

<b>PORTOBELLO</b>	<i>Italy</i>	<i>FTSE AIM Italia</i>	<i>Retail &amp; Media</i>
<b>Rating: BUY</b> (unch.)	<b>Target Price: €11,40</b> (prev. €6.0)	<b>Update</b>	<b>Risk: Medium</b>

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	3,59%	1,38%	18,76%	N/A
to FTSE AIM Italia	8,17%	12,37%	27,67%	N/A
to FTSE STAR Italia	4,14%	2,04%	14,20%	N/A
to FTSE All-Share	6,48%	4,30%	20,68%	N/A
to EUROSTOXX	6,67%	3,54%	20,84%	N/A
to MSCI World Index	5,95%	6,54%	16,15%	N/A

#### Stock Data

Price	€ 5,36
Target price	€ 11,40
Upside/(Downside) potential	112,69%
Bloomberg Code	POR IMEQUITY
Market Cap (€m)	14,56
EV (€m)	14,45
Free Float	16,30%
Share Outstanding	2.715.800
52-week high	€ 6,16
52-week low	€ 3,12
Average daily volumes (3m)	6.300

Key Financials (€m)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
Sales	21,5	35,0	46,0	57,0
EBITDA	3,4	4,1	5,5	7,3
EBIT	2,4	3,0	4,6	6,5
Net Profit	1,8	2,1	3,1	4,2
EPS (€)	0,66	0,76	1,15	1,53
EBITDA margin	15,8%	11,6%	12,0%	12,7%
EBIT margin	10,9%	8,4%	10,0%	11,3%

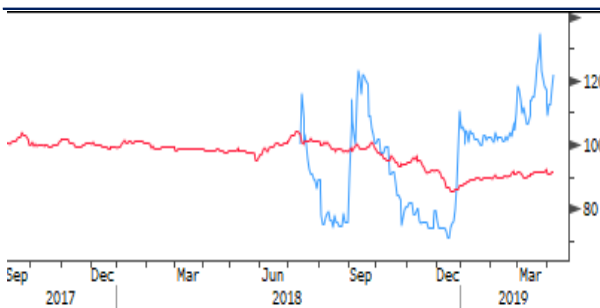
Main Ratios	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA (x)	4,3	3,6	2,6	2,0
EV/EBIT (x)	6,1	4,9	3,1	2,2
P/E (x)	8,1	7,0	4,7	3,5

#### Mattia Petracca

+39 02 87208 765

[mattia.petracca@integraesim.it](mailto:mattia.petracca@integraesim.it)

#### Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



#### FY18A Results

Il FY18A è stato caratterizzato da una forte crescita sia in termini di Sales che in termini di marginalità. Le Sales sono passate da circa € 10mln nel FY17A a circa €21.5 mln nel FY18A (+115% YoY), l'EBITDA è passato da €0.54 mln a circa €3.4 mln (+533% YoY). Anche le nostre stime sono state superate: Sales +13.1%, EBITDA +74.2%, EBIT +160.6%. Tale risultato è stato ottenuto grazie all'ampliamento del volume di affari della Società su tutte le aree di business, il raggiungimento di maggiore efficienza operativa e di economie di scala e il rafforzamento della struttura aziendale e gestionale.

#### Estimates Update

Conservativamente, stimiamo CAGR 18-21E di circa il 38.4% con Sales che passano da €21.4 mln del FY18A a circa €57.0 mln nel FY21E. La continuazione di tale boost sarà inoltre possibile anche grazie all'operazione di direct lending con Hedge Invest SGR che ha assicurato a Portobello finanza per €2 mln. In linea con quanto comunicato dalla società, ci aspettiamo un incremento rilevante dei costi riferibili al personale.

#### Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity range 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 €27,4 mln. L'equity value di Portobello utilizzando i market multiples risulta essere pari €34,6 mln (inclusendo un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 31.0 mln. Il target price è di € 11.40, rating BUY e rischio MEDIUM.

