SIM INTEGRÆ

Data produzione: 15 maggio 2019 - h 18.30 Data pubblicazione: 16 maggio 2019 - h 7.00

PORTALE SARDEGNA GROUP *Italy* *FTSE AIM Italia* *OTA*

Rating: BUY **Target Price: € 4,41** **Inizio copertura** **Risk: Medium**

Stock performance	1W	1M	3M	1Y
absolute	-1,20%	0,00%	5,81%	7,89%
to FTSE AIM Italia	0,17%	0,93%	4,61%	15,08%
to FTSE STAR Italia	2,44%	4,19%	4,21%	18,22%
to FTSE All-Share	0,63%	4,90%	3,21%	22,21%
to EUROSTOXX	-0,07%	2,60%	2,41%	14,49%
to MSCI World Index	0,35%	2,89%	4,25%	8,90%

Stock Data	
Price	€ 3,28
Target price	€ 4,41
Upside/(Downside) potential	34,5%
Bloomberg Code	PSA IM EQUITY
Market Cap (€m)	5,41
EV (€m)	6,90
Free Float	15,71%
Share Outstanding	1.648.860
52-week high	€ 3,54
52-week low	€ 2,86
Average daily volumes (3m)	3.000

Key Financials (*€m*)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
Sales	11,05	11,80	13,20	14,30
EBITDA	0,65	0,80	1,08	1,50
EBIT	0,06	0,30	0,63	1,10
Net Profit	-0,07	0,10	0,35	0,67
EPS (€)	-0,04	0,06	0,21	0,40
EBITDA margin	5,9%	6,7%	8,1%	10,5%
EBIT margin	0,5%	2,5%	4,7%	7,7%

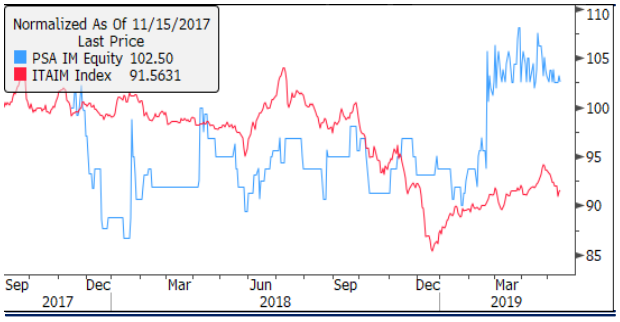
Main Ratios	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA (x)	10,6	8,7	6,4	4,6
EV/EBIT (x)	114,9	23,0	11,0	6,3
P/E (x)	N/A	54,1	15,5	8,1

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



Company overview

Portale Sardegna nasce nel 2001 grazie all'iniziativa di ad alcuni imprenditori che decidono di investire competenze, esperienze e passione per la propria terra in una nuova idea di turismo. L'obiettivo fin da subito è stato quello di aumentare la visibilità della destinazione "Sardegna" sfruttandone le immense potenzialità, attraverso i moderni canali di comunicazione e di distribuzione on line. Dal 2018, con l'acquisizione di Royal Travel Jet, che a sua volta controlla la società Pavoneggi, si configura come un gruppo, proponendosi come un'azienda globale e locale allo stesso tempo.

FY18A Results

I risultati FY18A sono stati positivi, a conferma del trend di crescita intrapreso da Portale Sardegna Group. Il gross travel value FY18A è stato infatti pari a €12,5 mln, segnando ricavi per €11,05 mln, in crescita di più del 90% rispetto ai €5,81 mln del FY17A, grazie alle sinergie raggiunte a seguito dell'acquisizione di Royal Travel Jet. Oltre ai volumi quasi raddoppiati, l'acquisizione ha consentito all'azienda di raggiungere altri degli obiettivi dichiarati in fase di pre-IPO, tra cui la percentuale di internazionalizzazione pari al 40% e l'allargamento a nuovi target di clientela.

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity range di Portale Sardegna Group 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 €8,52 mln. L'equity value utilizzando i market multiples risulta essere pari €6,03 mln (includendo un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 7,28 mln. Il target price è quindi di € 4,41. Rating BUY e Rischio MEDIUM.

SIM INTEGRÆ

Sommario

1. Company overview 3
   1.1 Company description 3
   1.2 Storia Societaria 4
   1.3 Struttura del gruppo 5
      1.3.1 Royal Travel Jet 5
      1.3.2 Pavoneggi 6
   1.4 Key People 7
   1.5 Business Description del Gruppo 8
2. Il Mercato 10
   2.1 Il mercato del turismo in Italia 10
   2.2 Il mercato del turismo in Sardegna 10
   2.3 Swot Analysis 11
3. Economics and Financials 13
   3.1 FY18 Results 14
   3.2 Estimates FY19E-FY22E 15
4. Valuation 16
   4.1 DCF Method 16
   4.2 Market Multiples 17
   4.3 Equity Value 19

1. Company overview

1.1 Company description

Portale Sardegna nasce nel 2001 grazie all'iniziativa di ad alcuni imprenditori che decidono di investire competenze, esperienze e passione per la propria terra in una nuova idea di turismo. L'obiettivo fin da subito è stato quello di aumentare la visibilità della destinazione "Sardegna" sfruttandone le immense potenzialità, attraverso i moderni canali di comunicazione e di distribuzione on line.

Dal 2018, con l'acquisizione di Royal Travel Jet, che a sua volta controlla la società Pavoneggi, si configura come un gruppo, proponendosi come un'azienda globale e locale allo stesso tempo, attenta allo sviluppo internazionale ma fortemente radicata e collegata al proprio territorio.

