

<b>Destination Italia</b>	<i>Italy</i>	<i>Euronext Growth Milan</i>	<i>OTA</i>
<b>Rating: BUY</b>	<b>Target Price: €4,43</b>	<b>Initiation of Coverage</b>	<b>Risk: Medium</b>

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
to FTSE AIM Italia	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
to FTSE STAR Italia	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
to FTSE All-Share	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
to FTSE Mid Caps	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Stock Data	
Price	€ 2.28
Target price	€ 4.43
Upside/(Downside) potential	95%
Bloomberg Code	DITIM
Market Cap (€m)	27.59
EV (€m)	29.19
Free Float	27,09%
Share Outstanding *)	12,128,600
52-week high	€ 2.70
52-week low	€ 1.43
Average daily volumes (3m)	n.a.

\*) Post green shoe

Key Financials (€m)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Value of Production	7.06	7.30	51.18	70.07
EBITDA	-2.91	-1.42	0.19	0.49
EBIT	-2.91	-2.35	-0.93	-0.69
Net Profit	-2.44	-2.48	-0.98	-0.93
EPS (€)	-0.20	-0.20	-0.08	-0.08
EBITDA margin	-41.2%	-19.5%	0.4%	0.7%
EBIT margin	-41.2%	-32.2%	-1.8%	-1.0%

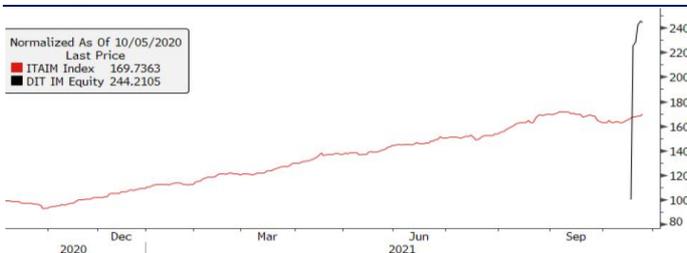
Main Ratios	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
EV/EBITDA (x)	n.m.	n.m.	154.4	59.3
EV/EBIT (x)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
P/E (x)	n.m.	n.m.	n.m.	-29.5

**Antonio Tognoli**

+39 02 87208 703

antonio.tognoli@integraesim.it

### Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



### Activity

Il Gruppo Destination Italia è stato costituito con l'obiettivo di promuovere l'offerta turistica italiana e servire le aziende del settore con servizi innovativi. Destination Italia conta oltre 1.000 B2B in più di 85 paesi al mondo, oltre 10.000 hotel convenzionati ed experience providers, oltre € 35 mln di fatturato (consolidato 2019 pre-covid), circa 90 dipendenti e vanta un churn rate clienti dal 2017 pari a zero. Destination Italia è un brand giovane, nato con l'ambizione di essere l'interlocutore principale per i tour operator e le agenzie di viaggio in prevalenza straniere che propongono l'Italia come meta ai propri clienti e i provider italiani di esperienze distintive che ricercano l'ampliamento e la stabilizzazione della domanda turistica.

### Market

Il turismo rappresenta l'1% del PIL Italiano. I dati pre-pandemia della Banca d'Italia indicano che nel nostro paese le entrate per viaggi internazionali nel 2019 hanno raggiunto € 44,3 mld, pari al 41% delle esportazioni di servizi e a circa l'8% di quelle complessive. Le spese per viaggi all'estero, pari a € 27,1 mld, hanno rappresentato un quarto delle importazioni di servizi e il 5% di quelle complessive. Il saldo dei viaggi dell'Italia era strutturalmente positivo: € 17,2 mld nel 2019 (pari all'1,0% del PIL), contribuendo per circa un terzo al saldo del conto corrente (€ 52,9 mld). Le attese per i prossimi anni indicano un incremento del turismo high-end soprattutto proveniente dai paesi asiatici, Cina in testa.

### Valuation

Al fine della valutazione del fair value del Gruppo Destination Italia, abbiamo usato diversi modelli valutativi: lo sconto dei flussi di cassa (DCF) e l'Excess Return. Ciascun modello di valutazione è in grado di cogliere uno o più aspetti della vita di un'azienda: reddituale, patrimoniale, basato sui flussi di cassa, basato sulla comparazione di aziende "simili" quotate. Per questo motivo, riteniamo che il mix tra le diverse valutazioni, sia in grado di meglio cogliere il "corretto fair value" di una società caratterizzata da un enorme mercato potenzialmente aggredibile, flussi di cassa crescenti, management quality. Non abbiamo calcolato il fair value della società attraverso un confronto con diversi comparables per la scarsa significatività dei multipli medi. **Iniziamo la copertura di Destination Italia con un TP di € 4,43 per azione, Buy rating e Medium risk.**

## Sommario

1.	Company Overview .....	3
1.1	L'attività .....	3
1.2	Storia Societaria .....	3
1.3	Struttura del Gruppo .....	4
1.4	Key People.....	5
2.	Il Business Model .....	6
2.1	Value Proposition.....	6
2.2	La piattaforma proprietaria .....	8
2.3	Business Process .....	10
2.4	I principali clienti .....	12
2.5	I principali fornitori .....	14
3.	Il mercato .....	15
3.1	Il 2019 – pre Covid-19 .....	15
3.2	Il 2020 e il Covid-19 .....	16
3.3	Il nuovo paradigma del settore turistico Italiano.....	19
3.4	Il turismo Cinese.....	22
4.	Posizionamento Competitivo .....	24
4.1	Swot .....	28
5.	Economics & Financials.....	29
5.1	FY20A Results .....	30
5.2	FY21E – FY27E Estimates .....	31
5.3	Use of Proceeds .....	34
6.	Valuation .....	36
6.1	Il DCF .....	37
6.2	L'Excess Return .....	39
6.4	Il confronto con i multipli medi.....	40
7.	Valuation .....	40

## 1. Company Overview

### 1.1 L'attività

Il Gruppo Destination Italia (DI) è stata costituita nel settembre 2016, da Lastminute.com e Intesa San Paolo con il preciso obiettivo di promuovere l'offerta turistica italiana e di servire le aziende del settore con servizi innovativi. DI è oggi una realtà che conta oltre 1.000 B2B in più di 85 paesi al mondo, oltre 10.000 hotel convenzionati ed experience providers, oltre € 35 mln di fatturato (consolidato 2019 pre-covid), circa 90 dipendenti e vanta un *churn rate* clienti dal 2017 pari a zero. DI è una società iscritta nella sezione delle Start-up Innovative dal 6/10/2016 e successivamente sempre confermata.