## 1. Economics & Financials

**Table 1 – Economics & Financials**

<b>INCOME STATEMENT (€/mln)</b>	<b>FY17A</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19E</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>
Sales	10,0	21,49	35,0	46,0	57,0
IPO credit contribution	0,0	0,56	0,0	0,0	0,0
<b>Value of production</b>	<b>10,0</b>	<b>22,05</b>	<b>35,0</b>	<b>46,0</b>	<b>57,0</b>
COGS	9,69	23,63	27,5	35,5	43,0
Change in raw materials	(1,57)	(7,16)	(3,50)	(4,60)	(5,00)
Services	0,42	0,68	2,1	3,0	3,7
Use of assets owned by others	0,27	0,44	1,1	1,4	1,8
Employees	0,65	1,00	3,7	5,1	6,2
Other	0,02	0,06	0,05	0,05	0,07
<b>EBITDA</b>	<b>0,54</b>	<b>3,40</b>	<b>4,05</b>	<b>5,50</b>	<b>7,25</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>5,4%</i>	<i>15,8%</i>	<i>11,6%</i>	<i>11,9%</i>	<i>12,7%</i>
D&A	0,03	1,05	1,10	0,90	0,80
<b>EBIT</b>	<b>0,510</b>	<b>2,35</b>	<b>2,95</b>	<b>4,60</b>	<b>6,45</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>5,1%</i>	<i>11%</i>	<i>8,4%</i>	<i>10,0%</i>	<i>11,3%</i>
Financial Management	0,00	0,00	(0,08)	(0,10)	(0,08)
<b>EBT</b>	<b>0,51</b>	<b>2,34</b>	<b>2,87</b>	<b>4,50</b>	<b>6,37</b>
Taxes	0,17	0,55	0,8	1,4	2,2
<b>Net Income</b>	<b>0,34</b>	<b>1,80</b>	<b>2,07</b>	<b>3,11</b>	<b>4,16</b>
<b>BALANCE SHEET (€/mln)</b>	<b>FY17A</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19E</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>
<b>Fixed Asset</b>	<b>0,16</b>	<b>2,45</b>	<b>2,45</b>	<b>2,55</b>	<b>2,65</b>
Account receivable	1,95	15,12	16,0	21,0	25,0
Inventories	3,31	10,47	11,2	15,5	18,5
Account payable	5,95	11,82	12,5	16,5	19,0
<b>Operating Working Capital</b>	<b>(0,69)</b>	<b>13,77</b>	<b>14,70</b>	<b>20,00</b>	<b>24,50</b>
Other Receivable	1,38	2,90	4,5	6,3	7,8
Other Payable	0,96	13,83	14,5	19,5	23,5
<b>Net Working Capital</b>	<b>(0,27)</b>	<b>2,85</b>	<b>4,7</b>	<b>6,8</b>	<b>8,8</b>
Severance Indemnities & Other Provisions	0,03	0,05	0,27	0,53	1,01
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>(0,13)</b>	<b>5,24</b>	<b>6,88</b>	<b>8,82</b>	<b>10,44</b>
Share Capital	0,05	0,52	0,52	0,52	0,52
Reserves	0,01	3,04	4,84	6,91	10,02
Net Profit	0,34	1,80	2,07	3,11	4,16
<b>Equity</b>	<b>0,41</b>	<b>5,35</b>	<b>7,43</b>	<b>10,53</b>	<b>14,69</b>
Cash & Cash Equivalent	0,54	0,59	2,80	3,52	5,51
Short Term Debt	0	0,00	0,00	0,00	0,00
M/L Term Debt	0	0,48	2,25	1,81	1,25
<b>Net Financial Position</b>	<b>(0,54)</b>	<b>(0,11)</b>	<b>(0,55)</b>	<b>(1,71)</b>	<b>(4,26)</b>
<b>SOURCES</b>	<b>(0,13)</b>	<b>5,24</b>	<b>6,88</b>	<b>8,82</b>	<b>10,44</b>
<b>CASH FLOW (€/mln)</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19E</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	
EBIT	2,345	2,952	4,595	6,45	
Taxes	0,545	0,8	1,391	2,214	
<b>NOPAT</b>	<b>1,8</b>	<b>2,152</b>	<b>3,204</b>	<b>4,236</b>	
D&A	1,051	1,1	0,9	0,8	
Change in Account Receivable	(13,2)	(0,88)	(5,00)	(4,00)	
Change in Inventories	(7,16)	(0,73)	(4,30)	(3,00)	
Change in Account Payable	5,87	0,68	4,00	2,50	
Other Changes	11,34	(0,93)	3,20	2,50	
<b>Change in NWC</b>	<b>(3,12)</b>	<b>(1,85)</b>	<b>(2,10)</b>	<b>(2,00)</b>	
Change in Provision	0,03	0,22	0,26	0,48	
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>(0,24)</b>	<b>1,62</b>	<b>2,26</b>	<b>3,52</b>	
Capex	(3,34)	(1,10)	(1,00)	(0,90)	
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>(3,58)</b>	<b>0,52</b>	<b>1,26</b>	<b>2,62</b>	
Change in M/L Term	0,48	1,77	(0,44)	(0,56)	
Financial Management	(0,00)	(0,08)	(0,10)	(0,08)	
Change in Equity	3,15	0,00	0,00	0,00	
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>	<b>0,05</b>	<b>2,22</b>	<b>0,72</b>	<b>1,98</b>	

