43,92	51,00	58,00	62,00	66,50
Account payable	3,49	11,89	13,00	16,60	19,00	21,00
Operating Working Capital	15,55	36,34	48,00	52,40	55,00	59,50
Other Receivable	24,10	24,85	42,00	52,00	62,00	70,00
Other Payable	14,48	16,84	25,00	33,00	40,00	45,00
Net Working Capital	25,17	44,35	65,00	71,40	77,00	84,50
Severance Indemnities & Other Provisi	0,27	0,42	0,65	0,80	0,90	1,00
NET INVESTED CAPITAL	29,99	52,34	76,05	85,60	94,60	105,70
Share Capital	0,53	0,62	0,67	0,67	0,67	0,67
Reserves	9,64	25,55	34,37	46,27	64,17	88,22
Net Profit	5,95	8,82	11,90	17,90	24,05	29,80
Equity	16,13	34,99	46,94	64,84	88,89	118,69
Minorities Equity	0,00	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Cash & Cash Equivalent	2,64	2,47	12,94	18,29	28,34	40,04
Financial Debt	16,49	19,77	42,00	39,00	34,00	27,00
Net Financial Position	13,86	17,30	29,06	20,71	5,66	(13,04)
SOURCES	29,99	52,34	76,05	85,60	94,60	105,70
CASH FLOW (€/mln)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT	8,58	13,89	18,70	27,30	36,50	45,20
Taxes	2,33	4,20	6,00	8,50	11,45	14,40
NOPAT	6,25	9,68	12,70	18,80	25,05	30,80
D&A	2,29	2,63	3,75	4,20	4,50	4,80
Change in Account Receivable	4,03	(1,68)	(5,69)	(1,00)	(1,00)	(2,00)
Change in Inventories	(7,08)	(27,51)	(7,08)	(7,00)	(4,00)	(4,50)
Change in Account Payable	(7,65)	8,39	1,11	3,60	2,40	2,00
Other Changes	(2,62)	1,61	(8,99)	(2,00)	(3,00)	(3,00)
Change in NWC	(13,31)	(19,18)	(20,65)	(6,40)	(5,60)	(7,50)
Change in Provision	0,18	0,15	0,23	0,15	0,10	0,10
OPERATING CASH FLOW	(4,59)	(6,72)	(3,97)	16,75	24,05	28,20
Capex	(3,8)	(6,0)	(7,0)	(7,5)	(8,0)	(8,5)
FREE CASH FLOW	(8,39)	(12,67)	(11,01)	9,25	16,05	19,70
Change in Financial Debts	10,21	3,28	22,23	(3,00)	(5,00)	(7,00)
Financial Management	(0,29)	(0,86)	(0,80)	(0,90)	(1,00)	(1,00)
Change in Equity	0,07	10,09	0,06	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	1,60	(0,17)	10,47	5,35	10,05	11,70

Source: Portobello & Integrae SIM Estimates

1.1 1H22A Results

Table 2 – 1H22A vs 1H21A

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H22A	49,0	6,4	13,1%	4,7	2,7	27,6
1H21A	29,4	7,3	24,9%	6,7	4,4	17,3*
<i>Change</i>	66,5%	-12,1%	-11,7%	-29,8%	-37,2%	N.A.