Come è facile intuire, DI è un brand giovane, nato con l'ambizione di essere l'interlocutore principale per i tour operator e le agenzie di viaggio in prevalenza straniere che propongono l'Italia come meta ai propri clienti e i provider italiani di esperienze distintive che ricercano l'ampliamento e la stabilizzazione della domanda turistica. Ad oggi l'offerta del gruppo comprende le mete turistiche italiane più importanti ed è presente su scala globale nei mercati dei principali Paesi che "esportano" turisti (Cina, Russia, Stati Uniti, Medio Oriente Latin America, Australia, Europa, etc...).

La pandemia mondiale, se da un lato ha avuto l'effetto di limitare di molto i flussi turistici, dall'altro ha creato l'opportunità per il nostro Paese di ripensare l'offerta turistica di qualità, soprattutto incoming. DI si pone al mercato quale "Champion" allo scopo di soddisfare la crescente domanda di turismo incoming alla ricerca della qualità e del lusso.

DI può quindi essere definita come una "Destination Management Company" con un modello nativamente digitale che si propone di innovare il settore del turismo incoming di qualità in Italia. Per fare questo DI ha customizzato una propria piattaforma di "Incoming Marketplace" per gli intermediari Travel con un modello di servizio digitale e soprattutto customizzato. DI connette tour operators e travel agencies internazionali con l'ecosistema dell'offerta turistica italiana di qualità che offre pacchetti esperienziali unici e customizzati attraverso l'Innovazione nei canali digitali e la Competenza e l'Affidabilità uniche di una solida realtà societaria.

### 1.2 Storia Societaria

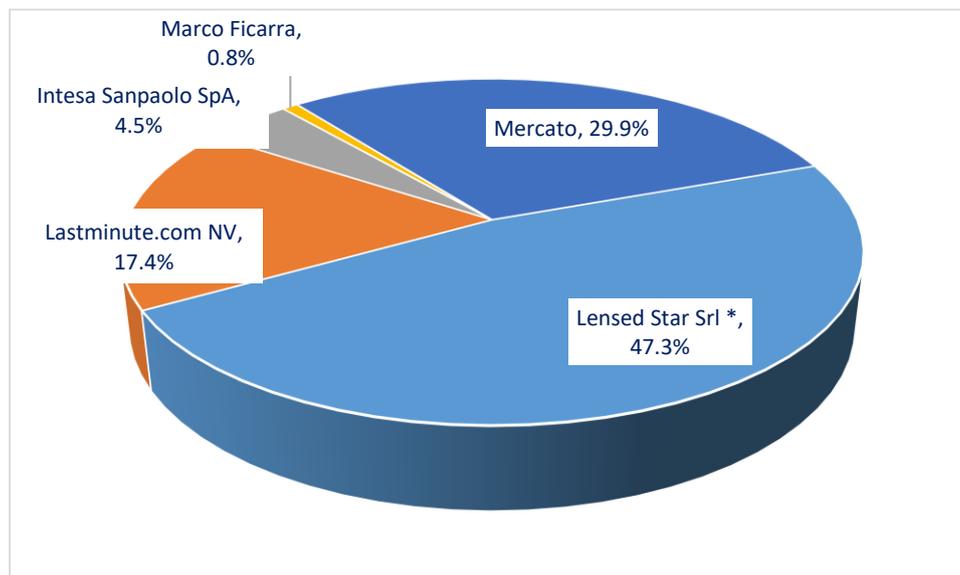
**Fig. 1 – Company Story**



- Nel settembre 2016 viene costituita DI da Lastminute.com e Intesa Sanpaolo, con l'obiettivo di promuovere l'offerta turistica italiana e di servire le aziende del settore con servizi innovativi col brand Destination Italia;
- Nel 2017 l'azienda è pronta ad espandere il proprio business con l'affitto della società Holding Tourism System Srl, ramo d'azienda di Gartour, operatore specializzato nell'incoming B2B con forte presenza nel mercato Russo, ma con prodotti a marginalità molto bassa. Nel 2019 DI ha effettuato l'acquisto del ramo d'azienda;
- All'inizio del 2019 a fronte di limitati risultati commerciali e operativi, gli azionisti ritengono necessario un cambio di management che, da subito, avvia un processo di ristrutturazione e riduzione costi. Ristrutturazione che nel corso del 2019 viene completata implementando un nuovo approccio al mercato, lanciando il segmento lusso con il marchio SONO Travel Club e investendo nell'automazione delle operations (e.g. canale XML);
- Tra il 2020-21 l'impatto della pandemia sul settore turistico ha spinto il management ad attivare leve di riduzione dei costi e ad avviare un MBO per accelerare la crescita. Oggi DI vede una decisa ripartenza dovuta alla ripresa del settore turistico e alle iniziative in corso / pianificate per aggredire nuovi mercati grazie a modelli e strumenti innovativi;
- Per l'anno 2021 DI ha in piano la quotazione sul mercato AIM Italia al fine di reperire risorse finalizzate alla prosecuzione e all'accelerazione del proprio processo di crescita.