Source: Portobello and Integrae SIM estimates

## 1.1 FY18A results

**Table 2 – FY18 – Actual vs Forecast**

FY2018	Sales	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
Actual	21,5	3,4	15,8%	2,3	1,8	(0,1)
Forecast	19,0	1,95	10,3%	0,9	0,6	(0,9)
Change	13,1%	74,2%	54,0%	160,6%	199,7%	88,2%

Source: Portobello

Il FY18A è stato caratterizzato da una forte crescita sia in termini di Sales che in termini di marginalità. Le Sales sono passate da circa € 10mln nel FY17A a circa €21.5 mln nel FY18A (+115% YoY), l'EBITDA è passato da €0.54 mln a circa €3.4 mln (+533% YoY).

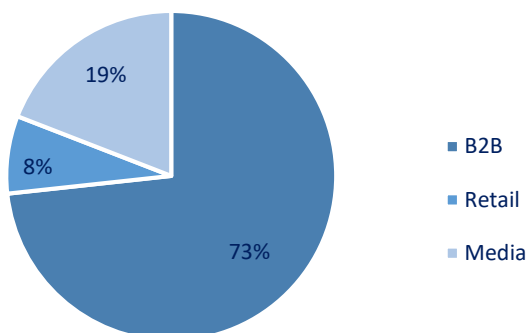
Anche le nostre stime sono state abbondantemente superate: Sales +13.1%, EBITDA +74.2%, EBIT +160.6%.

Tale risultato è stato ottenuto grazie all'ampliamento del volume di affari della Società su tutte le aree di business, il raggiungimento di maggiore efficienza operativa e di economie di scala e, infine, il rafforzamento della struttura aziendale e gestionale.

A tali risultati hanno contribuito tutte e tre le aree caratterizzanti il business di Portobello:

- **MEDIA:** nella prima metà del 2018 ha lanciato 5 riviste con distribuzione nazionale attraverso le quali gestisce pagine pubblicitarie proprie: "ORA.IT SETTIMANALE", magazine settimanale/quindicinale di gossip e intrattenimento; la rivista mensile "LEI STYLE", periodico dedicato alla moda e allo stile; "MONDO PET", magazine mensile dedicato agli amanti degli animali; "ORA CUCINA", mensile di cucina ricco di ricette originali e il quattordicinale "VOI", rivista familiare popolare centrata su temi di attualità in Italia. L'offerta di spazi pubblicitari di Portobello ad oggi vede l'inserimento di spazi legati alle TV locali del circuito Universal, le web radio ed un palinsesto delle radio locali più ampio e diversificato.
- **RETAIL:** Nel corso dell'esercizio sono stati aperti nuovi punti vendita a Roma e Frosinone. Le vendite sul sito e-commerce sono in aumento grazie anche alla monetizzazione dei prodotti provenienti dal barter pubblicitario. L'incremento dei volumi è collegato sia al miglioramento delle performance dei negozi aperti nel 2017, che al fatturato generato dalle nuove aperture avvenute durante il 2018.
- **B2B:** Le vendite B2B hanno contribuito per circa €4.1 mln (+ €0.68 mln YoY) grazie alla capacità della Società di cogliere le opportunità di monetizzare gli stock.

