

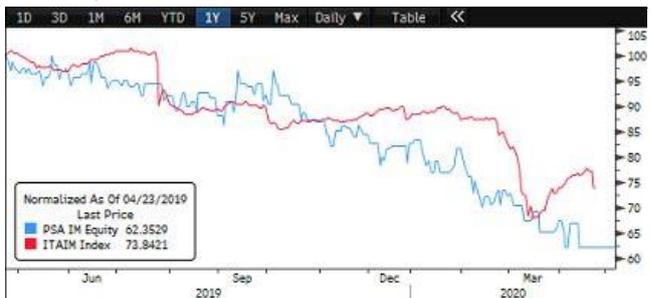
Data produzione: 24 Aprile 2020 - h 18.30

Data pubblicazione: 27 Aprile 2020 - h 7.00

<b>PORTALE SARDEGNA GROUP</b>	<i>Italy</i>	<i>FTSE AIM Italia</i>	<i>OTA</i>
<b>Rating: Hold</b> (da Buy)	<b>Target Price: 2,76</b> (da €4,41)		<b>Risk: Medium</b>

Stock performance	1W	1M	3M	1Y
absolute	-4,05%	-19,32%	-28,04%	-35,45%
to FTSE AIM Italia	-5,10%	-2,37%	-12,53%	-8,42%
to FTSE STAR Italia	-18,09%	-3,11%	-21,11%	-26,87%
to FTSE All-Share	-3,08%	8,18%	-3,26%	-13,27%
to FTSE Small Cap	-11,81%	4,12%	-12,79%	-2,59%

## Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



Stock Data	
Price	€ 2,13
Target price	€ 2,76
Upside/(Downside) potential	29,6%
Bloomberg Code	PSA IM
Market Cap (€m)	3,51
EV (€m)	5,63
Free Float	15,71%
Share Outstanding	1.648.860
52-week high	€ 3,54
52-week low	€ 2,08
Average daily volumes (3m)	3.000

## FY19 Results

I risultati del FY19 sono positivi e sostanzialmente in linea con le nostre stime. Inferiore alle nostre stime la redditività. Il Valore della Produzione è cresciuto del 5% YoY a €11,6 mln (€11,8 mln la nostra stima), mentre l'Ebitda è cresciuto del 3% YoY a €0,68 mln (€0,79 mln la nostra stima). La NFP è pari a €2,6 mln (€1,68 mln al 31 dicembre 2018 e €-0,20 mln al 30 giugno 2019), dopo i rilevanti investimenti (oltre €1,5 mln) per poter raggiungere gli importanti obiettivi di crescita strutturata, in grado di garantire una distribuzione multicanale e una scalabilità tridimensionale del servizio, da un punto di vista commerciale, di destinazione e di prodotto.

## 2020-23E estimated

Il settore del turismo sarà profondamente toccato dagli effetti del rallentamento economico dovuto al virus COVID 19. **Purtuttavia riteniamo che Portale Sardegna abbia tutti gli strumenti per poter riprendere a crescere una volta terminata la pandemia.** Le nostre stime per il FY19-23E mostrano un CAGR di crescita delle sales pari al 8,9%, che passano da €11,6 mln nel FY19A a €16,3 nel FY23E. L'incidenza delle Sales sul Gross Travel Value è stata mantenuta pressoché stabile, pari a ca. l'88%. Molto più elevata stimiamo la crescita dell'Ebitda, grazie alle numerose iniziative messe in atto in grado di aumentare in modo considerevole la "potenza di fuoco" rispetto ai competitors. Secondo le nostre stime il CAGR 2019-23E dell'Ebitda è del 31,6%.

Key Financials (€m)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Sales	11,60	5,29	7,96	13,57
EBITDA	0,67	-0,05	0,40	1,44
EBIT	0,07	-0,60	0,00	1,09
Net Profit	0,07	-0,79	-0,21	0,71
EPS (€)	0,04	-0,48	-0,13	0,43
EBITDA margin	5,8%	-0,9%	5,0%	10,6%
EBIT margin	0,6%	-11,3%	0,0%	8,0%

Main Ratios	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	8,4	n.m.	14,2	3,9
EV/EBIT (x)	n.m.	n.m.	n.m.	5,2
P/E (x)	n.m.	n.m.	n.m.	4,9

## Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity 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 addizionale pari al 2.5%) restituisce un equity value pari a €4,87 mln. L'equity value utilizzando i market multiples risulta essere pari €4,1 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 4,5 mln. Il target price è quindi di €2,76 (da €4,41). Rating Buy e Rischio Medium (invariati).

## Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

## Sommario

1. Company overview .....	3
1.1 Company description.....	3
1.2 Business Description del Gruppo.....	3
2. Economics and Financials .....	7
2.1 FY19 Results.....	8
2.2 Le iniziative del 2019 .....	8
2.3 Il prestito obbligazionario.....	9
2.4 Estimates FY20E-FY22E.....	10
3. Valuation.....	12
3.1 DCF Method.....	12
3.2 Equity Value.....	13

## 1. Company overview

### 1.1 Company description

Portale Sardegna nasce nel 2001 grazie all’iniziativa di alcuni imprenditori che scelgono di rientrare nell’Isola e 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” sfruttando le potenzialità del territorio, caratterizzato da una storia sorprendentemente tipica come la conformazione geomorfologica, attraverso i moderni canali di comunicazione e di distribuzione on line.

Dal 2018, con l’acquisizione di Royal Travel Jet Sardegna, 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 al proprio territorio.

Portale Sardegna Group è quindi oggi:

- un Online Travel Agency **specializzata nel segmento Incoming** turistico, tramite i siti web di proprietà (PortaleSardegna.com, Charmingsardinia.com, Charmingsicily.com, Charmingpuglia.com, Charmingtuscany.com, Charmingitaly.com e, recentemente, Openvoucher.com), non solo per la destinazione Sardegna, ma anche Puglia, Toscana e Sicilia;
- un’**Agenzia di Viaggio tradizionale**, tramite Atlantidea, agenzia aperta al pubblico e con sede a Nuoro;
- una **Softwarehouse e Digital Marketing Company**, tramite la società Pavoneggi, specializzata in software as a service (SaaS) e in 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 Business Description del Gruppo

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

- **Turismo Incoming:** è il core business del Gruppo, che si posiziona come leader nel mercato turistico online per la destinazione Sardegna con un network di oltre 700 strutture ricettive solo nell’Isola, e come operatore presente nel comparto lusso nelle più importanti destinazioni italiane del settore Mare Italia. Le vendite sono generate dai siti di e-commerce per la prenotazione di servizi turistici, 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 a una clientela italiana, con focus sul segmento famiglie. I

servizi messi a disposizione del 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 di "Sardinia Travel Advisors";

- Il brand **Charming**, con le sue declinazioni regionali, è specializzato nelle destinazioni Sardegna, Campania, Puglia, Sicilia e Toscana e si rivolge ad una **clientela internazionale** con focus sul **segmento Lusso**;
- Open Voucher: è la piattaforma di nuova generazione su cui il gruppo ha investito ingenti risorse negli ultimi anni che integra gli attrattori territoriali mappati, classificati e resi fruibili con la ricettività e il mezzo di trasporto. Open Voucher dal 2020 si è arricchito di una nuova fabbrica prodotti chiamata Smart Dynamic Packaging una nuova soluzione di prodotto che si affianca a quella già presente che rappresenta un'innovazione nel panorama turistico internazionale. Con lo Smart Dynamic Packaging il gruppo ha la possibilità di industrializzare il processo di creazione di prodotti profilati per diversi tipi di clientela partendo proprio dagli attrattori presenti nel territorio e alimentati dai Sardinian Local Expert. La grande innovazione dello Smart Dynamic Packaging consiste nel posizionarsi tra il tradizionale pacchetto chiuso venduto dall'agenzia di viaggio tradizionali (una vacanza informata da chi la destinazione la conosce ma molto rigida nella scelta della ricettività e delle date) e una vacanza "self-made" organizzata e personalizzata in tutte le componenti dal viaggiatore stesso ma non in grado di cogliere l'essenza di quella vacanza. Lo smart viaggio, framework di pacchetto costruito da chi il territorio lo conosce, consente in autonomia di vivere gli aspetti più autentici del territorio avendo contestualmente la possibilità di scegliere in autonomia gli aspetti più peculiari e soggettivi di una vacanza (date di partenza, ricettività, esperienze).
- **Portale Sardegna Point:** lanciato nel mese di settembre 2019, è un progetto che rappresenta l'anello di congiunzione di diverse linee di business, Open Voucher e Sardinia Island Long Stay, con l'obiettivo di allungamento della stagione turistica, puntando su nuovi trend del turismo, l'Extra-Alberghiero, il Turismo Esperienziale e il Turismo enogastronomico, e interpretando, in chiave innovativa, la strategia di sviluppo turistico della destinazione Sardegna. In particolare, si intende mappare la rete di servizi turistici locali, digitalizzarli attraverso l'inserimento in canali di vendita online e renderli accessibili al turista in modo semplice e veloce.  
L'iniziativa consiste nella creazione di trenta punti fisici a marchio Portale Sardegna, collocati nel territorio regionale e gestiti da operatori specializzati nell'accoglienza della clientela, nell'aggregazione di servizi locali e la loro digitalizzazione nei canali distributivi del Gruppo; ciascun punto sarà gestito dal Sardinia Local Expert, professionista del settore turistico che rappresenta il trait d'union tra la rete commerciale di Portale Sardegna e l'area turistica di propria competenza, con l'obiettivo di svolgere un'azione sistemica e intercettare i nuovi trend turistici, rispetto ai quali si evidenzia:
  - ❖ La crescita della quota di mercato extra-alberghiero, che ha registrato, nel mercato Italia nell'anno 2017, un incremento sia in termini di presenze (145,5 milioni +7,5% sul 2016) che di arrivi (29,4 milioni, +10,2% sul 2016) (fonte: ISTAT);