### 1.3 Struttura del Gruppo

**Fig. 2 – The shareholders post green shoe**



Source: Destination Italia. \*) Società controllata per il 69,93% da Dina Ravera e per il 30,07% da Giulio Valiante.

DI è posseduta per una quota pari al 47,3% dalla società Lensed Star Srl, le cui quote sono possedute per il 69,93% da Dina Ravera e per il 30,07% dal Consigliere Giulio Valiante, per il 17,4% da Lastminute.com NV, per il 4,5% da Intesa Sanpaolo e per lo 0,8% da Marco Ficarra. Il flottante post esercizio delle green shoe è del 29,9%.

## 1.4 Key People

### **Dina Ravera** – Presidente e azionista di maggioranza

Laurea in Ingegneria Elettronica e MBA all’Insead di Fontainebleau, ricopre incarichi di vertice in diverse aziende e Istituzioni, sia pubbliche che private. Oltre ad essere azionista e Presidente del Gruppo DI, Dina Ravera è Consigliere Indipendente di A2A, Reply e INWIT, oltre che Presidente di Consiglio Comitato Consultivo di OPC (parti correlate) presso il Fondo Neva First, Presidente dell’Azienda di Servizi alla Persona Istituti Milanesi Martinitt Stelline e Pio Albergo Trivulzio (PAT). Tra gli incarichi pubblici, Dina Ravera è oggi presente nella Fondazione Marisa Bellisario, Inclusione Donna, Fuori Quota, Ned Community, oltre ad essere Vice Presidente di Task Force Italia. Tra le esperienze passate, componente del CdA di OTB (Only the Brave di Renzo Rosso) e il lancio dell’operatore mobile 3 Italia in qualità di Direttore Generale, fino al merger con Wind in qualità di Merger Integration Officer, Dina Ravera ha impostato e seguito la crescita di quello che oggi è il primo operatore di telefonia in Italia. Inoltre Dina Ravera è stata la prima e ad oggi l’unica donna Presidente di ASSTEL, l’Associazione Nazionale delle Telecomunicazioni di Confindustria.

### **Giulio Valiante** – Membro del CdA e azionista

Dopo la laurea in Economia e Commercio Giulio Valiante comincia la propria carriera all’interno del Gruppo Henkel, dove diventa sales manager K client della divisione detersivi a diretto riporto del direttore commerciale. Passa in seguito al Gruppo Johnson Wax Italy e quindi al Gruppo Barilla, dove assume la responsabilità delle strategie e i piani di sviluppo sales del Gruppo.

Co-Fondatore e President marketing services di Buongiorno Vitaminic per 5 anni, in seguito diventa general manager e membro del CdA di MyTV SpA. Dopo un veloce passaggio quale vice presidente di Sitcom SpA, Giulio Valiante decide di iniziare ad investire direttamente in start-up svolgendo il ruolo di Angel. Dal Febbraio 2018 diventa partner di Vertis Sgr.

### **Roberto Panozzo** – General Manager

Dopo la laurea in lingue straniere e un master specialistico nel settore del turismo, nel 2004 Roberto Panozzo inizia a lavorare nel settore turistico in diverse società, fino ad diventare director of hotel contracting and sales Italy di Restel Central de Reservas (Gruppo Hotusa). Il 2011 e fino al 2016 vedono Roberto Panozzo country manager Italy / head of international contracting for southern Europe e nel 2018 entra nel Gruppo DI con il compito di Chief Product Officer.

### **Daniele Simonetti** – Finance Director

Laureato nel 2004 in economia e commercio a La Sapienza di Roma, svolge fino al 2011 attività di revisione contabile presso la Bompani Audit S.r.l. Nel 2011 inizia ad occuparsi, in qualità di responsabile del controllo di gestione, di settore entertainment all’interno di Rainbow Magicland SpA. Nel 2017 consegue il master di II livello in CFO Direzione, amministrazione, finanza e controllo presso l’Università di Pisa, e dal febbraio 2018 è CFO del Gruppo Destination Italy

### **Edoardo Colombo** – Consigliere Indipendente

Esperto di innovazione, specializzato nella trasformazione digitale per la Pubblica Amministrazione e per le Imprese. Consulente libero professionista ha operato e opera come advisor sui temi dell’innovazione e delle tecnologie digitali, con specifico indirizzo verso il turismo. Edoardo Colombo ha maturato molteplici esperienze di gestione delle relazioni istituzionali internazionali e di coordinamento di progetti di marketing aziendale. Alla Presidenza del Consiglio è stato consigliere della Task Force per l’Agenda digitale e nel Cda

dell’Agenzia per la diffusione delle tecnologie dell’innovazione dando vita ai Centri di trasferimento tecnologico italo cinesi.