Portale Sardegna Group è quindi oggi:

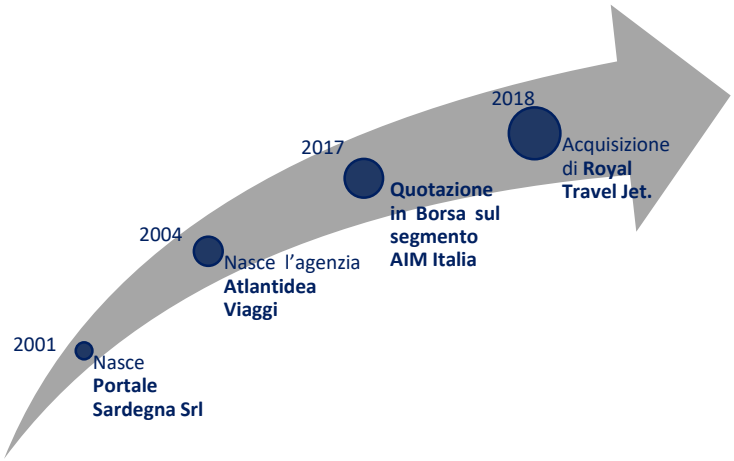
- un **Tour Operator "Incoming**" e una **On Line Travel Agency**, tramite i portali di proprietà (PortaleSardegna.com e CharmingItaly.com e recentemente anche Portale Openvoucher.com), non solo per la destinazione Sardegna, ma anche Campania, Puglia, Toscana e Sicilia;
- un'**Agenzia di Viaggio tradizionale**, tramite l'agenzia fisica Atlantidea Viaggi;
- una **Software e Digital Marketing Company**, tramite la società Pavoneggi, società specializzata in software as a service (SaaS) e nelle soluzioni digital per il turismo.

Il Gruppo oggi può contare su un 40% di clientela straniera, ha conquistato nuovi target di clientela (principalmente sul segmento lusso), ha incrementato notevolmente il giro d'affari negli ultimi anni, condizione indispensabile per creare economie di scala nel Marketing & Distribution di un mercato complesso e presidiato da grossi player internazionali.

L'intenso lavoro del management ha permesso al Gruppo Portale Sardegna di raggiungere una customer satisfaction superiore al 97%, consentendo la costruzione di una community di viaggiatori fidelizzati e di "evangelist" del brand. Il cliente infatti viene assistito in ogni fase della vacanza, dalla pianificazione al post-vendita.

1.2 Storia Societaria

Chart 1 – Equity Story

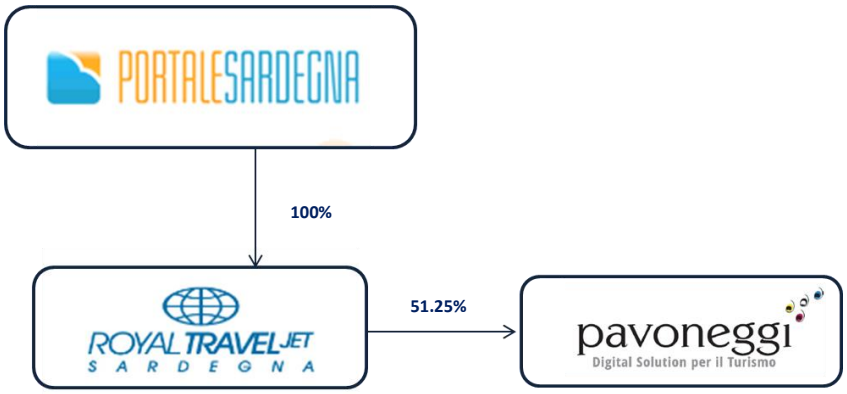


Fonte: Portale Sardegna Group

- Nel 2001 nasce Portale Sardegna Srl;
- Nel 2004 viene costituita l'agenzia di viaggio Atlantidea Viaggi, a conferma della volontà di allontanarsi dal mero servizio di room reservation, approcciando invece un'attività volta alla vendita del territorio e di una vacanza nell'Isola;
- Il 16 novembre 2017 Portale Sardegna si quota sul segmento AIM italia. L'IPO ha consentito una raccolta pari a € 1,3 mln, tramite il collocamento di 406.000 azioni ordinarie ad un prezzo unitario di € 3,20, con l'obiettivo di sostenere un sviluppo strategico, basato su internazionalizzazione, brand positioning, ampliameto a nuovi segmenti di clientela e destagionalizzazione.
- Il 9 aprile 2018, in linea con la strategia dichiarata in sede di IPO, Portale Sardegna acquisisce il 51% di Royal Travel Jet. Il 14 novembre tale partecipazione sale al 100%. La specializzazione di Royal Travel Jet nel settore del turismo di lusso ed il suo portafoglio clienti di profilo internazionale, consente a Portale Sardegna di realizzare i suoi obiettivi strategici di internazionalizzazione ed allungamento della stagione turistica. Inoltre, grazie all'apporto di Pavoneggi, si produrranno importanti sinergie e risparmi di costi con l'utilizzo della tecnologia Hubcore in tutti i siti del Gruppo.

1.3 Struttura del gruppo

Chart 2 – Group Structure



Fonte: Portale Sardegna Group

Portale Sardegna Group ha acquisito nel 2018, dapprima al 51% e successivamente al 100%, la società **Royal Travel Jet** (RTJ), precedentemente detenuta da Acacia Travel Holding Srl e dal signor Francesco Atzeri. Le modalità con cui è avvenuta tale acquisizione le fa acquisire i contorni sostanziali di una fusione, in quanto Acacia Travel Holding Srl ha acquisito il 7,74% di Portale Sardegna SpA, allo scopo di "blindare" l'avviamento acquisito ed ottenere il massimo delle sinergie economiche e professionali tramite il coinvolgimento nell'azionariato e nel CdA dei fratelli Atzeri. RTJ, a sua volta, controlla al 51.25% la società **Pavoneggi,** attiva in soluzioni digital per il turismo (SaaS e digital marketing).