- ❖ L'accelerazione negli ultimi anni dello sviluppo del turismo esperienziale, rappresentato dall'interesse del turista di provare esperienze autentiche e indimenticabili durante il proprio viaggio e citato dal Piano Strategico del Turismo italiano 2017-2022 del Ministero dei Beni, delle Attività Culturali e del Turismo, quale trend di maggior rilievo nell'anno 2019;
- ❖ La crescita costante del turismo enogastronomico che segna un aumento dell'interesse della clientela verso il settore pari al +48% nel 2019, secondo il Rapporto sul turismo enogastronomico italiano. (fonte: Osservatorio Nazionale Turismo).

I portali Sardegna Point rappresentano la prima rete incoming e quindi un'innovazione nel panorama turistico internazionale a tal punto. Il progetto è in grado di determinare un vantaggio competitivo sostenibile nel lungo periodo in termini di market share per i seguenti motivi:

- ❖ Rafforza il prodotto/servizio di Portale Sardegna con un'assistenza in loco aumentando ulteriormente il livello di differenziazione rispetto ai competitors generalisti (booking.com, expedia e altri)
- ❖ Garantisce un prodotto sempre più unico, peculiare e autentico consentendo la gruppo di "aggredire" nuovi target di clientela in maniera organica.

I Sardinian Local Expert stanno creando un vero e proprio magazzino digitale di materie prime turistiche disponibili in tempo reale. Un'importante asset che abbinato alla piattaforma digitale dell'open voucher consente al gruppo di posizionarsi in tutti i mercati incoming presenti e futuri con un prodotto/servizio estremamente competitivo, unico.

**Outgoing:** è un'area di business che riguarda l'agenzia di viaggio tradizionale Atlantidea, situata a Nuoro. L'agenzia si propone come operatore qualificato per la vendita di servizi e pacchetti di viaggio, individuali e di gruppo, in Italia all'estero. L'attività segue il modello del business Incoming, ovvero consulenza e alto grado di specializzazione.

**Saas:** si tratta di servizi IT erogati attraverso Pavoneggi, softwarehouse specializzata nelle soluzioni digital per il turismo, il cui focus è dato da Hubcore, software per la gestione delle prenotazioni turistiche, dei listini commerciali, delle performance di vendita e rivolto agli operatori travel worldwide;

**Altri servizi:** al fine di differenziare il proprio business e mitigare i rischi ad esso connessi, il Gruppo si occupa di:

- **Meet Forum:** si tratta di un evento organizzato annualmente nel mese di Ottobre, rivolto agli operatori del settore, che si propone come un autentico laboratorio di cambiamento del turismo; esperti e operatori turisticirilevanti sia in ambito nazionale che internazionale, si confrontano su tematiche trasversali al turismo con un taglio multidisciplinare, che vanno dagli aspetti finanziari del business, il marketing e la comunicazione aziendale, le infrastrutture e la logistica della filiera, mettendo insieme consulenti, ricercatori e docenti universitari, funzionari pubblici, società di gestione degli aeroporti, compagnie di trasporto, stakeholder e intermediari finanziari.
- **Sardinia Island Long Stay:** si tratta di un progetto pilota che è stato lanciato a fine 2019 con l'obiettivo di creare nuove stagionalità e rivolgersi a nuovi