## 2. Il Business Model

### 2.1 Value Proposition

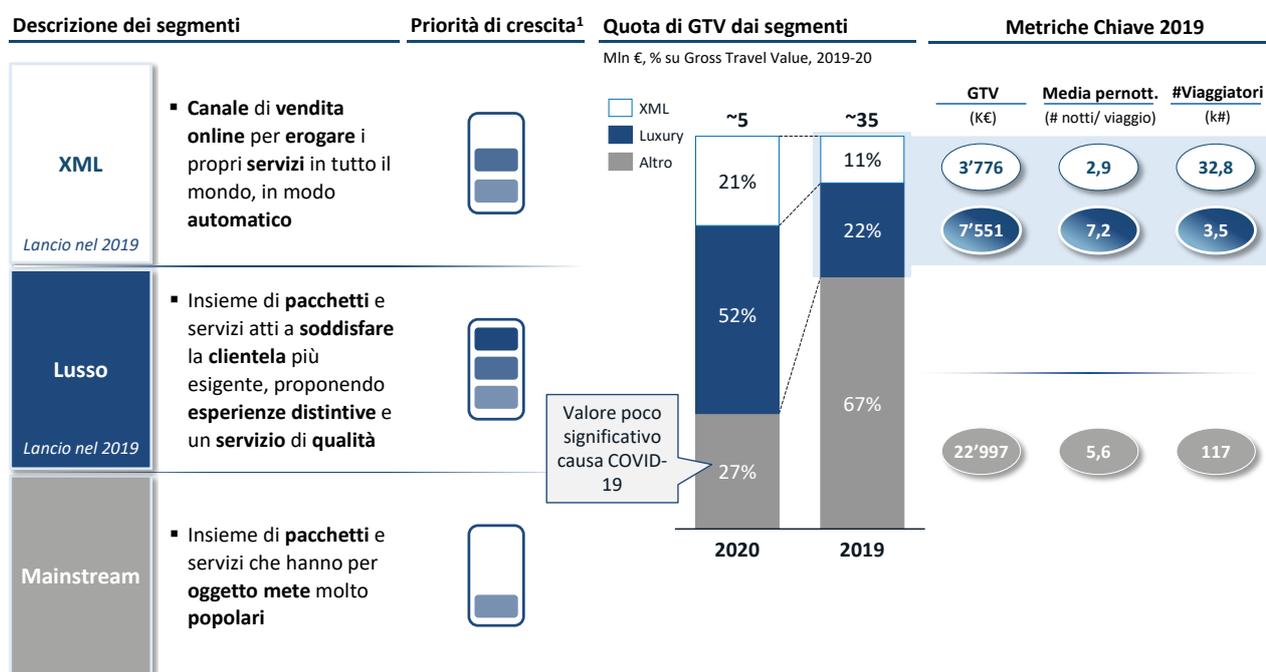
DI è una Destination Management Company operante nel settore turistico incoming di qualità come società B2B che aggrega e struttura l’offerta dei provider e delle strutture ricettive sul territorio italiano e permette di canalizzare la domanda di agenzie di viaggio e tour operator esteri che richiedono pacchetti di viaggio ed esperienze legate a mete italiane.

I fornitori della società sono i provider che sviluppano esperienze o servizi ricettivi basati sul proprio expertise e ambito di focalizzazione e ricercano un canale di vendita per garantire ricavi e stabilità al proprio business: hotel, agriturismo, azienda vitivinicola etc.

L’offerta di DI si rivolge a tour operator e agenzie di viaggio esteri, che ricercano prodotti e servizi esperienziali strutturati, di grande fascino e legati all’Italia, allo scopo di ampliare la propria offerta, acquisire nuovi segmenti di clientela, incontrare le esigenze e i desideri in continua evoluzione della clientela attuale e, grazie alla figura di un intermediario esperto, ridurre il rischio di business dovuto alla distanza geografica.

DI opera attraverso due marchi principali (Destination Italia e SONO Travel Club) e tre segmenti principali: XML, Luxury e High end (SONO Travel Club) e Mainstream:

Fig. 3 – Breakdown dei segmenti operativi



Source: Bilancio di esercizio e management aziendale; 1) Priorità strategica di investimento di Destination Italia per i prossimi anni.

- **XML**, che rappresentava a fine 2020 il 21% circa (11% nel 2019) del Gross Travel Value. E’ un canale di vendita online per erogare i propri servizi in tutto il mondo, in modo automatico;

- **SONO (Luxury e High end)**, che rappresentava nel 2020 il 52% (22% nel 2019) circa del Gross Travel Value. Intendendosi tale l'insieme di pacchetti e servizi rivolti a soddisfare la clientela più esigente, proponendo esperienze distintive e un servizio di qualità. In questo segmento DI ha sviluppato un'offerta dedicata e fortemente esperienziale, con un range di prezzo che varia da € 2.000 a € 25.000 per un periodo di circa 7 notti. Di seguito alcuni pacchetti dell'offerta SONO Travel Club;

Fig. 4 – Alcuni pacchetti dell'offerta Sono

	Nome offerta	Pricing (k€) <sup>1</sup>	Esperienze	
LUXURY TOURS TERRE BORROMEO	<b>GLAM GOLDEN TOUR</b> <i>(6 notti)</i>	23	<p>Viaggio alla scoperta del Lago di <b>Como e Maggiore</b>, tra <b>pernottamenti romantici, visite turistiche e boat tours</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 2 Notti in <b>Villa e Palazzo Aminta 5*L</b></li> <li>▪ <b>Tour guidato Isola Bella</b></li> <li>▪ <b>Lago Maggiore in barca</b></li> <li>▪ <b>Visita Lago di Como</b></li> </ul>	<p>Isola bella</p>
	<b>EXCLUSIVE FASHION BREAK</b> <i>(5 notti)</i>	14	<p>Per <b>vivere la tranquillità del Lago Maggiore</b> e la frenesia della città di <b>Milano</b> all'insegna dello <b>shopping</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 2 Notti in <b>Villa e Palazzo Aminta 5*L</b></li> <li>▪ <b>Visita privata Isola Bella con aperitivo</b></li> <li>▪ <b>FD Lago Maggiore in auto con guida locale</b></li> <li>▪ <b>Personal stylist a disposizione 8h su Milano</b></li> </ul>	<p>Milano</p>

Source: Destination Italia; 1) Prezzo minino al TO (clienti DI)

- **Mainstream**, che rappresentava nel 2020 il 27% (valore scarsamente significativo a causa della pandemia; nel 2019 era il 67%) del Gross Travel Value. Ovvero l'insieme di pacchetti e servizi che hanno per oggetto mete molto popolari, caratterizzato da viaggi con un ticket medio di circa € 200 per un pernottamento medio di circa 6 notti. Di seguito alcuni pacchetti dell'offerta Mainstream:

Fig. 5 – Alcuni pacchetti del segmento Mainstream

	Nome offerta	Pricing (€) <sup>1</sup>	Esperienze	
VENETO	<b>SOGGIORNO VISTA LAGO</b>	307	<p>Un clima di totale tranquillità tra il verde, i viali fioriti e soprattutto l'incantevole vista del <b>Lago di Garda</b>. Tutto questo per godersi un <b>breve soggiorno di relax</b> dedicato a sé stessi e al proprio benessere</p>	<p>Lago di Garda</p>
PIEMONTE	<b>A CAVALLO NELLE LANGHE</b>	327	<p>Per vivere un'esperienza unica, in un <b>ambiente rurale</b>, atmosfera ideale per tranquille <b>passeggiate a cavallo</b> tra boschi, sentieri e colline, in completo relax respirando i profumi più autentici della natura, vieni a passare <b>2 giorni nelle Langhe</b></p>	<p>Langhe</p>
LAZIO	<b>FOOD, WINE &amp; RELAX AI CASTELLI ROMANI</b>	485	<p>Il territorio è quello dei <b>Castelli Romani</b>, distante neanche mezz'ora di macchina dal centro di Roma, un paesaggio iconico, carico di personalità e di suggestioni rintracciabili soprattutto nei profili dei suoi <b>borghi storici</b> e nei sapori delle sue <b>eccellenze enogastronomiche</b></p>	<p>Castelli Romani</p>
FRIULI VENEZIA GIULIA	<b>CASTELLO DI SPESSA: LA QUIETE DELLA NATURA</b>	478	<p>Rilassarsi nello scenario incantato del <b>Castello di Spessa</b>, circondato da parchi e vigneti pittoreschi. Soggiorno unico alla ricerca della quiete e di una sinfonia di <b>gusti tipici del territorio</b></p>	<p>Castello di Spessa</p>

Source: Destination Italia; 1) Prezzo minino al TO (clienti DI)

## 2.2 La piattaforma proprietaria

Elemento centrale dell'offerta della società è costituito dalla piattaforma digitale. Sviluppata e customizzata nel corso degli ultimi anni, questa conferisce a DI un innegabile vantaggio nei confronti dei competitors e costituisce un abilitatore chiave per la scalabilità del business. Parte strategica della customizzazione è il software Parse2Book, interamente sviluppato internamente, che ragiona come un'intelligenza artificiale che "legge e interpreta" le richieste dei clienti proponendo loro diverse soluzioni. Il software, ulteriormente implementabile, è stato registrato presso la SIAE.

La piattaforma fa parte di un sistema open, snello e scalabile, customizzato su ogni segmento del business e che consente di fare leva sulle soluzioni "best of breed" di mercato.

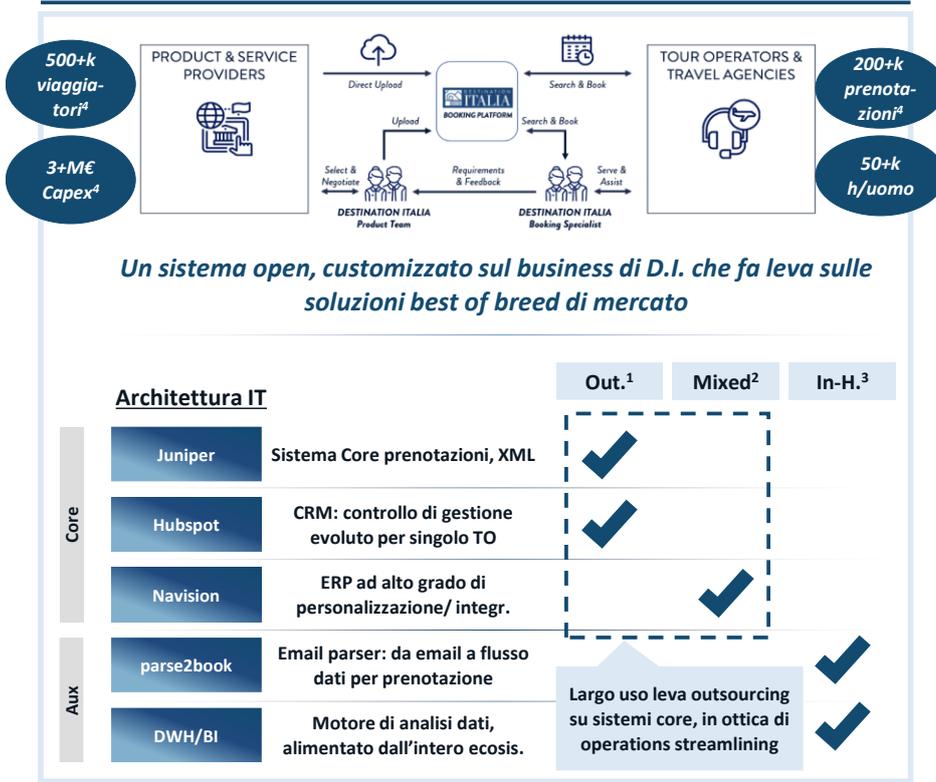
DI è un innovatore del mercato, che può far leva su modelli e funzionalità distintive grazie alla architettura e al software della piattaforma proprietaria.