Portale Sardegna Group è detenuta al 9,46% da Massimiliano Cossu, socio fondatore, al 8,89% da Marco Demurtas, al 7,74% da Acacia Travel Holding Srl, al 6,84% da Flexagon Holdings Limited, al 6,67% ciascuno da La Mole Srl e da MainTower SICAV, al 38,73% da azionisti minori e il restante 15% è il flottante destinato al mercato.

1.3.1 Royal Travel Jet

Royal Travel Jet Sardegna è una S.r.l. attiva nei servizi di tour operating online in Italia, con focus sul turismo di lusso, titolare dei marchi del network Charming, con 4 siti di proprietà che contano circa 3 mln di visitatori, 150.000 utenti registrati nel proprio database e € 5,2 mln di transato nel 2017 (€ 4,8 mln di fatturato).

L'operazione ha rappresentato la conclusione di un'integrazione societaria strategica in quanto offre la possibilità di cogliere nuove sinergie, coniugando le attività complementari svolte da entrambe. Royal Travel Jet Sardegna è stata rilevante nell'implementazione della strategia di internazionalizzazione ed allungamento della stagione turistica, e ha permesso di rendersi più competitivi sui siti web, per i quali sono state intraprese azioni di sviluppo e manutenzione evolutiva. Tale sempre maggiore integrazione commerciale, amministrativa e tecnologica, iniziata nel 2019, si concluderà nel 2020.

In particolare, l'acquisizione di RTJ e tutti i siti associati, ha consentito alla società di raggiungere i seguenti obiettivi:

- **incremento del fatturato** e del giro d'affari al fine di creare economie di scala;
- **acquisizione dell'azienda, dell'avviamento e del know how delle risorse umane**. I due soci fondatori (i fratelli Atzeri) hanno acquisito tramite la holding Acacia, il 7,70% di Portale Sardegna, entrando anche nel CDA;
- **internazionalizzazione**: l'85% dei clienti di riferimento dei brand *Charming* sono internazionali. Essendo il mercato estero quello con i maggiori trend di crescita del mondo turistico, questo fattore assolve pienamente agli obiettivi strategici dell'azienda;
- **Pavoneggi:** la software house del gruppo, proprietaria del software di gestione turistica Hubcore tramite il quale vengono gestite le prenotazioni dei siti *Charming*;
- **possibilità di realizzare sinergie** tra i siti regionali affiliati (attualmente Sicilia e Puglia) con i portali charmingpuglia, charmingsicily e charmingtuscany;

1.3.2 Pavoneggi

Pavoneggi Srl è una società controllata da Royal Travel Jet che si occupa di soluzioni digital per il turismo, in particolare di **Hubcore** in cui sono state accentrate le funzioni IT del Gruppo.
Hubcore è un software all-in-one per il turismo online che consente una più agile gestione delle tipiche attività operative di agenzie di viaggio, tour operator e consorzi turistici. Esso permette di caricare online il proprio catalogo prodotti, controllare l'intero flusso di prenotazioni e fatturazione e analizzare le proprie performance, attraverso moduli combinabili ideati per soddisfare le più svariate esigenze dei canali di vendita B2C. Offre inoltre la possbilità di sviluppare strategie di marketing ad hoc, sfruttando pienamente le potenzialità del web. Hubcore consente al Gruppo di interfacciarsi a 21 diversi "channel manager" ossia la tecnologia che consente di ricevere prezzi e disponibilità in tempo reale direttamente dalle strutture ricettive affiliate.
Mediante l'acquisizione di RTJ, Portale Sardegna controlla quindi indirettamente Pavoneggi: questo le ha permesso di non dover più ricorrere a tecnologie in outsourcing, perseguendo delle sinergie di costo stimate in circa € 0,2 mln.

1.4 Key People

Massimiliano Cossu – Amministratore Delegato
Socio fondatore di Portale Sardegna nel 2001, ricopre attualmente il ruolo di Amministratore Delegato e CFO. Nel 1997 consegue la Laurea in Economia delle Istituzione e dei Mercati Finanziari presso l'Università Luigi Bocconi di Milano. Dopo le esperienze come analista finanziario in Cariplo, Credite Agricole e trader sui derivati in Caboto Holdings, ricopre diversi incarichi di responsabilità in qualità di business manager (Monte Paschi Siena), product manager (SCM Sim e Generali Investment Europe), asset manager (Alma Laghi SA), e coordinatore della rete dei promotori finanziari e product developer nel Gruppo Generali SpA.

Andrea Atzeri – Amministratore
Nel 2000 consegue la laurea in Economia e Commercio a Cagliari, specializzandosi poi, con un Master ad hoc, in web marketing e comunicazione. Inizia la lunga serie di esperienze nel mondo del turismo, ricoprendo sempre ruoli di prestigio, prima come consulente esterno e poi come marketing manager e CFO nelle società del Gruppo Atzeri. Nominato Amministratore della società a seguito dell'operazione di acquisizione di Royal Travel Jet, T.O. specializzato nel turismo di lusso, attualmente ricopre la carica di Amministratore unico, Direttore Generale e CFO della Acacia Travel Holding, società capogruppo su cui convergono le aziende del Gruppo Atzeri operanti nell'industria turistica.

Gianluca Atzeri – Amministratore
Per diversi anni sviluppa esperienze lavorative all'estero nel settore turistico, specializzandosi poi, nelle attività di sviluppo commerciale e marketing. Nel 2003 inizia a collaborare con Kuoni Reisen, T.O. svizzero per il quale crea la Destinazione Sardegna, diventando poi Area manager del Sud Italia. Ideatore del concept Charming di proprietà di RTJ e di Hubcore, software di gestione per agenzie di viaggio, da oltre dieci anni ricopre una posizione manageriale chiave, nelle società del Gruppo Atzeri facenti capo alla capogruppo Acacia Travel Holding. Nominato Amministratore della società a seguito dell'operazione di acquisizione di Royal Travel Jet, T.O. specializzato nel turismo di lusso, attualmente ricopre la carica di Direttore Generale e commerciale nella stessa società.