segmenti di clientela. Si tratta di sviluppare pacchetti turistici di medio-lungo periodo con l'abbinamento di servizi landing e servizi esperienziali in loco, rivolti ad una clientela matura. Il progetto è rivolto principalmente al mercato proveniente dal Nord Europa e Nord Italia e, in particolare, interessa persone che desiderano trascorrere l'inverno in luoghi dal clima mite, con la finalità di realizzare un'esperienza di scambio culturale e integrazione con la comunità ospitante, in cui sono inclusi laboratori di cucina (che prevedono la formazione interattiva per realizzare produzioni agroalimentari tipiche come il pane carasau, la pasta fresca, i dolci tipici), un laboratorio di lingua e cultura isolana, e che si conclude con l'attestato di riconoscimento denominato "cittadino per un mese" consegnato dal Sindaco del paese che accoglie i turisti.

## 2. Economics and Financials

**Fig. 1 - Economics & Financials**

<b>CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/000)</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>
<b>Gross Travel Value</b>	<b>12.500</b>	<b>13.404</b>	<b>6.100</b>	<b>9.150</b>	<b>15.555</b>	<b>18.666</b>
Transaction Costs	1.454	1.800	811	1.192	1.986	2.336
<b>Sales</b>	<b>11.046</b>	<b>11.604</b>	<b>5.289</b>	<b>7.958</b>	<b>13.569</b>	<b>16.330</b>
Cost of Production	10	7	5	7	10	11
Services	8.999	9.556	4.269	6.358	10.733	12.788
Use of asset owned by others	111	75	25	40	90	108
Others Operating Expenses	72	34	40	55	100	120
Employees	1.199	1.257	1.000	1.100	1.200	1.280
<b>EBITDA</b>	<b>654</b>	<b>675</b>	<b>(50)</b>	<b>398</b>	<b>1.436</b>	<b>2.022</b>
EBITDA Margin	5,9%	5,8%	-0,9%	5,0%	10,6%	12,4%
D&A	591	603	550	400	350	340
<b>EBIT</b>	<b>64</b>	<b>72</b>	<b>(600)</b>	<b>(2)</b>	<b>1.086</b>	<b>1.682</b>
EBIT Margin	0,6%	0,6%	-11,3%	0,0%	8,0%	10,3%
Financial Management	(90)	(65)	(240)	(230)	(220)	(220)
<b>EBT</b>	<b>(27)</b>	<b>7</b>	<b>(840)</b>	<b>(232)</b>	<b>866</b>	<b>1.462</b>
Taxes	41	(60)	(50)	(25)	156	263
<b>Net Income</b>	<b>(68)</b>	<b>66</b>	<b>(790)</b>	<b>(207)</b>	<b>710</b>	<b>1.199</b>
<b>CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/000)</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>
<b>Fixed Asset</b>	<b>4.403</b>	<b>5.227</b>	<b>5.000</b>	<b>4.750</b>	<b>4.500</b>	<b>4.250</b>
Account Receivable	1.126	1.509	1.350	1.500	1.750	2.000
Account Payable	1.744	2.468	2.200	2.150	2.200	2.350
<b>Operating Working Capital</b>	<b>(618)</b>	<b>(959)</b>	<b>(850)</b>	<b>(650)</b>	<b>(450)</b>	<b>(350)</b>
Other Assets	114	169	159	250	275	285
Other Liabilities	43	48	50	55	60	65
<b>Net Working Capital</b>	<b>(547)</b>	<b>(838)</b>	<b>(741)</b>	<b>(455)</b>	<b>(235)</b>	<b>(130)</b>
Severance Indemnities & Other Provision	308	329	400	450	450	465
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>3.548</b>	<b>4.059</b>	<b>3.859</b>	<b>3.845</b>	<b>3.815</b>	<b>3.655</b>
Share Capital	82	82	82	82	82	82
Reserves and Retained Profits	2.045	1.788	1.854	1.064	857	1.567
Net Profit	(68)	66	(790)	(207)	710	1.199
<b>Equity</b>	<b>2.060</b>	<b>1.936</b>	<b>1.147</b>	<b>939</b>	<b>1.649</b>	<b>2.849</b>
Cash and Cash Equivalent	1.140	1.989	1.133	947	1.222	2.244
Financial Debts	2.628	4.111	3.845	3.853	3.388	3.050
<b>Net Financial Position</b>	<b>1.488</b>	<b>2.122</b>	<b>2.712</b>	<b>2.906</b>	<b>2.166</b>	<b>806</b>
<b>TOTAL SOURCES</b>	<b>3.548</b>	<b>4.059</b>	<b>3.859</b>	<b>3.845</b>	<b>3.815</b>	<b>3.655</b>
<b>CONSOLIDATED CASH FLOW</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>
EBIT	64	72	(600)	(2)	1.086	1.682
Taxes	41	(60)	(50)	(25)	156	263
<b>NOPAT</b>	<b>23</b>	<b>131</b>	<b>(550)</b>	<b>23</b>	<b>930</b>	<b>1.419</b>
D&A	591	603	550	400	350	340
Change in receivable	(724)	(383)	159	(150)	(250)	(250)
Change in payable	1.415	724	(268)	(50)	50	150
Other Changes	(83)	(49)	11	(86)	(20)	(5)
<i>Change in NWC</i>	<i>608</i>	<i>292</i>	<i>(97)</i>	<i>(286)</i>	<i>(220)</i>	<i>(105)</i>
Change in Provision	171	21	71	50	0	15
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>1.392</b>	<b>1.047</b>	<b>(26)</b>	<b>187</b>	<b>1.060</b>	<b>1.669</b>
Investments	(2.914)	(1.427)	(323)	(150)	(100)	(90)
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>(1.522)</b>	<b>(380)</b>	<b>(349)</b>	<b>37</b>	<b>960</b>	<b>1.579</b>
Financial Management	(90)	(65)	(240)	(230)	(220)	(220)
Change in Payable to Banks	1.715	1.483	(266)	8	(465)	(338)
Change in Equity	61	(189)	0	0	0	0
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)</b>	<b>163</b>	<b>849</b>	<b>(855)</b>	<b>(185)</b>	<b>275</b>	<b>1.021</b>