Chart 1 – Sales Breakdown FY18A



Source: Portobello

La NFP peggiora leggermente rispetto alle nostre attese (Actual cassa di €0.1 mln vs Forecast pari a cassa di €0.9 mln) ma solo perché la società ha investito nel FY18 circa €3.3 mln contro circa €1.5 mln nelle nostre precedenti stime. La gestione del capitale circolante, che solitamente risulta essere una grande criticità per la maggior parte dei retailers, continua ad essere invece un vantaggio competitivo molto rilevante per Portobello.

## 1.2 New estimates FY19E – FY21E

**Table 3 – Estimates Updates**

€/mln	FY2019E	FY2020E	FY2021E
<b>Sales</b>			
New	35,0	46,0	57,0
Old	25,0	32,0	45,0
Change	40,0%	43,8%	26,7%
<b>EBITDA</b>			
New	4,1	5,5	7,3
Old	2,7	3,6	5,2
Change	52,9%	52,6%	39,4%
<b>EBITDA %</b>			
New	11,6%	11,9%	12,7%
Old	10,6%	11,3%	11,6%
Change	9,2%	6,2%	10,1%
<b>EBIT</b>			
New	3,0	4,6	6,5
Old	0,9	1,6	3,6
Change	228,0%	196,5%	81,7%
<b>Net Income</b>			
New	2,1	3,1	4,2
Old	0,6	1,0	2,3
Change	245,7%	210,5%	84,9%
<b>NFP</b>			
New	-0,5	-1,7	-4,3
Old	-0,9	-1,3	-2,3
Change	-41,9%	30,5%	83,5%

Source: Integrae SIM

Conservativamente, stimiamo CAGR 18-21E di circa il 38.4% con Sales che passano da €21.4 mln del FY18A a circa €57.0 mln nel FY21E. La continuazione di tale *boost* sarà inoltre possibile anche grazie all'operazione di *direct lending* con Hedge Invest SGR che ha assicurato a Portobello finanza per €2 mln. I proventi del finanziamento saranno infatti destinati (come da c.s. del 18 febbraio 2019) a “sostenere le strategie di crescita della Società basate sull'apertura di nuovi punti vendita in Italia, lo sviluppo e l'acquisizione di nuovi magazine, la promozione del marchio Portobello e il rafforzamento della struttura manageriale.” Infatti, la Società si prefigge di i) accelerare il piano di aperture retail sia punti vendita in gestione diretta (presumibilmente nelle regioni Lazio e Lombardia) sia l'avvio del progetto di franchising sul territorio nazionale (a partire dalla seconda metà del 2019); ii) rafforzare l'offerta media (sia digitale sia su carta stampata); e, iii) promuovere il marchio Portobello attraverso attività mirate di *brand awareness*.

Sottolineiamo come, la complessa congiuntura economica del Paese Italia è per Portobello un'enorme opportunità di business, in quanto sono in grado di sfruttare il modello del cambio merci come ulteriore leva.

In linea con quanto comunicato dalla società, ci aspettiamo un incremento rilevante dei costi riferibili al personale che pensiamo possano avere un'incidenza sul fatturato di circa il 10.7% (contro i 4.7% del FY18A). Infatti la Società ha comunicato che nei prossimi mesi rafforzeranno il dipartimento finanziario-amministrativo, la rete commerciale e il personale addetto alle vendite retail. Tale voce di costo stimiamo possa essere per il FY19E di circa €3.7 mln contro €1 mln del FY18A. Ovviamente il rafforzamento della struttura operativa e manageriale avrà un impatto rilevante sulla marginalità della Società che stimiamo possa passare dal 15.8% del FY18A a circa l'11.6% del FY19E. Tuttavia, sottolineiamo come tale marginalità è comunque superiore rispetto alle precedenti stime (+9.2%).

## 2. Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity range di Portobello sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili.