1.5 Business Description del Gruppo

Il business di Portale Sardegna è diviso in 3 macro categorie:

- **Incoming**: è il core business del Gruppo, che si posiziona come leader nel mercato online con un network di oltre 700 strutture ricettive solo in Sardegna. Esso è relativo alle vendite generate dai Portali di prenotazione online, ognuno dei quali offre una qualificata selezione di prodotto per soddisfare le esigenze di specifici e differenti profili di viaggiatore:
  - **Portale Sardegna**, specializzato sulla destinazione Sardegna, è rivolto prevalentemente al mercato italiano, con focus sul segmento famiglie. I servizi messi a disposizione del cliente viaggiatore sono basati sulla profonda conoscenza del territorio e sulla consolidata rete locale. Grazie a questo importante know how, è possibile offrire un servizio di consulenza completo e personalizzato per creare l'ideale esperienza di viaggio nell'isola, grazie alle competenze e alla qualità di un team specializzato di "Sardinian Travel Advisors";
  - Il brand **Charming,** con le sue declinazioni regionali, è specializzato su Sardegna, Campania, Puglia, Sicilia e Toscana e si rivolge a un **mercato internazionale** con focus sul **segmento Lusso**;
  - **Open Voucher:** è un pacchetto itinerante low cost che è stato lanciato nell'aprile 2019 e rappresenta un'innovazione nel panorama tusitico in quanto itinerante, selfmade e interfacciato direttamente con gli attrattori turistici mappati nell'attività del "*Sardinian Tourism Pil Distributor*". I principali step dell'iniziativa prevedono:
    - Mappatura degli attrattori turistici locali destagionalizzati: si tratta di un'attività attraverso la quale il gruppo si dota di una serie di motivazioni di viaggio non necessariamente associate al turismo balneare. L'attività consisite nel trasformare gli attrattori in prodotti fruibili e commerciabili all'interno di tutti i canali di vendita.
    - Tali attrattori, inizialmente alimentati da un turismo di riflesso (quello balneare) attraverso una serie di azioni di marketing intraprese dal gruppo Portale Sardegna e dai suoi partner, costituiscono la leva per offrire servizi in altre stagioni alternative al balneare. Sono però necessarie soluzioni di ricettività con abbinamento di mezzi di trasporto che rispondano alle seguenti caratteristiche:
      - Itinerante: non un prodotto statico ma una soluzione di viaggio che consenta all'utente in maniera semplice di personalizzare il proprio itinerario in funzione degli attrattori prescelti.
      - Modulare: nella scelta della struttura ricettiva (hotel, B&B, agriturismo, albergo diffuso) e nel mezzo di trasporto (non solo auto ma anche moto, ebikes e persino il cavallo).
      - Scalabile: orizzontalmente, con la possibilità di sfruttare il progetto anche su altri territori, e verticalmente, con una tecnologia che facilita le partnership commerciali e in particolare le affiliazioni con la possibilità che un operatore terzo possa con il suo marchio vendere il prodotto open voucher.

L'open voucher si presta perfettamente alla creazione di itinerari a tema come l'enograstronomia, la cultura, l'ambiente, l'archeologia, i borghi autentici e sarà inoltre il primo *Travel Open Source* poiché chiunque potrà proporre e costruire degli itinerari che, validati dall'organizzazione, potranno essere commercializzati mentre sarà enfatizzato il concetto dello sharing experience dando la possibilità a chi ha vissuto un itinerario di consigliarlo ad altri potenziali acquirenti. Questa nuova

strategia contribuirà ad aumentare la differenziazione del Gruppo nel mercato, attraverso la creazione di nuove stagionalità, per turismi alternativi al balneare, e l'allungamento delle esistenti e la conquista di nuovi target di clientela, attraverso un'offerta strutturata in un'unica piattaforma e la conseguente promozione di un turismo esperenziale, che si sostanzia nell'acquisto di un'esperienza e non del semplice soggiorno.

- **Outgoing**: è una area di business attuata attraverso l'agenzia Atlantidea Viaggi, situata a Nuoro. L'agenzia si propone di vendere esperienze e proposte di viaggio, individuali e di gruppo, in Italia all'estero. L'attività operativa segue il modello del business Incoming, ovvero consulenza e alto grado di personalizzazione.

- **Saas:** tramite Pavoneggi, agenzia specializzata nelle soluzioni digital per il turismo, il focus è su Hubcore, software per operatori travel worldwide, che permette di gestire e inserire online il proprio catalogo prodotti, controllare i flussi di prenotazione e fatturazione, nonché analizzare la propria performance;