Source: Portale Sardegna Group and Integrae SIM estimates

## 2.1 FY19 Results

I risultati del FY19 sono positivi e sostanzialmente in linea con le nostre stime. Inferiore alle nostre stime la redditività. Il Valore della Produzione è cresciuto del 5% YoY a €11,6 mln (€11,8 mln la nostra stima), mentre l'Ebitda è cresciuto del 3% YoY a €0,68 mln (€0,79 mln la nostra stima). I dati evidenziano un miglioramento della redditività complessiva, avvenuto per effetto di un incremento delle vendite e delle azioni sinergiche infragruppo, oltreché della riorganizzazione delle aree aziendali ed integrazione IT che hanno portato ad un sostanziale miglioramento della struttura dei costi.

**Fig. 2 – Actual vs Forecast**

Data in €/000	Actual	Forecast	% Ch.
Sales	11.604	11.800	-1,66%
Ebitda	675	795	-15,15%
<i>Ebitda margin</i>	<i>5,8%</i>	<i>6,7%</i>	
Ebit	72	295	n.m.
<i>Ebit margin</i>	<i>0,6%</i>	<i>2,5%</i>	

Source: Portale Sardegna Group and Integræ SIM

Il risultato netto, pari a Euro -0,07 mln, è uguale a quello del FY18. Nonostante la Capogruppo e la controllata al 100% Royal Travel Jet Sardegna abbiano chiuso l'esercizio 2019 in utile, la lieve perdita a livello consolidato è da imputare principalmente alla quota di ammortamento, pari a circa €0,12 mln, relativa all'acquisto della partecipazione nella controllata Royal Travel Jet Sardegna, e alla perdita su crediti di natura straordinaria, pari a circa €0,07 mln, di pertinenza della medesima controllata.

La NFP è pari a €2,6 mln (€1,68 mln al 31 dicembre 2018 e €-0,20 mln al 30 giugno 2019), dopo i rilevanti investimenti (oltre €1,5 mln) per poter raggiungere gli importanti obiettivi per la creazione di una piattaforma di tecnologica e commerciale al fine di poter garantire una crescita strutturata sfruttando una scalabilità tridimensionale in termini di prodotto, distribuzione e canali commerciali.

La NFP corrente è pari a €-1,6 mln (cassa), in miglioramento rispetto ai €-0,9 mln del 31 dicembre 2018, grazie alle politiche di ottimizzazione della struttura debitoria attuate mediante l'allungamento della duration del debito.

