SIM INTEGRÆ

Date of Production: October 28th, 2020 - 6.30 pm

Date of Publication: October 29th, 2020 - 7.00 am

PORTALE SARDEGNA GROUP

Italy | *FTSE AIM Italia* | *OTA*

Rating: Buy (da Hold) | **Target Price: 4,20 (da €2,76)** | **Risk: Medium**

Stock performance	1W	1M	3M	1Y
absolute	0,00%	-1,00%	-17,15%	-33,56%
to FTSE AIM Italia	7,46%	9,21%	-9,30%	-12,94%
to FTSE STAR Italia	6,67%	-2,92%	-27,25%	-36,79%
to FTSE All-Share	6,91%	8,77%	-18,23%	-12,74%
to FTSE Small Cap	8,86%	7,01%	-14,92%	-17,54%

Stock Data	
Price	€ 1,98
Target price	€ 4,20
Upside/(Downside) potential	112,0%
Bloomberg Code	PSA IM
Market Cap (€m)	3,26
EV (€m)	5,39
Free Float	15,71%
Share Outstanding	1.648.860
52-week high	€ 2,98
52-week low	€ 1,57
Average daily volumes (3m)	2.500

Key Financials (*€m*)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Sales	11,60	5,29	15,13	30,84
EBITDA	0,67	-0,05	0,77	2,09
EBIT	0,07	-0,60	0,37	1,74
Net Profit	0,07	-0,79	0,17	1,25
EPS (€)	0,04	-0,48	0,10	0,76
EBITDA margin	5,8%	-0,9%	5,1%	6,8%
EBIT margin	0,6%	-11,3%	2,5%	5,7%

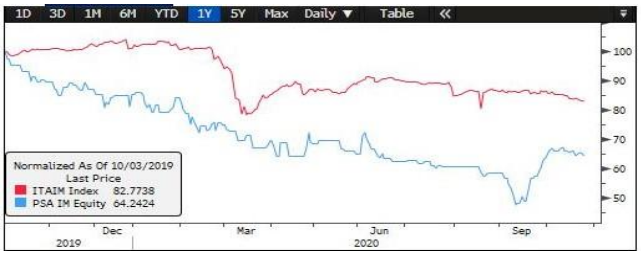
Main Ratios	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	8,0	n.m.	7,0	2,6
EV/EBIT (x)	n.m.	n.m.	n.m.	3,1
P/E (x)	n.m.	n.m.	n.m.	2,6

Antonio Tognoli

+39 02 87208 703

antonio.tognoli@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



1H20 Results

I risultati della società vanno letti alla luce degli effetti provocati dall'emergenza sanitaria Covid-19 nel settore del turismo e principalmente connessi all'adozione di restrizioni alla mobilità per limitarne la diffusione tra la popolazione. Attraverso tale chiave di lettura è possibile valutare buoni i risultati del 1H20, tanto più per aver contenuto gli effetti sull'Ebitda e sulla struttura finanziaria. Le sales sono scese a €1,9 mln da €8,3 mln del 1H19, mentre l'Ebitda è negativo per €0,29 mln (positivo per €0,43 mlm nel 1H19). Nei primi due mesi dell'anno – ante Covid 19 - l'ammontare delle transazioni in linea rispetto all'anno precedente. Ciò a dare evidenza di come i risultati siano stati pesantemente condizionati esclusivamente dalla variabile esogena Covid-19.

2020-23E estimated

I risultati semestrali di una società come Portale Sardegna, contengono naturalmente fattori collegati alla stagionalità. I risultati del primo semestre 2020, oltre a tali effetti, scontano altresì la contrazione delle vendite dovuta al Covid-19. Il management ha lavorato molto per "smorzare" entrambe gli effetti con risultati che saranno pienamente visibili già a partire dal 2021E. In particolare: il consolidamento della partnership con Welcome Travel; il Magazzino Digitale, la Fabbrica Prodotto 4.0 e lo Smart Dynamic Packaging; la salvaguardia del progetto dei Sardinia Local Expert/Portale Sardegna Point. Le nostre stime per il FY20-23E mostrano un CAGR di crescita delle sales superiore al 100%, che passano da €5,3 mln nel FY20A a €46,1 nel FY23E. Più elevata stimiamo la crescita dell'Ebitda, grazie alle numerose iniziative messe in atto e che aumentano in modo considerevole la "potenza di fuoco" rispetto ai competitors e all'accordo con Welcome Italy.