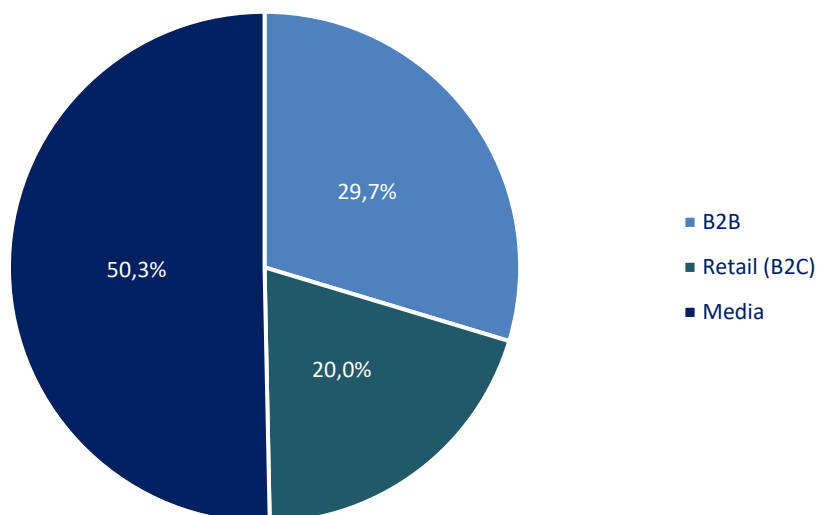
Source: Integrae SIM

*dato al FY21A

Tramite comunicato stampa, Roberto Panfili, Co-founder e COO di Portobello SpA, commentando i risultati semestrali, ha dichiarato: *“Nonostante gli effetti negativi generati dalla crisi sanitaria ed esacerbati dal conflitto russo-ucraino, nel primo semestre 2022 la Società ha continuato a crescere grazie ad un modello di business solido e anticiclico. In periodi critici come quello attuale, infatti, i consumatori diventano maggiormente cauti e sensibili al prezzo dei prodotti, pertanto la value proposition della Società, basata su un’offerta che riesce a coniugare in modo sostenibile il miglior rapporto qualità-prezzo presente sul mercato con un’ottima esperienza d’acquisto, diventa maggiormente vincente, come già comprovato nel periodo pandemico.”*

I risultati del primo semestre del 2022 mostrano come la Società sia stata in grado di continuare con successo il proprio percorso di crescita, nonostante il proseguirsi delle criticità insorte in seguito alla crisi sanitaria da Covid-19 e dal conflitto russo-ucraino. In particolare, Portobello ha registrato un fatturato pari a € 48,82 mln e valore della produzione complessivo consolidato pari a € 49,01 mln (€ 0,19 mln gli altri ricavi), in crescita del 66,5% rispetto al valore della produzione del 1H21A, che ammontava a € 29,44 mln.

Chart 1 – Revenues Breakdown by BU 1H22A



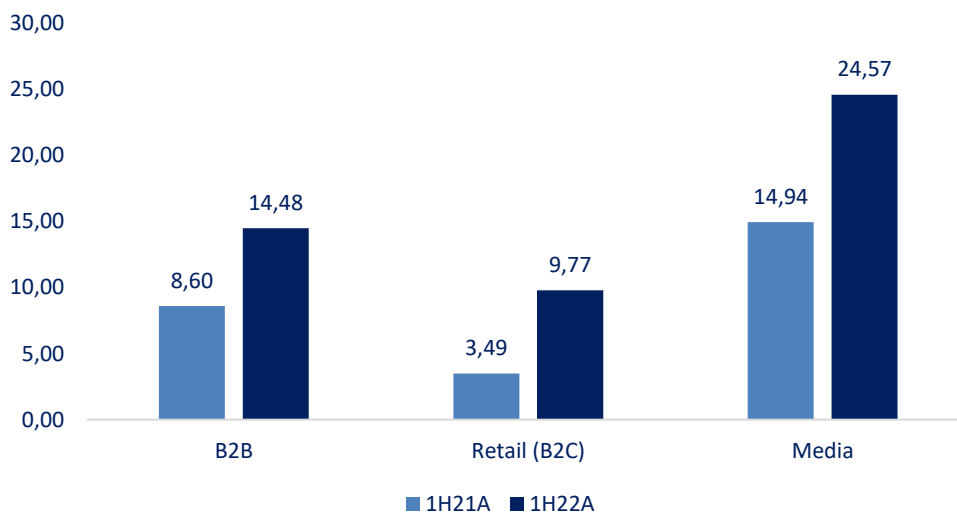
Source: Portobello

I risultati ottenuti a livello di fatturato sono riconducibili alla seguente scomposizione: la BU media contribuisce per il 50,3%, la divisione B2B per il 29,7% e infine la BU Retail (o B2C) vede il proprio contributo aumentare fino al 20,0%.

Di seguito si spiega l'evoluzione delle attività di ognuna delle tre le aree di *business*:

- **Media:** Il segmento vede crescere i propri ricavi del 64,4%, raggiungendo un valore pari a € 24,57 mln (vs € 14,94 mln al 1H21A). Il principale *driver* di questa crescita è rappresentato dagli investimenti effettuati dalla Società per l'ampliamento della propria offerta di spazi pubblicitari ad alto impatto mediatico, come l'acquisto del quotidiano La Nuova Sardegna da parte di Sea Sardegna Srl, società controllata del Gruppo Sae-Sapere Aude Editori SpA in cui Portobello detiene una partecipazione del 18,0% del capitale sociale;
- **B2B:** Il segmento, che risulta chiave per la vendita di quei prodotti che non sono adatti ad una clientela B2B, target principale della Società, ha riscontrato una crescita del 68,4%, che ha permesso di raggiungere un fatturato per la BU pari a € 14,48 mln;
- **Retail:** con una crescita del 180,1% rispetto al primo semestre del 2021, il segmento *retail* risulta responsabile per € 9,77 mln del fatturato totale del 1H22A. Tale incremento è stato reso possibile dagli investimenti effettuati dal *management* per l'apertura di nuovi negozi, avvenute sia nel secondo semestre del 2021, che nel primo semestre del 2022, con l'apertura di 6 nuovi store. La crescita del segmento, che raggiunge come anticipato il 20,0% del fatturato complessivo, rispetto al 12,2% dello stesso periodo dell'esercizio precedente, conferma il successo delle nuove aperture.