In sintesi, la piattaforma è in grado di soddisfare contemporaneamente le esigenze delle diverse anime aziendali. In particolare:

- **Pipeline Management.** Gestione collettiva del backlog prenotazioni, con WF di lavoro condiviso e notifiche automatiche. Il software Parse2Book, a fronte della ricezione di una prenotazione via Mail, consente di analizzare e trasformare il testo in dato, ottimizzando l'inserimento all'interno del sistema di prenotazione;
- **Integrated data analysis.** Motore di data analysis proprietario, interconnesso con l'intera architettura SW;
- **Predictive forecasting a servizio dei sales.** Lettura dello storico relativo alle prenotazioni per proiezione automatica vendite; Sviluppo di algoritmi di predictive forecasting per una maggiore accuratezza nella pianificazione commerciale. Full automation del processo di creazione prodotti tramite lo «studio» continuo da parte dell'AI dei need del cliente in ottica di miglior posizionamento commerciale;
- **Safe payment automation.** Integrazione seamless dei sistemi ERP con il motore di booking, per verifica pagamenti;
- **Tech al servizio delle operations.** Full automation del processo di booking tramite l'evoluzione del machine learning per la lettura/ standardizzazione delle richieste dei clienti, minimizzando l'effort del personale operativo. Full automation del processo di convenzionamento di fornitori e clienti tramite sempre più connessioni XML per minimizzare l'effort di caricamento manuale e automazione del processo di caricamento dei prodotti tramite un processo di uploading, per minimizzare l'effort di caricamento manuale;
- **Tech al servizio della knowledge.** Valorizzazione della base dati e strumenti di analisi per la generazione di «pacchetti» di dati aggregati per la vendita a player interessati (e.g. experience provider, data provider, associazioni di categoria, istituzioni, etc.)

Fig. 6 – Il sistema Destination Italia: la piattaforma operativa

Un sistema snello e scalabile, costruito negli anni...



Source: Destination Italia. 1. Outsourcing; 2. Applicativo proprietario ma gestito da esterni su Cloud; 3. Applicativo sviluppato in-house; 4. Stima valori cumulati 2016-19.

## 2.3 Business Process

La promozione dei propri prodotti e servizi nei principali paesi di provenienza dei turisti, è considerata da Destination Italia come una delle attività strategiche e occupa un posto rilevante fra gli investimenti della Società. Questa, si sviluppa lungo tre direttrici: fisico, digitale e istituzionale.

**Fig. 7 – Business Process**



Source: Destination Italia, elaborazione Integrae SIM

- **Canale fisico:** Partecipazione alle principali fiere del settore turistico nei principali paesi target per presentare i brand Destination Italia e SONO Travel Club e le visite costanti degli agenti presso i clienti;
- **Canale digitale,** secondo tre differenti modalità:
  - sito web: Creazione di sito web localizzato nei paesi a maggiore rilevanza strategica supportati da campagne sui maggiori search engine del Paese. Il sito web ha reso inoltre possibile incontri virtuali con i clienti;
  - social: Co-investimento con Tour Operator locali a supporto della promozione dei prodotti DI sulle principali piattaforme social;
  - Key Opinion Leader (KOL): Coinvolgimento di key opinion leader e influencer, in particolare per i mercati asiatici, impattanti nella scelta della meta e del provider del pacchetto;
- **Canale Istituzionale.** Collaborazioni con istituzioni di rilevanza nazionale ed internazionale come Simest, CDP, Ministero del Turismo, Ministero degli Affari Esteri e della Cooperazione Internazionale per promuovere e supportare la costruzione di Destination Italia come champion del turismo incoming di qualità.

Il business è supportato da una rete di vendita che si caratterizza per la tipologia del contratto di assunzione, per l'area geografica e il brand di riferimento. Sono principalmente due le figure strategiche: il market manager, che include i sales supervisor per le attività globali, che fanno parte del personale dipendente di DI e i sales representative, che sono agenti assunti in loco con contratto a P.IVA. Entrambe le figure professionali gestiscono i tour operators e le agenzie di viaggio relative ad una specifica area geografica loro assegnata.

**Fig. 8 – La rete di vendita**

<b>Rete</b>	<b>Descrizione</b>	<b># Risorse</b>	<b>Mercato di riferimento</b>	<b>Brand</b>
<b>Market Manager</b>	Agenti Destination Italia assunti con <b>contratto dipendente</b> che <b>gestiscono la clientela</b> in termini di tour operator e agenzie di viaggio afferenti ad una <b>specifico area geografica</b>	8 <sup>1</sup>	 Nord America	
			 Europa + Australia	
			 LATAM	+
			 Medio Oriente	
			 Brasile	↓
			 Russia	
			 APAC	↓
<b>Sales Representative</b>	Agenti Destination Italia presenti in loco e assunti con <b>contratto a P. Iva</b> che <b>gestiscono la clientela</b> in termini di tour operator e agenzie di viaggio afferenti ad una <b>specifico area geografica</b>	2 <sup>1</sup>	 Nord America	
			 APAC <sup>2</sup>	↓
			 Est Europa + Russia	

Source: Destination Italia, 1) aggiornato al 14/06/2021; 2) 3 risorse in selezione per l'Area APAC.

## 2.4 I principali clienti

L'analisi dei principali clienti evidenzia differenze sostanziali tra i diversi segmenti di business. Nel segmento XML, i primi 25 clienti rappresentavano a fine 2020 il 92,3% (erano il 99,2% nel 2019) del fatturato del segmento. Di seguito i primi 7 clienti per importanza:

Fig. 9 – Segmento XML – primi 7 clienti

**Top 7 clienti<sup>1</sup> Destination Italia | Focus XML**

Cliente	Mercato	Fatturato 2019 (k€)		Fatturato 2020 (k€)	
		Quota sul tot <sup>2</sup>		Quota sul tot <sup>2</sup>	
RESTEL TRAVEL	 Worldwide	989	25,8%	107	11,1%
ixpira		579	15,1%	113	11,7%
Smyrooms travelino		454	11,9%	165	17,2%
W2M WORLD2MEET WORLDWIDE TRAVEL PARTNER		450	11,8%	114	11,8%
Ctrip		401	10,5%	56	5,8%
ALBATRAVEL		370	9,7%	147	15,2%
Global Travel		132	3,4%	86	8,9%
<b>TOP 25 CLIENTI</b>		<b>3'797</b>	<b>99,2%</b>	<b>890</b>	<b>92,3%</b>

Source: Elaborazione Integrae SIM. 1. Rispetto al contributo al Fatturato 2019; 2) totale fatturato XML