Valuation Update

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

Ne risulta un equity value pari a €6,92 mln (€4,55 mln nella nostra nota del 27 aprile 2020). Il target price è quindi €4,20 (da €2,76) per azione. Rating Buy e rischio Medium (invariati). **Riteniamo che l'accordo strategico con Welcome Italy sia destinato a modificare strutturalmente il futuro del Gruppo Portale Sardegna.In altre parole, siamo convinti che nei prossimi anni il Gruppo 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.**

1. 1H20 Results

I risultati della società vanno letti alla luce degli effetti provocati dall'emergenza sanitaria Covid-19 nel settore del turismo e principalmente connessi all'adozione di restrizioni alla mobilità per limitarne la diffusione tra la popolazione. Attraverso tale chiave di lettura è possibile valutare buoni i risultati del 1H20, tanto più per aver contenuto gli effetti sull'Ebitda e sulla struttura finanziaria.

Il valore della produzione è sceso a €1,9 mln da €8,3 mln del 1H19, mentre l'Ebitda è negativo per €0,29 mln (positivo per €0,43 mlm nel 1H19). L'andamento del Gruppo non poteva non risentire in modo rilevante dello shock da Covid-19, che ha creato le condizioni per arrestare l'operatività delle imprese del comparto turistico, con la conseguente contrazione delle vendite e l'incremento delle cancellazioni dei viaggi. Nel periodo del lockdown le società del Gruppo hanno dedicato una parte rilevante delle loro energie alla gestione delle cancellazioni, riprotezioni, rimborsi ai clienti che hanno deciso di non partire e alla conseguente gestione dei fornitori, assicurando costantemente e regolarmente l'operatività e il servizio alla clientela e a tutti i soggetti interessati.

Nei primi due mesi dell'anno - ante Covid 19 - si è assistito a un ammontare delle transazioni sostanzialmente in linea rispetto all'anno precedente. Ciò a dare evidenza di come i risultati siano stati pesantemente condizionati esclusivamente dalla variabile Covid-19 esogena rispetto al mercato di riferimento.

L'Ebitda riflette come il Gruppo abbia prontamente adeguato la struttura dei costi, principalmente relativi alle spese generali, advertising online e consulenze (-56,8% rispetto al 1H19), all'andamento del valore della produzione. Il calo del costo del lavoro evidenzia l'adozione delle misure relative all'impiego di ammortizzatori sociali, consentite dal Governo italiano.

La PFN peggiora leggermente, raggiungedo €3,2 mln (€2,6 mln nel FY19), con disponibilità liquide pari a €3,5 mln (€2,0 mln nel FY19). Il peggioramento è dovuto all'assorbimento di cassa da parte della gestione caratteristica rappresentata dall'Ebitda, dagli investimenti che il Gruppo ha proseguito nel corso del semestre e dal mancato recupero di crediti commerciali, dovuto al blocco delle attività nel periodo del lockdown e che tuttavia si sta procedendo ad incassare nel secondo semestre dell'esercizio in corso. Il Gruppo dimostra di possedere una liquidità considerevole (a cui tra l'altro si aggiungono potenziali €0,5 mln di affidamenti inutilizzati) idonea a garantire la prosecuzione delle attività negli anni successivi anche nell'ipotesi in cui gli scenari dovesse ulteriormente peggiorare.

Il management ha scelto di modificare la struttura del debito utilizzando una parte della liquidità ottenuta dal prestito obbligazionario per estinguere due mutui bancari, e di rinviare al futuro sia la chiusura degli altri mutui in essere che gli ulteriori investimenti previsti per la crescita, tutto ciò al fine di salvaguardare la liquidità aziendale senza intaccare la solidità finanziaria del Gruppo. La graduale sostituzione è stata temporaneamente sospesa per garantire in qualsiasi scenario la liquidità necessaria a salvaguardare la continuità aziendale; in tale contesto si tenga conto dell'adozione delle misure previste dal Governo italiano relative alla moratoria sui pagamenti delle rate dei mutui bancari in essere. Infine, la variazione della PFN dipende anche dagli investimenti effettuati dal Gruppo per consentire la scalabilità del modello di business in primis a vantaggio del progetto Welcome to Italy.