### 2.1 DCF Method

**Table 4 – WACC**

WACC		10,84%	
Risk Free Rate	2,00%	$\alpha$ (specific risk)	2,5%
Market Premium	9,02%	Beta Adjusted	0,70
D/E (average)	0,00%	Beta Relevered	0,70
Ke	10,84%	Kd	1,0%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2.5%. Ne risulta quindi un WACC di 10.84%

**Table 5 – DCF Valuation**

DCF Equity Value		27,4	
FCFO actualized	3,9		14%
TV actualized DCF	23,4		86%
<b>Enterprise Value</b>	<b>27,3</b>		100%
NFP (FY18A)	(0,1)		

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di €27,4 mln.**

**Table 6 – Equity Value - Sensitivity analysis**

€/mln	WACC						
	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%	11,8%	12,3%
2,5%	39,1	36,3	33,8	31,6	29,7	28,0	26,5
2,0%	36,7	34,2	32,0	30,1	28,4	26,8	25,4
Growth							
Rate (g)	1,5%	34,6	32,4	30,4	28,7	27,1	25,7
	1,0%	32,8	30,8	29,0	27,4	26,0	24,7
	0,5%	31,2	29,4	27,8	26,3	25,0	23,8
	0,0%	29,7	28,1	26,6	25,3	24,1	22,9
	-0,5%	28,4	26,9	25,6	24,3	23,2	22,2

Source: Integrae SIM

## 2.2 Market multiples

Il nostro panel è formato da società operanti nello stesso settore di Portobello, ma con una capitalizzazione maggiore. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il DCF method.

**Table 7 – Peers main ratios panel Retail**

FY18A	Portobello	Wal-Mart Inc.	Dollar General Corp.	DollarTree Inc.	Target Corporation	Mr Bricolage SA	Maison du Monde SA	Peer Median
Country	Italy	USA	USA	USA	USA	France	France	
Mkt Cap (€/mln)	14,56	280.713	30.709	24.707	41.291	62	792	27.708
EV (€/mln)	14,45	297.403	29.709	25.407	47.228	157	977	27.558
<b>Growth YoY</b>								
Net Sales	114,89%	2,81%	9,18%	2,60%	3,63%	-7,23%	9,71%	3,22%
Ebitda	533,58%	5,39%	6,57%	N/A	-1,24%	16,45%	6,50%	6,50%
Ebit	360,07%	7,44%	5,40%	N/A	-2,70%	N/A	3,72%	4,56%
Net Income	423,71%	-32,37%	3,28%	N/A	0,82%	N/A	-4,62%	-1,90%
<b>Profitability</b>								
ROE	33,59%	8,87%	25,34%	-24,81%	25,61%	0,13%	13,01%	10,94%
ROI	82,31%	0,95%	18,11%	-10,47%	13,00%	0,37%	9,10%	5,02%
ROIC	44,73%	16,60%	22,97%	-7,57%	16,44%	0,37%	12,78%	14,61%
ROCE	28,51%	8,87%	25,34%	-24,81%	25,61%	0,13%	13,01%	10,94%
ROA	7,44%	3,15%	12,36%	-10,66%	7,20%	0,05%	5,96%	4,55%
EBITDA %	15,80%	6,34%	10,03%	-1,40%	9,07%	5,03%	12,45%	7,71%
EBIT %	11,00%	4,27%	8,26%	-4,12%	5,45%	0,22%	9,39%	4,86%
Net Income %	8,00%	1,30%	6,20%	-6,97%	3,90%	1,59%	5,26%	2,74%
Dividend Yield	N/A	2,17%	1,08%	N/A	3,20%	10,03%	2,69%	2,69%
EPS	0,7	2,3	6,0	-6,7	5,6	0,8	1,3	1,8
<b>Capital Structure</b>								
Debt/Asset	0,83 x	0,25 x	0,22 x	0,32 x	0,33 x	0,16 x	0,20 x	0,23 x
Debt/Equity	4,89 x	0,68 x	0,45 x	0,76 x	1,19 x	0,42 x	0,41 x	0,56 x
Interest Coverage	1357,06 x	9,36 x	21,19 x	N/A	8,92 x	4,23 x	15,68 x	9,36 x
NFP/EBITDA	-0,03 x	1,42 x	1,02 x	-12,07 x	1,74 x	3,18 x	1,30 x	1,36 x
Equity/Asset	31,27 x	0,36 x	0,49 x	0,42 x	0,27 x	0,39 x	0,49 x	0,40 x
<b>Asset Utilization</b>								
Quick Ratio	0,72 x	0,18 x	0,08 x	0,25 x	0,10 x	0,32 x	0,51 x	0,22 x
Fixed Asset Turnover	0,11 x	4,55 x	9,04 x	6,87 x	2,80 x	10,72 x	7,56 x	7,21 x
Asset Turnover	1,47 x	2,43 x	1,99 x	1,53 x	1,85 x	0,87 x	1,00 x	1,69 x
Working Capital Turnover	0,64 x	151,36 x	15,48 x	10,60 x	N/A	5,70 x	4,57 x	10,60 x
Capital Employed Turnover	0,27 x	0,19 x	0,18 x	0,25 x	0,34 x	-0,06 x	0,20 x	0,19 x