Chart 2 – Revenues Breakdown by BU 1H22A vs 1H21A



Source: Integrae SIM

L'EBITDA consolidato di periodo risulta pari a € 6,43 mln, in diminuzione rispetto al 1H21A quando ammontava a € 7,32 mln. Similmente, l'EBITDA *margin* passa dal 24,9% del 1H21A al 13,1% del semestre in esame. Tale diminuzione è dovuta all'aumento di alcune voci di costo, principalmente dovuto all'attività promozionale per il lancio dei nuovi punti vendita, ma anche alla decisione strategica del management di ridurre i prezzi nel primo semestre del 2022 per creare un maggiore traffico e attrarre così un numero maggiore di clienti, pertanto il calo nella marginalità dovrebbe essere solamente temporaneo. La Società si attende, infatti, un riallineamento ai valori storici già nel secondo semestre.

L'EBIT si attesta ad un valore pari a € 4,67 mln, anch'esso in calo rispetto al dato del periodo 1H21A per i motivi elencati in precedenza. Di conseguenza, si nota una riduzione anche nell'EBIT *margin*, pari al 9,5%. Positivo il Net Income, pari a € 2,75 mln, seppur in lieve calo rispetto ai € 4,38 mln del 1H21A.

Con riferimento ai valori patrimoniali, si segnala un peggioramento della NFP, che passa da € 17,30 mln (debito) al termine del 2021 a € 27,58 mln al 30 giugno del 2022. Le cause di questa variazione sono da individuare negli ingenti costi sostenuti dalla Società nel corso del primo semestre dell'esercizio, mirati come anticipato a promuovere l'apertura dei nuovi store: prima di giugno 2022 sono stati aperti, infatti, 6 nuovi punti vendita ad insegna Portobello a Bologna, Rimini, Portogruaro (VE), Carpi (MO), Torreano di Martignacco (UD) e San Benedetto del Tronto (AP), mentre altri due maxistore sono stati inaugurati nella prima metà di agosto, nei centri commerciali di Belpasso (CT) e Ravenna.

1.2 FY22E – FY25E Estimates

Table 3 – Estimates Updates FY22E - FY25E

€/mln	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
VoP				
New	140,0	180,0	215,0	250,0
Old	140,0	180,0	215,0	0,0
Change	0,0%	0,0%	0,0%	N/A
EBITDA				
New	22,5	31,5	41,0	50,0
Old	25,0	34,0	43,0	0,0
Change	-10,2%	-7,4%	-4,7%	N/A
EBITDA %				
New	16,0%	17,5%	19,1%	20,0%
Old	17,9%	18,9%	20,0%	0,0
Change	-1,8%	-1,4%	N/A	N/A
EBIT				
New	18,7	27,3	36,5	45,2
Old	21,3	29,8	38,5	0,0
Change	-12,0%	-8,4%	-5,2%	N/A
Net Income				
New	11,9	17,9	24,1	29,8
Old	14,0	19,9	25,8	0,0
Change	-14,7%	-9,8%	-6,6%	N/A
NFP				
New	29,1	20,7	5,7	(13,0)
Old	14,8	7,4	(7,0)	0,0
Change	N/A	N/A	N/A	N/A

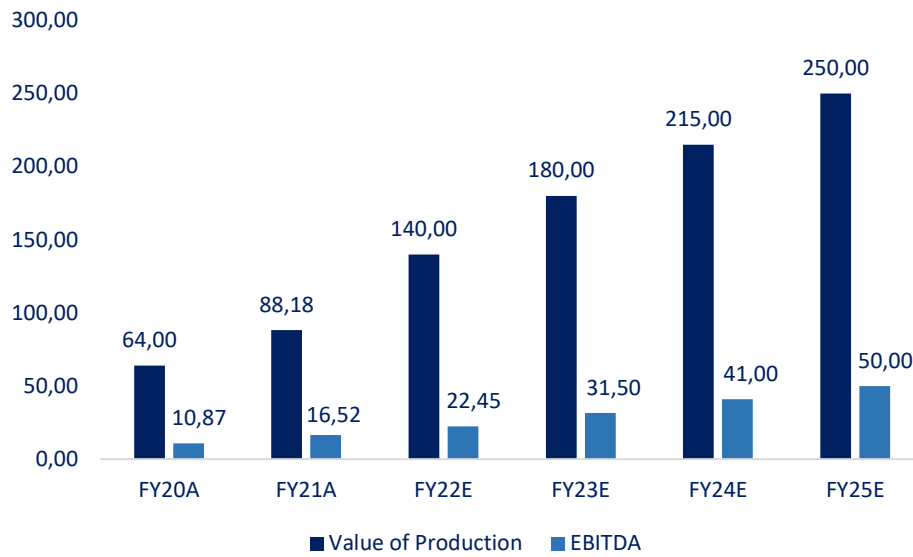
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H22A, modifichiamo 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 € 22,45 mln, corrispondente ad una marginalità del 16,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 250,00 mln (CAGR FY21A- FY25E: 29,76%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 50,00 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%).