1.1 L'operazione Welcome to Italy

Portale Sardegna ha avviato un'alleanza strategica con Welcome Travel Group SpA (società partecipata al 50% da Alpitour e al 50% da Costa Crociere) per rilanciare il progetto "Welcome to Italy" e creare un nuovo modello di business turistico "Incoming Italy".

L'Emittente, oltre a mettere a disposizione delle agenzie Welcome la piattaforma tecnologica di sua proprietà, gestirà il contact center e sarà il Tour Operator di riferimento di tutte le transazioni generate dal nuovo portale Welcome to Italy. In tal modo l'azienda potrà ampliare il proprio modello di business nel resto d'Italia, collaborando con un partner di prim'ordine, già player affermato e con un network consolidato di agenzie di viaggio sul mercato.

La piattaforma online di proprietà di Portale Sardegna è stata personalizzata per Welcome Travel, integrando il sistema di prenotazione con il motore di ricerca WELGo!. Ciò al fine di ottimizzare la potenza del canale distributivo di Welcome Travel, rappresentato dalle 1200 agenzie di viaggio, che in tal modo saranno agevolate e incentivate a vendere il prodotto Incoming creato in house.

L'alleanza strategica e il rilancio di "Welcome to Italy" consentiranno all'azienda non solo di estendere al territorio nazionale l'esperienza già sperimentata in Sardegna, ma anche di proporre il modello alle agenzie di viaggio di elevato standing. Oltre a mettere a disposizione un canale distributivo di primo ordine per il lancio della nuova piattaforma Incoming, il partner Welcome Travel Group sta collaborando fattivamente per creare la rete degli Italy Local Expert, selezionandoli proprio tra le 1200 agenzie di viaggio del Network. La nuova gerarchia di governance local sarà costituita da 15 Regional Manager che gestiranno le macro aree turistiche individuate e, per ciascuna di esse, si ipotizzano in media 20 Italy Local Expert che andranno ad aggiungersi ai Sardinia Local Expert già attivi nell'Isola.

L'iniziativa si collega anche alla Product Factory 4.0 su Openvoucher.com, la cui gamma di opzioni include la nuova soluzione di viaggio Smart Dynamic Packaging: un pacchetto innovativo che unisce i vantaggi di un'offerta preconfezionata di servizi turistici con la libertà di personalizzazione per i clienti, quindi colmare il divario tra i pacchetti tradizionali proposti dalle agenzie di viaggio di alto livello e la capacità di personalizzazione tipica delle OTA. Ed è proprio tale nuovo modello di business che sposa i vantaggi delle agenzie di viaggio tradizionali con quelli delle OTA, che ha suscitato l'interesse del di Welcome Travel Group. Una rivoluzione non solo per i clienti ma anche, e soprattutto, per gli operatori, attraverso il connubbio tra consulenza sul territorio e tecnologia che consente di industrializzare il processo packaging del prodotto turistico, con una drastico efficientamento dello stesso e la possibilità di creare una catalogo prodotto multi.destinazione e multi-target.

Per le agenzie di viaggio della rete Welcome si prospetta l'opportunità di vendere un prodotto che tradizionalmente appartiene al turismo di prossimità. Ciò in un momento storico in cui le altre destinazioni sono ferme, e di affiancare. a un modello di business maturo (quello dell'outgoing). il segmento Incoming attraverso un approccio innovativo, in cui si è riusciti, per la prima volta in Italia, a creare le condizioni per adottare economie di scala sul Marketing & Distribution e sulla tecnologia.