Source: Bloomberg

**Table 8 – Peers main ratios panel Media**

FY18A	Portobello		Cairo Communication SpA		Arnoldo Mondadori Editore SpA		GEDI Gruppo Editoriale SpA		Lagardere SCA		Italiaonlin e SpA		DigiTouch SpA		Peer Median		
	Italy	Italy	Italy	Italy	Italy	Italy	Italy	Italy	France	Italy	Italy	Italy	Italy	Italy	Italy		
Country																	
Mkt Cap (€/mln)	14,56	14,56	505	505	407	407	187	187	3,042	273	273	20	20			340	
EV (€/mln)	14,45	14,45	980	980	652	652	291	291	4,417	206	206	21	21			472	
<b>Growth YoY</b>																	
Net Sales	114,89%	114,89%	17,14%	17,14%	-29,74%	-29,74%	5,34%	5,34%	2,46%	-3,31%	-3,31%	12,87%	12,87%			3,9%	
Ebitda	533,58%	533,58%	10,10%	10,10%	-26,34%	-26,34%	-37,36%	-37,36%	9,37%	-36,86%	-36,86%	N/A	N/A			-26,3%	
Ebit	360,07%	360,07%	24,06%	24,06%	-26,89%	-26,89%	N/A	N/A	37,29%	N/A	N/A	N/A	N/A			24,1%	
Net Income	423,71%	423,71%	15,58%	15,58%	N/A	N/A	73,96%	73,96%	10,23%	N/A	N/A	-41,12%	-41,12%			12,9%	
<b>Profitability</b>																	
ROE	33,59%	33,59%	14,51%	14,51%	-77,39%	-77,39%	-5,95%	-5,95%	10,25%	-2,77%	-2,77%	7,25%	7,25%			2,2%	
ROI	82,31%	82,31%	10,03%	10,03%	4,55%	4,55%	-1,97%	-1,97%	5,78%	-3,07%	-3,07%	-1,59%	-1,59%			1,5%	
ROIC	44,73%	44,73%	11,56%	11,56%	9,93%	9,93%	-1,28%	-1,28%	10,17%	-0,96%	-0,96%	-1,84%	-1,84%			4,5%	
ROCE	28,51%	28,51%	14,51%	14,51%	-77,39%	-77,39%	-5,95%	-5,95%	10,25%	-2,77%	-2,77%	7,25%	7,25%			2,2%	
ROA	7,44%	7,44%	3,90%	3,90%	-16,94%	-16,94%	-2,79%	-2,79%	2,45%	-1,63%	-1,63%	3,08%	3,08%			0,4%	
EBITDA %	15,80%	15,80%	13,17%	13,17%	8,69%	8,69%	5,10%	5,10%	8,36%	12,38%	12,38%	10,52%	10,52%			9,6%	
EBIT %	11,00%	11,00%	9,60%	9,60%	5,43%	5,43%	-1,71%	-1,71%	5,58%	-1,05%	-1,05%	-1,38%	-1,38%			2,2%	
Net Income %	8,00%	8,00%	4,62%	4,62%	-19,87%	-19,87%	-4,96%	-4,96%	2,67%	-2,68%	-2,68%	0,82%	0,82%			-0,9%	
Dividend Yield	N/A	N/A	3,72%	3,72%	N/A	N/A	N/A	N/A	5,60%	N/A	N/A	1,41%	1,41%			3,7%	
EPS	0,7	0,7	0,4	0,4	-0,7	-0,7	-0,1	-0,1	1,5	-0,1	-0,1	0,0	0,0			0,0	
<b>Capital Structure</b>																	
Debt/Asset	0,83 x	0,83 x	0,19 x	0,19 x	0,34 x	0,34 x	0,16 x	0,16 x	0,25 x	0,07 x	0,07 x	0,31 x	0,31 x			0,22 x	
Debt/Equity	4,89 x	4,89 x	0,34 x	0,34 x	1,52 x	1,52 x	0,35 x	0,35 x	1,04 x	0,11 x	0,11 x	0,83 x	0,83 x			0,59 x	
Interest Coverage	1357,06 x	1357,06 x	8,18 x	8,18 x	3,20 x	3,20 x	-1,29 x	-1,29 x	6,86 x	55,52 x	55,52 x	2,20 x	2,20 x			5,03 x	
NFP/EBITDA	-0,03 x	-0,03 x	1,11 x	1,11 x	2,49 x	2,49 x	3,14 x	3,14 x	2,27 x	-1,66 x	-1,66 x	1,38 x	1,38 x			1,82 x	
Equity/Asset	31,27 x	31,27 x	0,56 x	0,56 x	0,23 x	0,23 x	0,47 x	0,47 x	0,24 x	0,68 x	0,68 x	0,37 x	0,37 x			0,42 x	
<b>Asset Utilization</b>																	
Quick Ratio	0,72 x	0,72 x	0,49 x	0,49 x	0,46 x	0,46 x	0,67 x	0,67 x	0,16 x	1,42 x	1,42 x	1,22 x	1,22 x			0,58 x	
Fixed Asset Turnover	0,11 x	0,11 x	13,88 x	13,88 x	48,39 x	48,39 x	7,60 x	7,60 x	9,73 x	36,07 x	36,07 x	93,62 x	93,62 x			24,98 x	
Asset Turnover	1,47 x	1,47 x	0,84 x	0,84 x	1,00 x	1,00 x	0,56 x	0,56 x	0,92 x	0,61 x	0,61 x	0,89 x	0,89 x			0,86 x	
Working Capital Turnover	0,64 x	0,64 x	N/A	N/A	16,70 x	16,70 x	6,52 x	6,52 x	13,42 x	4,65 x	4,65 x	17,78 x	17,78 x			13,42 x	
Capital Employed Turnover	0,27 x	0,27 x	0,02 x	0,02 x	0,02 x	0,02 x	-0,01 x	-0,01 x	-0,13 x	0,09 x	0,09 x	0,22 x	0,22 x			0,02 x	