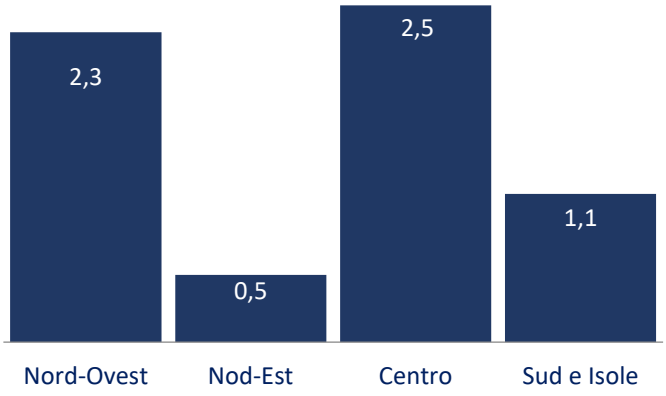
- **Altri servizi:** al fine di differenziare il proprio business e mitigare i rischi ad esso connessi, il Gruppo si occupa di:
  - **Meet Forum:** con sempre più sponsor e partecipanti rilevanti sia in ambito nazionale che internazionale, si propone come un autentico laboratorio di cambiamento, con un taglio multidisciplinare che abbraccia temi sistemici irrisolti, criticità del comparto e, per la prima volta, aspetti finanziari del business, mettendo insieme pubbliche amministrazioni, operatori**,** compagnie di trasporto, stakeholder, ricercatori e intermediari finanziari.
  - **XML:** per mezzo degli accordi commerciali con MyComp per l'offerta di servizi tecnologici che agevolano il pricing dei servizi, l'interfaccia delle strutture affiliate e il CRM;
  - **e-Bike:** attraverso il noleggio delle biciclette elettriche, si propone un nuovo modo di visitare le più belle località marine della regione.
  - **Sardinia Island Long Stay Winter:** progetto pilota che sarà lanciato a fine 2019 con l'obiettivo di creare nuove stagionalità e rivolgersi a nuovi segmenti di clientela. Anticipato da un evento a settembre che coinvolga i principali tour operator, infatti, sarà rivolto principalmente ad un target di clientela anziano proveniente da Scandinavia, Nord Europa e Nord Italia che necessita di trascorrere l'inverno in luoghi con un clima mite e con il fine ultimo di rendere il turista internazionale un cittadino di breve termine, con tanto di attestato di cittadinanza, attraverso un programma di circa 4 settimane in cui il cliente soggiorna in località tipiche per scoprire la Sardegna dalla cucina alla lingua. Allo stesso tempo in estate, si configura come un pacchetto per chi vuole risparmiare, alloggiando non sulla costa, bensì in località dell'entroterra, attorno alle quali sono organizzati eventi ed attività.

2. Il Mercato

2.1 Il mercato del turismo in Italia

Secondo l'indagine del Centro Studi Turistici di Firenze, nel 2018 i pernottamenti in Italia sono stati 426 mln, per circa 123 mln di arrivi. È emerso un 2018 caratterizzato da una stagione estiva difficile, ma che ha comunque presentato un tasso di crescita dell'1,4%.

Chart 3 – Growth Rate 2018 YoY



Le destinazioni più in crescita sono quelle montane (+2,8%), le città e i centri d'arte (+2,3%) e le aree collinari (+2%). Seguono le località termali (+0,9%), le località di lago (+0,8%), mentre rimangono sostanzialmente stabili le località marine (+0,2%).

Secondo la percezione degli operatori, le aspettative di ulteriore crescita per il 2019 sono condivise dal 25,7% degli stessi, mentre il 55,2% pensa di ottenere risultati in linea con quelli del 2018 e il restante 19,2% esprime il timore di una stagione negative.

Il mercato delle destinazioni turistiche è molto competitivo e vede una sostanziale stabilità nel numero di turisti, e una tendenza alla diminuzione per quelli potenziali per effetto di un aumento dell'età media. Da non sottovalutare inoltre che i turisti sono sempre più esigenti, con nuove motivazioni e nuovi bisogni, tanto che le destinazioni emergenti sono in aumento.

2.2 Il mercato del turismo in Sardegna

Il turismo balneare presenta un'elevata stagionalità (con gli annessi problemi di affollamento), e livelli di crescita inferiori rispetto ad altri segmenti di mercato.

I competitors del turismo sardo, che ultimamente includono anche le crociere, presentano rispetto alla Sardegna una migliore organizzazione da un punto di vista non solo di offerta, ma anche di governance del sistema. Infatti punti di debolezza della destinazione Sardegna sono proprio l'offerta, attualmente poco specializzata e non differenziata, carente di un prodotto specifico per ogni segmento di clientela, e il sistema poco sviluppato e strutturato, soprattutto con riguardo alla collaborazione tra pubblico e privato, in quanto ogni soggetto opera in modo individuale, senza comunicazione né coordinamento con altri soggetti.

Infatti, nonostante la Sardegna sia conosciuta come ottima destinazione turistica nei mercati attuali e potenziali e goda di un'immagine positiva, percepita dal mercato come destinazione d'élite, l'interesse a visitarla è inferiore al suo grado di notorietà in quanto la percezione dei consumatori è quella di una destinazione con un'offerta poco differenziata e generica, improntata sul balneare e in misura minore sulla nautica, oltre che costosa, a causa degli alti costi dei collegamenti (nonostante in realtà l'average year price sia inferiore rispetto ad altre mete concorrenti).

Data la considerazione dell'offerta fondamentalmente monoprodotto, il turismo sardo è caratterizzato da un'elevata stagionalità, da strutture ricettive di dimensioni medio-piccole, da un'offerta di prodotti standardizzata, non eterogenea e in qualche caso obsoleta, non più in linea con le esigenze di mercato. Gli operatori mancano di una visione di strategia turistica a lungo termine e faticano a riconoscere le dinamiche di settore, a causa della scarsità dei dati disponibili: hanno quindi una bassa propensione a proporsi attivamente nel mercato con un sistema turistico ancora improntato sull'attesa dei clienti, più che ad un'azione di commercializzazione. La commercializzazione dell'offerta viene quindi per lo più eseguita da Online Travel Agencies o Tour Operator.