1.2 Le stime 2020-23E

I risultati semestrali di una società come Portale Sardegna, contengono naturalmente fattori collegati alla stagionalità. I risultati del primo semestre 2020, oltre a tali effetti, scontano altresì la contrazione delle vendite dovuta al Covid-19. Nonostante le difficoltà del mercato turistico, direttamente interessato dalle scelte adottate dalle istituzioni pubbliche, **la società ha registrato un incremento soddisfacente del volumi di affari nei mesi di luglio e agosto rispetto ai mesi precedenti, ciò anche grazie ai buoni risultati ottenuti nelle destinazioni Puglia e in Sicilia proposte attraverso i siti di ecommerce a marchio Charming** (a dimostrazione dell'importanza della diversificazione geografica) **e all'exploit relativo al segmento dell'extralberghiero,** portato avanti attraverso le attività del partner strategico Italianway e dei Portale Sardegna Point.

Il management ha lavorato intensamente per "smorzare" gli effetti legati alla stagionalità e al COvid-19 con risultati che, siamo convinti, saranno pienamente visibili già a partire dal 2021E. In particolare:

- **il consolidamento della partnership con Welcome Travel** che ha portato alla nascita della Business Unit Welcome to Italy e rispondente ad una strategia di acquisizione di nuovi mercati, attraverso investimenti che prevedono l'allargamento della base dei ricavi al di fuori della destinazione Sardegna;
- **il Magazzino Digitale, la Fabbrica Prodotto 4.0, lo Smart Dynamic Packaging** che nel loro complesso consentono l'industrializzazione del processo di profilazione dei prodotti turistici, la creazione di un catalogo prodotti multitarget e l'ingresso in un mercato molto più ampio attraverso l'adozione di costi marginali ridotti, permetteranno a Portale Sardegna di raggiungere volumi di affari tali da ottimizzare la scalabilità dei propri asset immateriali.
- **La salvaguardia del progetto dei Sardinia Local Expert/Portale Sardegna Point,** che ha anticipato la nuova figura dell'Italy Local Expert: la società è pronta a massimizzare il valore emozionale e presentare al mercato un'offerta multicanale e multi-destinazione, con un effetto disruptive nel panorama turistico nazionale, in grado di unire passione e territorialità alla componente tecnologica. L'inteso lavoro svolto potrà generare significative barriere all'entrata, che conferiscono il valore dell'unicità e della non replicabilità all'intero progetto strategico.

L'azienda ha dimostrato di possedere dinamicità, creatività e velocità di implementazione, caratteristiche capaci di ridurre drasticamente il rischio Covid-19. Attualmente risulta poco agevole effettuare stime dell'esercizio in corso, stante la non chiara ripartenza del settore turistico. Purtuttavia in una situazione di incertezza generale **abbiamo stimato una ripresa nel 2021E e 2022E, includendo gli effetti economici e patrimoniali dell'accordo con Welcome Italy, ipotizzando una lenta, graduale e progressiva normalizzazione degli effetti Covid-19. Invariate, come si nota le stime per il 2020E.**

Fig. 1 – Old and New 2020-23E estimates

€/000	2020E			2021E			2022E			2023E		
	New	Old	% ch	New	Old	% ch	New	Old	% ch	New	Old	% ch
Sales	5.289	5.289	0,0%	15.129	7.958	90,1%	30.844	13.569	127,3%	46.133	16.330	182,5%
Ebitda	(50)	(50)	n.m.	772	398	93,9%	2.094	1.436	45,8%	2.957	2.022	46,2%
Ebitda margi	*5,9%*	*-0,9%*		*5,1%*	*5,0%*		*6,8%*	*10,6%*		*6,4%*	*12,4%*	
Ebit	(600)	(600)	n.m.	372	(2)	n.m.	1.744	186	n.m.	2.617	1.682	55,6%
Ebit margin	*-11,3%*	*-11,3%*		*2,5%*	*0,0%*		*5,7%*	*1,4%*		*5,7%*	*10,3%*	

Source: Integrae SIM estimates

Le nostre stime, che contengono anche gli effetti economici stimati dell'accordo con Welcome Italy, per il FY20-23E mostrano un CAGR di crescita pari al 100%, con Sales che passano da €5,3 mln nel FY20A a €46,1 nel FY23E. L'incidenza delle Sales sul Gross Travel Value ci aspettiamo che rimanga intorno all'80%.