## 2.2 Le iniziative del 2019

Anche il 2019 ha visto molto attivo il management. Diverse e importanti iniziative sono infatti state lanciate. Tra queste, oltre al progetto Open Voucher, lanciato ad aprile, riteniamo strategico il progetto "Portale Sardinia Point", lanciato lo scorso mese di settembre (vedi sopra).

Un altro importante tassello per la crescita futura del gruppo, riteniamo possa essere rappresentato dal progetto "Sardinia Island Long Stay". Il prodotto prevede la costruzione di pacchetti con soggiorni dalle 2 alle 4 settimane rivolti ad una clientela in età matura. Un prodotto turistico innovativo rivolto prevalentemente a un target proveniente dal Nord-Europa, che nel periodo invernale si sposta alla ricerca di luoghi con un clima mite e con più ore di luce rispetto ai paesi di provenienza. Secondo l'Organizzazione mondiale del commercio (WTO, 2018) il bacino di possibili arrivi dal Nord Europa solo verso la Spagna (Canarie, Baleari, Costa del Sol in particolare) ammonta a 600.000 persone il cui target, denominato "SnowBird

Tourism”, possiede caratteristiche ben definite e si riferisce a cittadini dell'Unione Europea con età compresa fra i 65 e i 75 anni residenti in aree metropolitane con un livello economico e di istruzione medio alto e alto.

Secondo il management la società prevede di intercettare una parte del flusso turistico che si stima in circa 50 milioni di presenze annue dal nord Europa, tra l'altro concentrato prevalentemente nei mesi invernali, e che attualmente si ripartiscono tra la Spagna, la Croazia, Malta e in parte Grecia e Portogallo, mentre la quota italiana è prossima allo zero. Portale Sardegna in questo momento è l'unico operatore nazionale che propone un prodotto strutturato e costruito ad hoc per cogliere l'opportunità di questo importante flusso turistico di fondamentale importanza per l'economia turistica non solo Isolana. La strategia della società si sposa perfettamente con la logica di allungare la stagione turistica, più volte dichiarata dal management. Il progetto ha coinvolto le autorità dei paesi ospitanti, operatori della ristorazione, artigiani, associazioni, proloco e proprietari di case.

Il 2019 è stato anche un esercizio che ha visto importanti investimenti in tecnologia, necessari per adeguare, potenziare e aggiornare il software di gestione delle prenotazioni turistiche (Hubcore) di proprietà del Gruppo, che si interfaccia direttamente con le strutture ricettive e che fino al 2019 veniva gestito in outsourcing. In questo modo il management ha ridotto i costi della Capogruppo e reso Hubcore, la piattaforma proprietaria all-in-one per la gestione integrata di servizi turistici, pienamente in linea con le esigenze strategiche. Il risultato è che oggi tutti i siti di proprietà del Gruppo sono agganciati a una medesima tecnologia, garantendo un risparmio economico, flessibilità commerciale ed economie di scala importanti. Risparmi che saranno maggiormente visibili nei prossimi anni.

### 2.3 Il prestito obbligazionario

Portale Sardegna ha emesso un prestito obbligazionario dell'importo complessivo di €4 mln con scadenza 2024, cedola 5%, denominato “PORTALE SARDEGNA 2019-2024 – 5,00%”.

Il Prestito è stato riservato esclusivamente alla sottoscrizione da parte degli Investitori Qualificati di cui all'articolo 100, lettera a) del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (il “TUF”), come definiti dalla Consob nei relativi regolamenti attuativi.

L'emissione ha come scopo la dotazione di un adeguato livello di liquidità finalizzato all'acquisizione di partecipazioni dirette nel capitale di imprese partner e concorrenti con l'obiettivo di incrementare la massa critica di transato (Gross Travel Value) e ottimizzare al massimo la scalabilità del modello di business.

L'emissione del prestito rientra inoltre negli obiettivi di ottimizzazione della struttura e della scadenza del debito, mediante sostituzione dell'attuale indebitamento bancario con quello obbligazionario, allungandone la duration media e usufruendo della struttura bullet, beneficiando delle condizioni favorevoli del mercato delle obbligazioni societarie.