2.3 Swot Analysis

Strenghts:

- Forte presidio delle **principali destinazioni balneari** sul territorio italiano;
- Focus importante su **Sardegna,** con rilevante know how e consulenza personalizzata e network consolidato sul territorio;
- **Management** con expertise decennale e notevole know how;
- **Target di clientela diversificati**: principalmente famiglie italiane per Portale Sardegna, clienti internazionali e interessati a prodotti di lusso per Charming, e viaggiatori itineranti con OpenVoucher;
- Alto grado di **personalizzazione** dei pacchetti e dei servizi aggiuntivi sin dalla fase di prenotazione;
- **Strutture alberghiere** di rinomata fama per ogni fascia di clientela;
- **Servizio di advisory,** da parte dei consulenti di viaggio del Gruppo e **servizio di assistenza in loco** operato dai Travel Angel del Gruppo, che garantisce il godimento pieno della vacanza in Sardegna;
- Elevata **customer satisfaction (>97%):** clienti che ogni anno si affidano ai brand del gruppo e ne diventano a loro volta promotori spontanei;
- **Competitività commerciale**: i prezzi sono mediamente inferiri rispetto ai competitor, o, nel caso di parità di prezzo, vi è la presenza di servizi aggiuntivi offerti esclusivamente da Portale Sardegna, come il contributo di viaggio o i Travel Angels (in particolare, gli sconti viaggio oscillano dal 3% all'8% del valore del viaggio);
- Forte **presidio web** e posizionamento SEO, grazie alla controllata Pavoneggi**;**
- Gestione del **digital marketing in house** con la possibilità di sfruttarne a pieno le potenzialità, con conseguente riduzione dei costi;
- Importanza crescente di MeetForum con partecipanti e sponsor di rilevanza internazionale;

Weaknesses:

- Percezione del mercato di un'offerta **monoprodotto** (turismo balneare), standardizzata e **cara**;
- Volume d'affari attualmente non delle dimensioni tali da sfruttarne le economie di scala;

- **Limitati mezzi di collegamento** per la destinazione Sardegna;
- Predisposizione di molti dei territori serviti ad un turismo "in auto" a causa della scarsità e il malfunzionamento di mezzi pubblici: questo può rappresentare un limite per alcune tipologie di turisti;
- **Scarsa dinamicità dell'azione commerciale** tra operatori privati e pubblici;
- Bassa **conoscenza delle lingue** da parte degli operatori locali;

Opportunities:

- Tutte le destinazioni offrono un importante patrimonio ambientale e storico-culturale, con presenza di siti UNESCO e aree sottoposte a protezione ambientale, con clima mite, che permette di catturare l'attenzione di molteplici target di clientela;
- Nuovi prodotti alternativi (OpenVoucher, Long Stay Winter) per **destagionalizzare** l'offerta, grazie anche all'interesse in crescita per prodotti turistici di nicchia e di bassa stagione, come turismo naturalistico, outdoor e punti di interesse diversi dalle spiagge;
- Posizione di **leader** nell'offerta di prodotti turistici di nicchia;
- La crescita prevista del volume d'affari è propedeutica allo sfruttamento delle **economie di scala;**
- Possibilità di **espansione del business model** su tutto il territorio italiano, grazie all'alta scalabilità dei servizi offerti;
- Possibilità di creazione di una nuova business line, tramite la **cessione in gestione** del Saas Hubcore;
- Sfruttamento del MeetForum e dei relativi eventi per acquisire maggiore visibilità.

Threats

- Concorrenza da parte di altre aree mediterranee (Nord-Africa, Grecia, Spagna);
- Eventuali fenomeni di cannibalizzazione tra regioni del territorio italiano;
- Limitata riconoscibilità del brand, rispetto ad altri player internazionali
- Limitate disponibilità economiche necessarie per il pieno sfruttamento del digital marketing.

3. Economics and Financials

Table 1 - Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/000)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Gross Travel Value		**12.500**	**13.400**	**15.000**	**16.200**	**17.500**
Transaction Costs		1.454	1.600	1.800	1.900	2.100
Sales	**5.810**	**11.046**	**11.800**	**13.200**	**14.300**	**15.400**
Cost of Production	6	10	10	10	10	10
Services	4.951	8.999	9.600	10.600	11.200	11.800
Use of asset owned by others	85	111	120	130	140	150
Others Operating Expenses	45	72	75	85	100	110
Employees	421	1.199	1.200	1.300	1.350	1.400
EBITDA	**302**	**654**	**795**	**1.075**	**1.500**	**1.930**
EBITDA Margin	5,2%	5,9%	6,7%	8,1%	10,5%	12,5%
D&A	264	591	500	450	400	350
EBIT	**38,0**	**64**	**295**	**625**	**1.100**	**1.580**
EBIT Margin	0,7%	0,6%	2,5%	4,7%	7,7%	10,3%
Financial Management	(28)	(90)	(95)	(90)	(85)	(80)
EBT	**10**	**(27)**	**200**	**535**	**1.015**	**1.500**
Taxes	1	41	100	180	350	475
Net Income	**9**	**(68)**	**100**	**355**	**665**	**1.025**

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/000)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Fixed Asset	**2.080**	**4.403**	**4.000**	**3.600**	**3.250**	**2.950**
Account Receivable	402	1.126	1.500	1.700	1.900	2.100
Account Payable	329	1.744	1.850	2.050	2.150	2.200
Operating Working Capital	**73**	**(618)**	**(350)**	**(350)**	**(250)**	**(100)**
Other Assets	375	114	200	225	250	275
Other Liabilities	387	43	45	50	55	60
Net Working Capital	**61**	**(547)**	**(195)**	**(175)**	**(55)**	**115**
Severance Indemnities & Other Provision	137	308	350	400	450	450
NET INVESTED CAPITAL	**2.004**	**3.548**	**3.455**	**3.025**	**2.745**	**2.615**
Share Capital	82	82	103	103	103	103
Reserves and Retained Profits	1.976	2.045	1.977	2.077	2.432	3.097
Net Profit	9	(68)	100	355	665	1.025
Equity	**2.067**	**2.060**	**2.092**	**2.447**	**3.112**	**4.137**
Cash and Cash Equivalent	976	1.140	1.637	2.222	2.967	3.922
Financial Debts	913	2.628	3.000	2.800	2.600	2.400
Net Financial Position	**(63)**	**1.488**	**1.363**	**578**	**(367)**	**(1.522)**
TOTAL SOURCES	**2.004**	**3.548**	**3.455**	**3.025**	**2.745**	**2.615**