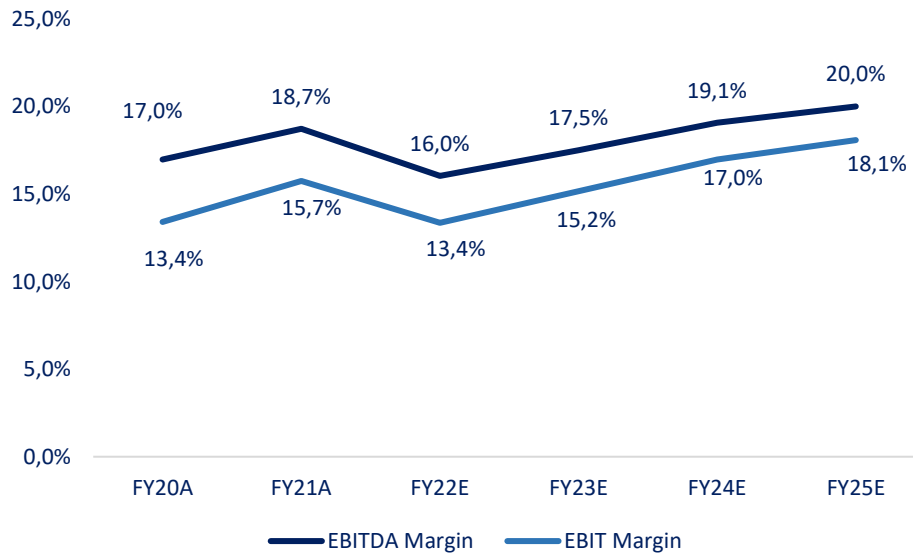
Per quanto riguarda gli investimenti stimati, ci aspettiamo Capex FY22E - FY25E pari a circa € 31,00 mln complessivi, mentre la generazione di cassa derivante dai nuovi store, e il rimborso del debito finanziario raccolto per finanziare le aperture, dovrebbero consentire alla NFP di raggiungere un valore *cash positive* nel FY25E pari a € 13,04 mln.