Si stima maggiormente elevata la crescita dell'Ebitda, grazie alle numerose iniziative sviluppate nei mesi trascorsi e ulteriori rispetto alla partnership Welcome Travel, che aumentano in modo considerevole l'offerta commerciale rispetto ai competitors. Secondo le nostre stime l'Ebitda dovrebbe poter raggiungere nel 2023E circa €2,9 mln (da negativo per €0,05 mln nel 2020E). La crescita interessante trova fondamento nelle numerose iniziative ad alta scalabilità intraprese nel periodo scorso, in grado di potenziare l'offerta turistica e allungare la stagione, in particolare nella destinazione Sardegna.

Riteniamo che l'accordo strategico con Welcome Travel Group sia destinato a modificare strutturalmente il futuro dell'Emittente.

In altre parole, è ragionevole considerare che, nei prossimi anni, il Gruppo 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.

SIM INTEGRÆ

2. Economics and Financials

Fig. 2 - Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/000)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Gross Travel Value	**12.500**	**13.404**	**6.100**	**19.150**	**38.555**	**57.666**
Transaction Costs	1.454	1.800	811	4.022	7.711	11.533
Sales	**11.046**	**11.604**	**5.289**	**15.129**	**30.844**	**46.133**
Cost of Production	10	7	5	12	14	15
Services	8.999	9.556	4.269	13.150	27.346	41.597
Use of asset owned by others	111	75	25	40	90	135
Others Operating Expenses	72	34	40	55	100	150
Employees	1.199	1.257	1.000	1.100	1.200	1.280
EBITDA	**654**	**675**	**(50)**	**772**	**2.094**	**2.957**
EBITDA Margin	5,9%	5,8%	-0,9%	5,1%	6,8%	6,4%
D&A	591	603	550	400	350	340
EBIT	**64**	**72**	**(600)**	**372**	**1.744**	**2.617**
EBIT Margin	0,6%	0,6%	-11,3%	2,5%	5,7%	5,7%
Financial Management	(90)	(65)	(240)	(230)	(220)	(220)
EBT	**(27)**	**7**	**(840)**	**142**	**1.524**	**2.397**
Taxes	41	(60)	(50)	(25)	274	431
Net Income	**(68)**	**66**	**(790)**	**167**	**1.249**	**1.966**

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/000)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Fixed Asset	**4.403**	**5.227**	**5.000**	**4.750**	**4.500**	**4.250**
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
Operating Working Capital	**(618)**	**(959)**	**(850)**	**(650)**	**(450)**	**(350)**
Other Assets	114	169	159	250	275	285
Other Liabilities	43	48	50	55	60	65
Net Working Capital	**(547)**	**(838)**	**(741)**	**(455)**	**(235)**	**(130)**
Severance Indemnities & Other Provision	308	329	400	450	450	465
NET INVESTED CAPITAL	**3.548**	**4.059**	**3.859**	**3.845**	**3.815**	**3.655**
Share Capital	82	82	82	82	82	82
Reserves and Retained Profits	2.045	1.788	1.854	1.064	1.231	2.481
Net Profit	(68)	66	(790)	167	1.249	1.966
Equity	**2.060**	**1.936**	**1.147**	**1.314**	**2.563**	**4.529**
Cash and Cash Equivalent	1.140	1.989	1.133	1.322	2.136	3.924
Financial Debts	2.628	4.111	3.845	3.853	3.388	3.050
Net Financial Position	**1.488**	**2.122**	**2.712**	**2.531**	**1.252**	**(874)**
TOTAL SOURCES	**3.548**	**4.059**	**3.859**	**3.845**	**3.815**	**3.655**

CONSOLIDATED CASH FLOW	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
EBIT	64	72	(600)	372	1.744	2.617
Taxes	41	(60)	(50)	(25)	274	431
NOPAT	**23**	**131**	**(550)**	**397**	**1.469**	**2.186**
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)
Change in NWC	*608*	*292*	*(97)*	*(286)*	*(220)*	*(105)*
Change in Provision	171	21	71	50	0	15
OPERATING CASH FLOW	**1.392**	**1.047**	**(26)**	**561**	**1.599**	**2.436**
Investments	(2.914)	(1.427)	(323)	(150)	(100)	(90)
FREE CASH FLOW	**(1.522)**	**(380)**	**(349)**	**411**	**1.499**	**2.346**
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
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	**163**	**849**	**(855)**	**189**	**814**	**1.788**