Source: Bloomberg



**Table 9 – Peer stock performance – Retail**

Company Name	1W	1M	3M	6M	YTD
Wal Mart - Inc	0%	-1%	5%	3%	4%
Dollar General Corp	0%	-1%	10%	13%	10%
DollarTree Inc	0%	8%	15%	28%	17%
Target Corporation	0%	9%	21%	-8%	20%
MR Bricolage SA	2%	-11%	-20%	-44%	-20%
Maison du Monde SA	5,8%	-21,8%	9,8%	-25,3%	13%
<b>Median</b>	<b>-6,6%</b>	<b>-4,6%</b>	<b>6,5%</b>	<b>10,3%</b>	<b>12,5%</b>
<b>PORTOBELLO</b>	<b>8,7%</b>	<b>3,6%</b>	<b>1,4%</b>	<b>18,8%</b>	<b>-4,7%</b>

Source: Bloomberg

**Table 10 – Peer stock performance – Media**

Company Name	1W	1M	3M	6M	YTD
Cairo Communication SpA	0%	-6%	5%	27%	12%
Arnoldo Mondadori Editore SpA	0%	-8%	-6%	9%	-5%
GEDI Gruppo Editoriale SpA	-2%	-1%	6%	-3%	6%
Lagardere SCA	4%	2%	8%	-10%	7%
Italiaonline SpA	2%	2%	3%	10%	3%
DigiTouch SpA	5,2%	4,0%	14,5%	11,4%	11%
<b>Median</b>	<b>-6,6%</b>	<b>-4,6%</b>	<b>6,5%</b>	<b>10,3%</b>	<b>12,5%</b>
<b>PORTOBELLO</b>	<b>8,7%</b>	<b>3,6%</b>	<b>1,4%</b>	<b>18,8%</b>	<b>-4,7%</b>