## 2.4 Estimates FY20E-FY22E

Il management ha comunicato che *“sin dai primi mesi dell’anno 2020 il Gruppo Portale Sardegna sta lavorando per completare le strategie di investimenti in innovazioni tecnologiche e commerciali messe in atto nel corso del 2019. I progetti rappresentano il cardine attorno al quale ruotano le politiche di allungamento della stagione turistica, in un’ottica di allargamento e integrazione di servizi turistici, prodotti esperienziali e digitalizzazione.*

*Nello specifico, proseguono le attività di sviluppo del progetto Portale Sardegna Point, cercando di sfruttarne la scalabilità, attraverso la replica in altre regioni italiane, in particolare in Sicilia, dove lo stesso progetto è già stato avviato.*

*È opportuno rilevare che il mondo del turismo rientra tra i più colpiti dall’attuale Emergenza sanitaria dovuta all’epidemia COVID-19, in quanto viene pregiudicata la possibilità di spostarsi, aspetto strutturale e fondante dell’intero settore. Sebbene si possa ragionevolmente ritenere che la diffusione dell’epidemia in corso produca sensibili impatti negativi sull’intero sistema economico nazionale ed internazionale, **allo stato attuale non risulta prevedibile e quantificabile in maniera univoca l’impatto diretto sulle attività del Gruppo.***

*Il Gruppo sta pertanto svolgendo un’intensa attività di programmazione per esser pronta ad affrontare lo sblocco delle restrizioni governative alla circolazione e la conseguente ripartenza del mercato, ipotizzando gli scenari dei possibili comportamenti dei consumatori/turisti anche di fronte ad una stagione estiva in parte compromessa. Tra le attività di rilievo, nate in conseguenza della crisi sanitaria COVID-19, oltre al progetto Sardinia For Locals rivolto al mercato domestico, Portale Sardegna Group si è fatto promotore di Sardegna Isola Sicura, l’iniziativa che, in collaborazione con gli operatori turistici dell’Isola, vuole raccogliere sotto un unico marchio best practices nell’erogazione dei servizi della filiera produttiva, Seguendo i protocolli indicati dall’Organizzazione Mondiale della Sanità e dal buonsenso, vogliamo attivare da subito delle best practice che anticipino, armonizzino e consolidino le prossime direttive nazionali in tema di sicurezza sanitaria, al fine di consentire ai viaggiatori di trascorrere in serenità una vacanza in Sardegna”.*

Le iniziative **Sardinia4locals** e soprattutto **Sardegna Isola Sicura** rappresentano le contromosse del gruppo per ridurre l’impatto della crisi covid sul conto economico 2020E. L’azienda ha dimostrato di possedere dinamicità, creatività e velocità di implementazione, caratteristiche capaci di ridurre drasticamente il rischio covid. E’ chiaro che risulta poco agevole effettuare stime dell’esercizio in corso, stante la non chiara ripartenza del settore turistico. Purtroppo nell’incertezza generale, abbiamo stimato il 2020E e i prossimi esercizi prevedendo una cauta apertura del settore a partire dall’estate 2020E (con molte possibilità di effettuare viaggi last minute) e un 2021E e 2022E in ripresa ma con risultati inferiori alle nostre precedenti stime.

Abbiamo inoltre stimato anche il 2023E.

**Fig. 3 – Old and New 2020-22E estimates**

€ mln	2020E			2021E			2022E		
	New	Old	% ch	New	Old	% ch	New	Old	% ch
Sales	5289	13200	-59,9%	7958	14300	-44,4%	13569	15400	-11,9%
Ebitda	-50	1075	n.m.	398	1500	-73,5%	1436	1930	-25,6%
Ebitda margin	5,9%	8,1%		5,0%	10,5%		10,6%	12,5%	
Ebit	-599,6	625,0	n.m.	-2	1100	n.m.	1086	1100	-1,3%
Ebit margin	-11,3%	4,7%		0,0%	7,7%		8,0%	7,1%	

Source: Integrae SIM estimates

Le nostre stime per il FY19-23E mostrano un CAGR di crescita pari al 8,9%, con Sales che passano da €11,6 mln nel FY19A a €16,3 nel FY23E. L'incidenza delle Sales sul Gross Travel Value è stata mantenuta pressoché stabile, pari a ca. l'88%.

Molto più elevata stimiamo la crescita dell'Ebitda, grazie alle numerose iniziative messi in atto e che aumentano in modo considerevole la "potenza di fuoco" rispetto ai competitors. Secondo le nostre stime il CAGR dell'Ebitda è del 31,6%.

La forte crescita, come dicevamo, trova fondamento nelle numerose iniziative già intraprese ad alta scalabilità, in grado di intensificare l'offerta turistica e allungare la stagione in particolare della regione Sardegna.