CONSOLIDATED CASH FLOW	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
EBIT	64	295	625	1.100	1.580
Taxes	41	100	180	350	475
NOPAT	**23**	**195**	**445**	**750**	**1.105**
D&A	591	500	450	400	350
Change in receivable	(724)	(374)	(200)	(200)	(200)
Change in payable	1.415	106	200	100	50
Other Changes	(83)	(84)	(20)	(20)	(20)
Change in NWC	*608*	*(352)*	*(20)*	*(120)*	*(170)*
Change in Provision	171	42	50	50	0
OPERATING CASH FLOW	**1.392**	**385**	**925**	**1.080**	**1.285**
Investments	(2.914)	(97)	(50)	(50)	(50)
FREE CASH FLOW	**(1.522)**	**288**	**875**	**1.030**	**1.235**
Financial Management	(90)	(95)	(90)	(85)	(80)
Change in Payable to Banks	1.715	372	(200)	(200)	(200)
Change in Equity	61	(68)	0	0	0
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	**164**	**498**	**585**	**745**	**955**

Source: Portale Sardegna Group and Integrae SIM

3.1 FY18 Results

I risultati FY18A sono stati positivi, a conferma del trend di crescita intrapreso da Portale Sardegna Group. Si segnala che tali risultati sono i primi derivanti dal perimetro di consolidamento, quindi non del tutto confrontabili con quelli FY17A.

In ogni caso, la visione strategica 2018 delle tre Società evidenzia una rottura rispetto al passato, in particolare per Portale Sardegna SpA che, attraverso la quotazione, ha potuto beneficiare di risorse finanziarie utili al perseguimento degli obiettivi di sviluppo di nuovi prodotti turistici, ampliamento della quota di mercato, sviluppo sui mercati esteri ed implementazione di nuove strategie per l'allungamento della stagione turistica.

Il Gross Travel Value FY18A è stato infatti pari a €12,5 mln, segnando ricavi per €11,05 mln, in crescita di più del 90% rispetto ai €5,81 mln del FY17A, grazie alle sinergie raggiunte a seguito dell'acquisizione di Royal Travel Jet.

Oltre ai volumi quasi raddoppiati, l'acquisizione ha consentito all'azienda di raggiungere altri degli obiettivi dichiarati in fase di pre-IPO, tra cui la percentuale di internazionalizzazione pari al 40%, l'allargamento a nuovi target di clientela, come quello del lusso, e la creazione delle condizioni per lo sviluppo delle nuove iniziative già menzionate.

Inoltre, le tre Società hanno avviato un'operazione di razionalizzazione nell'impiego di risorse tecniche ed umane e di creazione di sinergie nelle aree marketing, produzione, commerciale e amministrazione. Ciò ha comportato una crescita di marginalità di circa il 13% YoY, in quanto l'EBITDA margin FY18A è stato pari a 5,9% (contro i 5,2% del FY17A).

Il risultato netto è invece pari a €-0,07 mln, principalmente a causa di perdite straordinarie su crediti della controllata RTJ (per €0,07 mln) e dall'ammortamento sull'avviamento della stessa (-€0,1 mln).

La NFP del Gruppo è pari a €1,488 mln, notevolmente in aumento rispetto al risultato FY17 (cassa per €0,063 mln), ma comunque non particolarmente problematica, anche il relazione all'EBITDA conseguito. È inoltre da segnalare che il management ha scelto di aumentare la leva finanziaria per le acquisizioni previste, al fine di salvaguardare la liquidità aziendale.

Con riferimento al capitale circolante operativo, evidenziamo:

- l'incremento dei crediti commerciali da €0,402 mln a €1,126 mln è stato più che proporzionale all'aumento del fatturato, in quanto i giorni medi di incasso sono passati da 25,3 gg nel FY17A a 37,2 gg;
- i debiti commerciali sono anch'essi aumentati più che proporzionalmente da €0.329 mln a €1.744 mln, in quanto i giorni medi di pagamento sono aumentati da 24,2 gg nel FY17A a 70,7 gg nel FY18A.

3.2 Estimates FY19E-FY22E

Le nostre stime per il FY19-22E mostrano un CAGR di crescita pari al 9.28%, con Sales che passano da €11,05 mln nel FY18A a €15,4 nel FY22E. L'incidenza delle Sales sul Gross Travel Value è stata mantenuta pressoché stabile, pari a ca. l'88%.

È stato poi stimato un considerevole aumento dell'EBITDA, che da €0,654 mln del FY18A arriva a €1,93 mln nel FY22E (Ebitda Margin nel FY18A pari a 5,9% e 12,5% nel FY22E).

Tali stime trovano il loro fondamento nelle numerose iniziative già intraprese ad alta scalabilità, al fine di intensificare l'offerta turistica e allungare la stagione in particolare della regione Sardegna. Stimiamo infatti che il 2019 e il 2020 possano essere per il Gruppo due anni in cui le numerose iniziative lanciate possano manifestare il loro contributo in termini di volume e di redditività.

Inoltre, le sinergie, le economie di scala e le relative riduzioni di costi attese troveranno manifestazione a partire dall'esercizio FY19, per continuare nel corso del 2020 con la completa integrazione IT di tutti i portali delle Società.