Source: Bloomberg

**Table 11 – Market Multiples (Retail)**

Company name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)			P/E (x)		
	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E
Wal-Mart Inc.	10,5	10,2	10,1	14,3	12,4	11,6	20,4	19,3	18,1
Dollar General Corp.	11,9	11,1	10,4	15,7	15,4	15,1	17,5	15,8	14,5
Dollar Tree Inc.	10,5	9,5	8,9	14,4	13,5	12,8	17,3	14,8	13,6
Target Corporation	7,4	7,2	7,3	14,3	12,4	11,6	12,8	11,9	11,1
Mr Bricolage SA	N/A	N/A	N/A	11,3	10,9	11,0	N/A	N/A	N/A
Maisons du Monde SA	7,0	6,4	5,9	N/A	N/A	N/A	12,6	11,4	10,3
<b>Peer Median</b>	<b>10,5</b>	<b>9,5</b>	<b>8,9</b>	<b>14,3</b>	<b>12,4</b>	<b>11,6</b>	<b>17,3</b>	<b>14,8</b>	<b>13,6</b>

Company name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)			P/E (x)		
	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E
Cairo Communication S.p.A.	5,2	5,1	4,9	7,3	7,1	6,6	7,9	7,5	N/A
Arnoldo Mondadori Editore S.p.A.	10,4	10,5	10,4	15,7	14,1	14,3	11,5	10,2	10,7
GEDI Gruppo Editoriale S.p.A.	5,9	6,2	6,3	9,8	10,1	11,8	12,7	12,2	11,9
Lagardere SCA	6,7	6,5	6,0	11,1	10,5	10,4	12,6	11,7	10,6
Italiaonline SpA	2,6	2,4	N/A	5,6	4,8	N/A	12,0	9,8	N/A
DigiTouch SpA	2,9	2,4	N/A	5,1	3,9	N/A	7,7	5,8	N/A
<b>Peer Median</b>	<b>5,5</b>	<b>5,6</b>	<b>6,2</b>	<b>8,6</b>	<b>8,6</b>	<b>11,1</b>	<b>11,7</b>	<b>10,0</b>	<b>10,7</b>

Source: Infinancials

**Table 10 – Market Multiples Valuation**

€/mln	2019E	2020E	2021E
<b>Enterprise Value (EV)</b>			
EV/EBITDA	32,40	41,42	54,63
EV/EBIT	33,68	48,29	72,98
P/E	30,12	38,51	50,42
<b>Equity Value</b>			
EV/EBITDA	32,9	43,1	58,9
EV/EBIT	34,2	50,0	77,2
P/E	30,1	38,5	50,4
<b>Equity Value post 25% discount</b>			
EV/EBITDA	24,7	32,3	44,2
EV/EBIT	25,7	37,5	57,9
P/E	22,6	28,9	37,8
<b>Average</b>	<b>24,3</b>	<b>32,9</b>	<b>46,6</b>

Source: Integrae SIM

L'equity value di Portobello utilizzando i market multiples EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E risulta essere pari a circa € 46.2 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità che il titolo Portobello ha rispetto alle società incluse nel panel oltre che a una capitalizzazione più bassa. Pertanto, **ne risulta un equity value di € 34.6 mln.**

### 2.3 Equity Value

**Table 11 – Equity Value**

<b>Average Equity Value (€/mln)</b>	<b>31,0</b>
Equity Value DCF (€/mln)	27,3
Equity Value multiples (€/mln)	34,6
<b>Target Price (€)</b>	<b>11,40</b>

Source: Integrae SIM

**Ne risulta un equity value medio pari a circa € 31.0 mln. Il target price è quindi di € 11.40 (prev. €6.00). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

**Table 12 – Target Price Implied Valuation Multiples**

Multiples	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA	7,6x	5,6x	4,3x
EV/EBIT	10,5x	6,7x	4,8x
P/E	14,9x	10,0x	7,4x

Source: Integrae SIM

**Table 13 – Current Price Implied valuation multiples**

Multiples	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA	3,6x	2,6x	2,0x
EV/EBIT	4,9x	3,1x	2,2x
P/E	7,0x	4,7x	3,5x

Source: Integrae SIM

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

**Analyst/s certification**

The analysts who have produced the following analyses hereby 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 them) 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: Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi is Integræ SIM's currently Head of Equity Research. Mattia Petracca is currently a 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
20/09/2018	5.3	Buy	6.00	Medium	Initiation of coverage

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, Integræ 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 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:

- 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 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.