Source: Portale Sardegna Group and Integrae SIM estimates

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. 3 – WACC

Wacc calculation			8,39%
Risk Free Rate	0,50%	α (specific risk)	2,50%
Market Premium	8,46%	Beta Adjusted	1,10
D/E (average)	66,67%	Beta Relevered	1,63
Ke	12,31%	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 8,39%

Fig. 4 – DCF Valuation

DCF Valuation		8.687,9
FCFO actualized	2.519,7	23%
TV actualized DCF	8.290,4	77%
Enterprise Value	**10.810,1**	100%
NFP (FY19A)	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 €8,69 mln.**

Fig. 5 – Equity Value – Sensitivity Analysis

	WACC						
	7,64%	7,89%	8,14%	8,39%	8,64%	8,89%	9,14%
1,75%	11,16	10,60	10,10	9,62	9,19	8,78	8,40
1,50%	10,72	10,21	9,73	9,29	8,88	8,49	8,14
1,25%	10,32	9,84	9,39	8,98	8,59	8,23	7,89
TV 1,00%	9,95	9,50	9,08	8,69	8,32	7,98	7,66
0,75%	9,60	9,18	8,79	8,42	8,07	7,74	7,44
0,50%	9,28	8,89	8,51	8,16	7,83	7,52	7,23
0,25%	8,99	8,61	8,26	7,92	7,61	7,32	7,04

Source: Integrae SIM

Fig. 6 – Market Multiples

Company	EV/Ebitda				EV/Ebit				P/E			
	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
Expedia Group, Inc.	nm	11,4	7,1	5,3	nm	50,7	14,1	8,4	nm	51,1	15,6	9,6
Booking Holdings Inc.	48,9	16,0	11,7	10,0	121,0	20,2	12,9	11,2	87,0	23,2	15,1	16,3
TripAdvisor Inc.	nm	10,7	6,5	5,2	nm	nm	22,7	10,0	nm	33,3	16,7	10,8
TUI AG	nm	4,1	2,5	2,1	nm	12,6	4,6	3,6	nm	nm	5,6	3,3
Webjet Limited	nm	15,6	8,6	15,8	nm	30,9	12,0	53,5	nm	37,6	15,0	40,5
lastminute.com N.V.	50,6	3,7	2,5		5,3	10,7	4,5		nm	20,1	8,5	
Hanatour Service Inc.	nm	14,9	8,1		nm	nm	15,2		nm	51,7	15,7	
Modetour Network Inc.	nm	13,1	5,4		nm	30,5	6,9		nm	20,3	13,1	
Average	**49,8**	**11,2**	**6,6**	**7,7**	**63,1**	**25,9**	**11,6**	**17,3**	**87,0**	**33,9**	**13,2**	**16,1**

Source: Infinancials

L'equity value di Portale Sardegna, utilizzando i market multiples EV/Ebitda e EV/Ebit, risulta essere pari a circa €6,9 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 €5,2 mln.**

3.2 Equity Value

Fig. 7 – Equity Value

Equity Value	
Equity Value DCF (€/000)	8.687,9
Equity Value multiples (€/000)	5.155,5
Average Equity Value (€/000)	**6.921,7**
Target Price (€)	**4,20**

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value pari a €6,92 mln (€4,55 mln nella nostra nota del 27 aprile 2020). Il target price è quindi €4,20 (da €2,76) 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 analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integrae SIM's current Head of Research, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalists guilt. Mattia Petracca is current 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 table below, shows INTEGRAE SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
16/06/2019	Buy	4,41	Medium	Initiation of Coverage
27/04/2020	Buy	2,76	Medium	FY19 Results
08/06/2020	Buy	2,76	Medium	Welcom Travel Partnership

The list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integrae SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integrae SIM website.

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRAE SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRAE SIM SpA shall not be directly and/or indirectly held liable for the correctness or completeness of said sources.

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has formalized a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation

of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 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.