4. Valuation

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

4.1 DCF Method

Table 2 – WACC

Wacc calculation			9,21%
Risk Free Rate	2,00%	α (specific risk)	2,50%
Market Premium	9,02%	Beta Adjusted	1,02
D/E (average)	66,67%	Beta Relevered	1,51
Ke	13,67%	Kd	3,50%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo considerato un rischio specifico pari a 2.5%. Ne risulta quindi un WACC di 9.21%

Table 3 – DCF Valuation

DCF Valuation		8.526,1
FCFO actualized	2.837,0	28%
TV actualized DCF	7.177,1	72%
Enterprise Value	**10.014,1**	100%
NFP (FY18A)	1.488,0	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e, prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di €8,5 mln.**

Table 4 – Equity Value – Sensitivity Analysis

	WACC						
	8,46%	8,71%	8,96%	9,21%	9,46%	9,71%	9,96%
1,75%	10,46	10,03	9,62	9,25	8,89	8,57	8,26
1,50%	10,13	9,73	9,35	8,99	8,66	8,34	8,05
1,25%	9,83	9,45	9,09	8,75	8,43	8,14	7,86
TV 1,00%	9,55	9,18	8,84	8,52	8,22	7,94	7,67
0,75%	9,28	8,94	8,62	8,31	8,03	7,76	7,50
0,50%	9,04	8,71	8,40	8,11	7,84	7,58	7,34
0,25%	8,80	8,49	8,20	7,92	7,66	7,42	7,18

Source: Integrae SIM

4.2 Market Multiples

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

Expedia Inc. opera come online travel company negli USA e worldwide, per mezzo di un sito web di viaggi con versioni in lingua per trenta nazioni. La società supporta i clienti, sia privati che agenzie di viaggio o tour operator, nella prenotazione di hotel, sistemazioni alternative, voli, e servizi a disposizione per il viaggiatore arrivato a destinazione. Nel 2018 ha registrato un fatturato pari a $11,2 mld.

Booking Holdings Inc. è una società statunitense che possiede e gestisce diversi aggregatori di tariffe di viaggio e motori di metamotazione della tariffa di viaggio. Il fatturato nel 2017 è stato pari a £12,7 mld.

TripAdvisor Inc. è un'azienda statunitense di viaggi e ristorazione che pubblica recensioni di hotel, b&b e ristoranti, prenotazione di alloggi e altri contenuti relativi ai viaggi. Nel 2018 il fatturato è pari a $1,6 mld.

TUI AG è un gruppo industriale di turismo tedesco ed è la più grande compagnia di viaggi e turismo del mondo, possedendo anche agenzie di viaggio, hotel, compagnie aeree, navi da crociera e negozi al dettaglio. Nel 2018 le revenues sono state di €19,5 mld.

Webjet Ltd. è un'azienda australiana di viaggi digitali che serve sia i mercati globali dei consumatori che i mercati all'ingrosso.

lastminute.com N.V. è un gruppo multinazionale che opera nel settore dei viaggi online con un portafoglio di noti marchi tra cui lastminute.com, Volagratis, Rumbo, Jetcost, etc. Nel 2018 ha registrato un fatturato di €146,3 mln.

Modetour Network Inc. opera come società di viaggio in Corea del Sud e in tutto il mondo. Si occupa di agenzie turistiche, della vendita di biglietti aerei, pubblicità, distribuzione per le navi da crociera, etc.

Table 5 – Market Multiples

Company name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)		
	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E
Expedia Inc.	9,2	8,2	7,3	19,8	15,7	13,3
Booking Holdings Inc.	14,4	13,3	12,1	15,7	14,3	12,7
TripAdvisor Inc.	15,0	13,6	12,1	30,8	25,9	21,3
TUI AG	5,4	4,3	4,0	8,0	5,9	5,6
Webjet Limited	9,7	8,5	8,2	11,8	10,1	10,4
lastminute.com N.V.	5,7	5,1	N/A	11,4	9,1	N/A
Hanatour Service Inc.	9,1	8,5	7,2	14,6	11,8	10,1
Modetour Network Inc.	11,0	9,7	8,7	12,4	10,7	9,6
Peer Median	**9,4**	**8,5**	**8,2**	**13,5**	**11,3**	**10,4**

Source: Infinancials

Table 6 – Market Multiples Valuation

€/000	2019E	2020E	2021E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	7.501	9.159	12.285
EV/EBIT	3.984	7.034	11.440
Equity Value			
EV/EBITDA	6.138	8.581	12.652
EV/EBIT	2.621	6.456	11.807
Equity Value post discount			
EV/EBITDA	4.603	6.436	9.489
EV/EBIT	1.966	4.842	8.855
Average	**3.285**	**5.639**	**9.172**

Source: Integrae SIM

L'equity value di Portale Sardegna, utilizzando i market multiples EV/EBITDA e EV/EBIT, risulta essere pari a circa €8,04 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidita che il titolo Portale Sardegna ha rispetto alle società incluse nel panel, oltre che a una capitalizzazione più bassa. Pertanto, ne risulta un **equity value di €6,03 mln.**

4.3 Equity Value

Table 7 – Equity Value

Equity Value	
Equity Value DCF (€/000)	8.526,1
Equity Value multiples (€/000)	6.031,9
Average Equity Value (€/000)	**7.279,0**
Target Price (€)	**4,41**

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value pari a €7,27 mln. Il target price è quindi €4,41; rating BUY e rischio MEDIUM.

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. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE 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 is Integrae SIM's current Head of Research. Mattia Petracca is currently a financial analyst.

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 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. 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 on the risk associated with 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 >= 22.5%	ETR >= 25%	ETR >= 30%
HOLD	-20% < ETR < 22,5%	-20% < ETR < 25%	-15% < ETR < 30%
SELL	ETR <= -25%	ETR <= -20%	ETR <= -15%
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 evaluating 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 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 directly, of this document is prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

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