**Siamo convinti che nei prossimi anni il Gruppo Portale Sardegna possa vedere il concretizzarsi dell'intenso lavoro del management rivolto all'aumento dell'offerta che il momentaneo arresto dell'attività ha solo rimandato nel tempo.**

## 3. Valuation

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

### 3.1 DCF Method

**Fig. 4 – WACC**

Wacc calculation		7,54%
Risk Free Rate	2,00% $\alpha$ (specific risk)	2,50%
Market Premium	7,37% Beta Adjusted	0,87
D/E (average)	66,67% Beta Relevered	1,28
Ke	10,88% Kd	3,50%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo considerato un rischio specifico addizionale pari al 2.5%.  
Ne risulta quindi un WACC pari a 7,54%

**Fig. 5 – DCF Valuation**

DCF Valuation		4.977,4
FCFO actualized	1.475,4	21%
TV actualized DCF	5.624,2	79%
<b>Enterprise Value</b>	<b>7.099,6</b>	100%
NFP (FY18A)	2.122,2	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e, prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di €4,98 mln.**

**Fig. 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis**

		WACC						
		6,79%	7,04%	7,29%	7,54%	7,79%	8,04%	8,29%
TV	1,75%	6,90	6,47	6,07	5,71	5,37	5,07	4,78
	1,50%	6,55	6,15	5,78	5,44	5,13	4,85	4,58
	1,25%	6,22	5,85	5,51	5,20	4,91	4,64	4,39
	1,00%	5,93	5,59	5,27	4,98	4,71	4,45	4,22
	0,75%	5,66	5,34	5,04	4,77	4,52	4,28	4,06
	0,50%	5,41	5,11	4,83	4,58	4,34	4,11	3,90
	0,25%	5,18	4,90	4,64	4,40	4,17	3,96	3,76

Source: Integrae SIM

**Fig. 7 – Market Multiples**

Company	EV/Ebitda				EV/Ebitda				EV/Ebitda			
	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
Expedia Group, Inc.	5,2	7,5	4,3	4,0	12,3	11,5	7,9	7,6	10,2	23,2	7,7	7,3
Booking Holdings Inc.	10,2	15,1	10,0	9,4	11,1	19,4	10,8	10,4	13,8	18,1	12,2	10,7
TripAdvisor Inc.	5,1	4,9	4,6	4,5	11,8	20,1	9,7	14,1	10,2	12,1	10,1	9,3
TUI AG	3,1	2,8	2,5	2,4	4,8	4,6	3,5	3,4	6,3	5,5	3,8	3,8
Webjet Limited	8,1	7,8	4,7	6,4	14,6	13,4	6,8	13,7	19,0	14,8	9,3	23,3
lastminute.com N.V.	3,0	2,8	2,5		4,2	3,7	3,5		7,5	6,4	5,5	
Hanatour Service Inc.	13,6	14,9	11,7	10,3	117,5	152,9	19,9	13,4	nm	nm	23,6	13,7
Modetour Network Inc.	13,1	10,3	5,5		42,8	32,8	7,6	5,8	76,6	21,8	10,7	10,2
<b>Average</b>	<b>7,7</b>	<b>8,3</b>	<b>5,7</b>	<b>6,2</b>	<b>27,4</b>	<b>32,3</b>	<b>8,7</b>	<b>9,8</b>	<b>20,5</b>	<b>14,6</b>	<b>10,4</b>	<b>11,2</b>

Source: Infinancials

L'equity value di Portale Sardegna, utilizzando i market multiples EV/Ebitda e EV/Ebit, risulta essere pari a circa €5,5 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo una minore capitalizzazione e una minore liquidità rispetto alle società incluse nel panel. Ne risulta un **equity value di €4,1 mln.**

### 3.2 Equity Value

**Fig. 8 – Equity Value**

Equity Value	
Equity Value DCF (€/000)	4.977,4
Equity Value multiples (€/000)	4.123,5
<b>Average Equity Value (€/000)</b>	<b>4.550,5</b>
<b>Target Price (€)</b>	<b>2,76</b>

Source: Integrae SIM

**Ne risulta un equity value pari a €4,55 mln. Il target price è quindi €2,76 (da €4,41) per azione. Rating Buy e rischio Medium (invariati).**

**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 is Integræ SIM's current Head of 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	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
16/6/2019	Buy	4,41	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 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 Integræ SIM's web site ([www.integraesim.it](http://www.integraesim.it)). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRÆ SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integræ SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them.

Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

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

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

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