Nel segmento Mainstream, i primi 25 clienti rappresentavano a fine 2020 il 40,6% (erano il 57,1% nel 2019) del fatturato del segmento. Di seguito i primi 7 clienti per importanza:

Fig. 10 – Segmento Mainstream – primi 7 clienti

Cliente	Mercato	Fatturato 2019 (k€)		Fatturato 2020 (k€)	
		Quota sul tot <sup>2</sup>		Quota sul tot <sup>2</sup>	
DELTA VACATIONS	 Nord America	3'349	14,7%	115	9,4%
FLIGHT CENTRE TRAVEL GROUP	 Worldwide	3'011	13,3%	78	6,4%
helloworld TRAVEL THE TRAVEL PROFESSIONALS	 Worldwide	1'055	4,6%	37	3,1%
Andiamo	 Nord America	753	3,3%	18	1,5%
AIRCENTER	 Russia	544	2,4%	0	0%
SUN ISLAND TOURS The International Airline Group Travel Experts	 Worldwide	312	1,4%	0,3	~0%
TourCrafterz part of the autoEurope group	 Nord America	280	1,2%	5	0,5%
<b>TOP 25 CLIENTI</b>		<b>12'978</b>	<b>57,1%</b>	<b>499</b>	<b>40,6%</b>

Source: Elaborazione Integrae SIM. 1. Rispetto al contributo al Fatturato 2019; 2) totale fatturato Mainstream

Nel segmento SONO, i primi 25 clienti rappresentavano a fine 2020 il 65,2% (erano il 64,2% nel 2019) del fatturato del segmento. Di seguito i primi 7 clienti per importanza:

**Fig. 11 – Segmento SONO – primi 7 clienti**

Cliente	Mercato	Fatturato 2019 (k€)		Fatturato 2020 (k€)	
		Quota sul tot <sup>2</sup>			
AIRCENTER	<p>Russia</p>	1'721	22,9%	1'258	52,6%
ARTICUS		302	4,0%	62	2,6%
KMP DMC		256	3,4%	14	0,6%
Sunday		247	3,3%	30	1,3%
ЕВРОБИЗНЕСТУР (Euro Business Tour)		188	2,5%	0,1	0%
Royal Sky		175	2,3%	0,4	0%
LUXURY TRAVEL EST. 1994		158	2,1%	13	0,5%
<b>TOP 25 CLIENTI</b>		<b>4'825</b>	<b>64,2%</b>	<b>1'559</b>	<b>65,2%</b>

Source: Elaborazione Integrae SIM. 1. Rispetto al contributo al Fatturato 2019; 2) totale fatturato SONO

## 2.5 I principali fornitori

I principali 25 fornitori rappresentavano a fine 2020 il 48,9% dei costi diretti. Percentuale completamente differente nel 2019, dove i top 25 erano il 13,3%. Di seguito i primi 4 fornitori strategici.

**Fig. 12 – I principali 4 fornitori (\*)**

Fornitore	Brand	Costo <sup>2</sup> '19 (k€)	Quota su '19	Costo <sup>2</sup> '20 (k€)	Quota su '20
LUXURY REAL ESTATE		0	0%	338	8,2%
FIRST SARDEV SRL		26	0,1%	332	8,1%
GIADA REAL ESTATE SRL		0	0%	189	4,6%
HOTUSA HOTELES/ RESTEL		743	2,4%	151	3,7%
<b>TOP 25 FORNITORI</b>		<b>4'036</b>	<b>13,3%</b>	<b>2'006</b>	<b>48,9%</b>

Source: Elaborazione Integrae SIM. \*) Rispetto al contributo al costo per DI nell'anno di riferimento; 2) Costi diretti

### 3. Il mercato

#### 3.1 Il 2019 – pre Covid-19

Nel 2019 le entrate mondiali da turismo internazionale sono aumentate del 7,4%, a € 1.322 mld. La quota di mercato dell'Italia, il quinto paese al mondo per entrate insieme al Regno Unito, è rimasta stabile. La quota mondiale della Spagna è aumentata, mentre quella degli altri principali paesi europei – Francia, Regno Unito, e Germania – si è leggermente contratta, così come per gli Stati Uniti.

Il numero di visitatori pernottanti in Italia è cresciuto di quasi 3 mln di unità rispetto al 2018 (a 65 mln). Decisamente meno marcato è stato l'aumento dei visitatori stranieri in Spagna, il secondo paese per numero di arrivi dopo la Francia e la Germania. I viaggiatori statunitensi, inglesi e francesi sono quelli che hanno maggiormente contribuito alla crescita della spesa mondiale per turismo internazionale nel 2019, mentre il contributo dei viaggiatori provenienti dalla Cina (i primi nella graduatoria della spesa per viaggi all'estero) è stato negativo. La spesa all'estero dei tedeschi ha offerto un contributo positivo ma modesto.

Per quanto riguarda l'Italia, i dati pre-pandemia relativi alla bilancia dei pagamenti (fonte: Banca d'Italia – Indagine sul turismo internazionale – Giugno 2020) dicono che in Italia le entrate per viaggi internazionali nel 2019 hanno raggiunto € 44,3 mld, pari al 41% delle esportazioni di servizi e a circa l'8% di quelle complessive. Le spese per viaggi all'estero, pari a € 27,1 mld, hanno rappresentato un quarto delle importazioni di servizi e il 5% di quelle complessive. Il saldo dei viaggi dell'Italia era strutturalmente positivo: ha raggiunto € 17,2 mld nel 2019 (pari all'1,0% del PIL), contribuendo per circa un terzo al saldo del conto corrente (€ 52,9 mld).