Chart 3 – Value of Production and EBITDA FY20A - FY25E



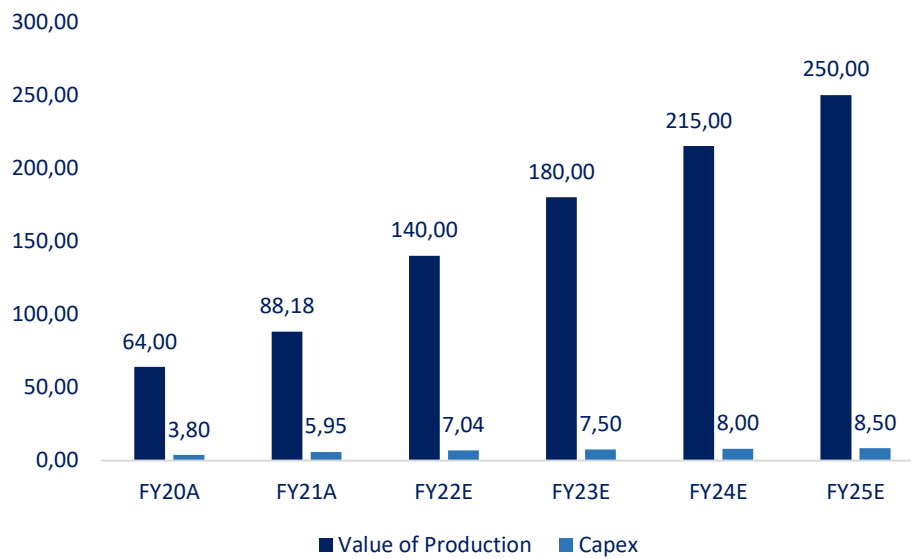
Source: Integrae SIM

Chart 4 – Margin FY20A - FY25E



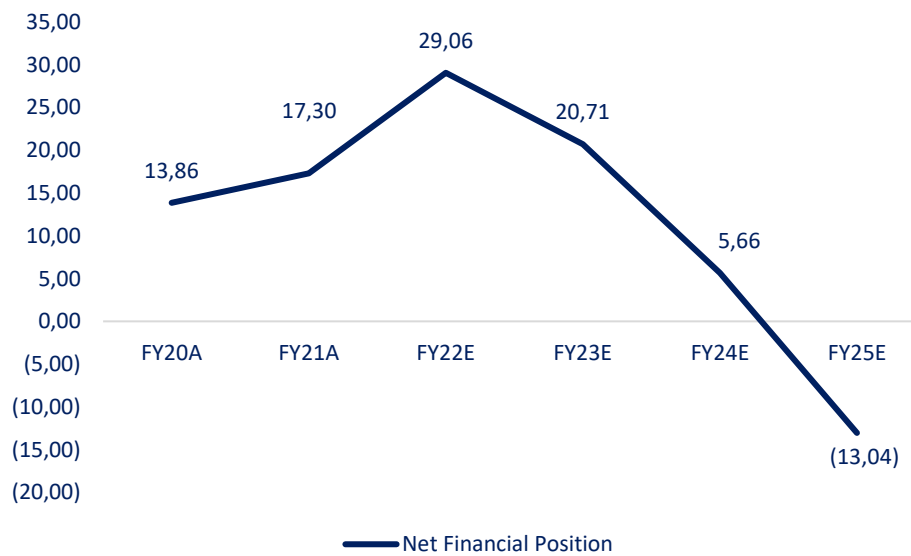
Source: Integrae SIM

Chart 5 – Capex FY20A - FY25E



Source: Integrae SIM

Chart 6 – NFP FY20A - FY25E



Source: Integrae SIM

2. Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di Portobello sulla base del metodo DCF.

2.1 DCF Method

Table 4 – WACC

WACC		7,98%
Risk Free Rate	2,18% α (specific risk)	1,5%
Market Premium	9,08% Beta Adjusted	1,00
D/E (average)	81,82% Beta Relevered	1,59
Ke	12,74% Kd	3,0%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 1,5%. Ne risulta quindi un WACC pari al 7,98%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		273,9
FCFO actualized	47,7	16%
TV actualized DCF	243,5	84%
Enterprise Value	291,2	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 € 273,9 mln. Il *target price*, di conseguenza, è pari a € 78,00 (prev. € 85,00), il rating BUY e risk MEDIUM.

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		6,5%	7,0%	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%
Growth Rate (g)	2,5%	485,5	426,4	379,2	340,6	308,5	281,3	258,1
	2,0%	435,0	386,8	347,4	314,6	286,9	263,2	242,7
	1,5%	394,6	354,4	321,0	292,7	268,5	247,6	229,3
	1,0%	361,6	327,4	298,6	273,9	252,5	233,9	217,4
	0,5%	334,1	304,6	279,4	257,6	238,6	221,8	206,9
	0,0%	310,8	285,1	262,8	243,4	226,2	211,0	197,4
	-0,5%	290,9	268,2	248,3	230,8	215,3	201,4	188,9

Source: Integrae SIM

Table 7 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	13,0x	9,2x	7,1x
EV/EBIT	15,6x	10,7x	8,0x
P/E	23,0x	15,3x	11,4x

Source: Integrae SIM

Table 8 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	6,4x	4,6x	3,5x
EV/EBIT	7,7x	5,3x	4,0x
P/E	10,7x	7,1x	5,3x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

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. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Mattia Petracca is Integrae SIM's current Head of Research. Giuseppe Riviello, Alessandro Colombo and Edoardo Luigi Pezzella are the 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, 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
19/07/2021	36,60	Buy	75,00	Medium	Update
19/10/2021	41,10	Buy	80,00	Medium	Update
02/11/2021	41,10	Buy	80,00	Medium	Flash Note
31/01/2022	37,40	Buy	80,00	Medium	Flash Note
28/03/2021	36,20	Buy	85,00	Medium	Update
28/04/2022	33,80	Buy	85,00	Medium	Flash Note
31/05/2022	33,10	Buy	85,00	Medium	Flash Note
07/07/2022	24,60	Buy	85,00	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 formalized 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 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:

- It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of Portobello S.p.A.;
- In the IPO phase, it played the role of Global Coordinator.