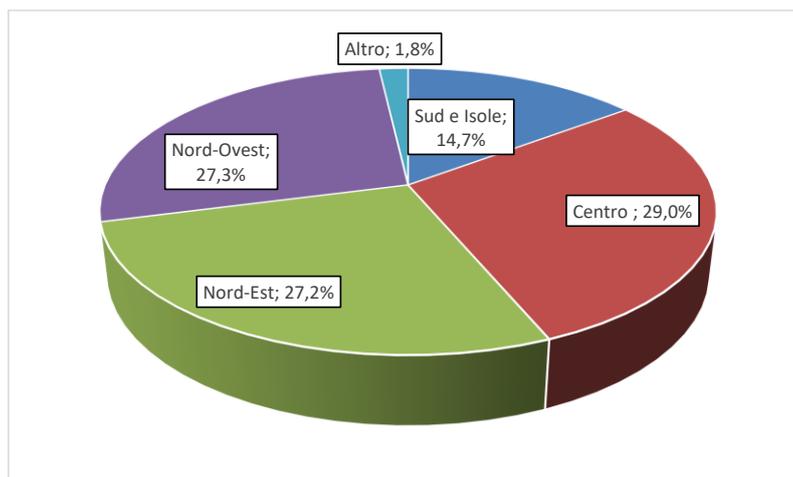
**Fig. 13 – I viaggiatori stranieri in Italia**

	Spesa Complessiva			Numero Viaggiatori			Numero di Notti			Durata Media			Spesa Medio per notte 2)		
	€ mln		Var%	mln		Var%	mln		Var%	Notti		Var%	Euro		Var%
	2018	2019		2018	2019		2018	2019		2018	2019		2018	2019	
Pernottanti 1)	39,478	42,164	6.8%	61.20	65.00	6.2%	387.3	402.1	3.8%	6.2	6.2	-0.8%	101.9	104.9	2.9%
Escursionisti 2)	2,235	2,138	-4.3%	31.90	31.10	-2.5%	0	0	-	0	0	-	70.1	68.7	-2.0%
<b>Viaggiatori Totali</b>	<b>41,713</b>	<b>44,302</b>	<b>6.2%</b>	<b>93.10</b>	<b>96.10</b>	<b>3.2%</b>	<b>387.3</b>	<b>402.1</b>	<b>3.8%</b>	<b>4.1</b>	<b>4.2</b>	<b>1.5%</b>	<b>172.0</b>	<b>173.6</b>	<b>0.9%</b>

Source: Banca d'Italia, Indagine sul turismo internazionale – giugno 2020. 1) La spesa complessiva dei viaggiatori pernottanti è pari al prodotto del numero dei viaggiatori, della durata media del viaggio per viaggiatore e della spesa media per notte. 2) La spesa media per gli escursionisti è al giorno e pro-capite.

Nel 2019 è cresciuta ulteriormente la quota dei viaggiatori stranieri che sono arrivati in Italia utilizzando l'aereo, una tendenza in atto da alcuni anni favorita dalla diffusione di voli low cost. I viaggiatori che utilizzano l'aereo per raggiungere il nostro paese rappresentavano il 41% del totale e il 64% in termini di spesa. I valichi stradali rimangono tuttavia la modalità più utilizzata, in particolare dall'ampia quota di viaggiatori non pernottanti (escursionisti).

Le entrate da turismo internazionale sono cresciute in tutte le macro-aree del Paese: l'espansione è stata più marcata nelle regioni settentrionali e in particolare nel Nord-Ovest, la cui incidenza è cresciuta a scapito soprattutto delle regioni del Centro. Queste ultime, tuttavia, grazie all'attrattiva delle città d'arte, rimangono la meta preferita degli stranieri con una quota pari al 29% nel 2019. Le quote del Nord-Est e del Sud e delle isole sono rimaste sostanzialmente stabili.

**Fig. 14 – Spesa dei viaggiatori stranieri in Italia nel 2019 per area geografica**


Source: Banca d'Italia, Indagine sul turismo internazionale – giugno 2020.

Le opinioni dei viaggiatori stranieri sulla visita in Italia sono nel complesso favorevoli. Il giudizio medio è positivo per tutte le macro-aree, soprattutto per il Centro e per il Sud e le isole. Come nell'anno precedente, secondo l'indagine della Banca d'Italia, circa il 90% dei viaggiatori ha giudicato il soggiorno in Italia superiore alle aspettative.

### 3.2 Il 2020 e il Covid-19

I dati del 2019 cambiano drammaticamente e repentinamente nel corso 2020 a seguito della pandemia da Covid-19. Secondo i dati dell'ISTAT, nel periodo estivo luglio-settembre 2020 le presenze dei clienti negli esercizi ricettivi sono state complessivamente il 63,9% di quelle dell'anno precedente. Il calo è dovuto soprattutto alle presenze dei clienti stranieri, che sono soltanto il 39,7% rispetto allo stesso trimestre del 2019 (i clienti italiani sono stati l'86,2%).

Nei primi tre trimestri del 2020 diminuiscono drasticamente i viaggi svolti per motivi di lavoro dai residenti nel nostro paese (-59%) e, in misura minore ma comunque ampia, quelli per vacanze (-23%).

Complice evidentemente la pandemia da Covid-19, nel 2020 in tutti i Paesi europei i flussi turistici hanno subito un profondo shock. Nei primi 8 mesi del 2020, Eurostat stima che il numero delle notti trascorse nelle strutture ricettive nell'Unione europea (Ue) a 27 sia pari a circa € 1,1 mld, evidenziando un calo di oltre il 50% rispetto allo stesso periodo del 2019. I dati provvisori del nostro Paese, relativi ai primi nove mesi del 2020, sono in linea con il trend europeo (-50,9% rispetto allo stesso periodo del 2019, con quasi 192 milioni di presenze in meno) ed evidenziano l'entità della crisi del turismo interno generata dall'emergenza sanitaria, dopo anni di crescita costante del settore.

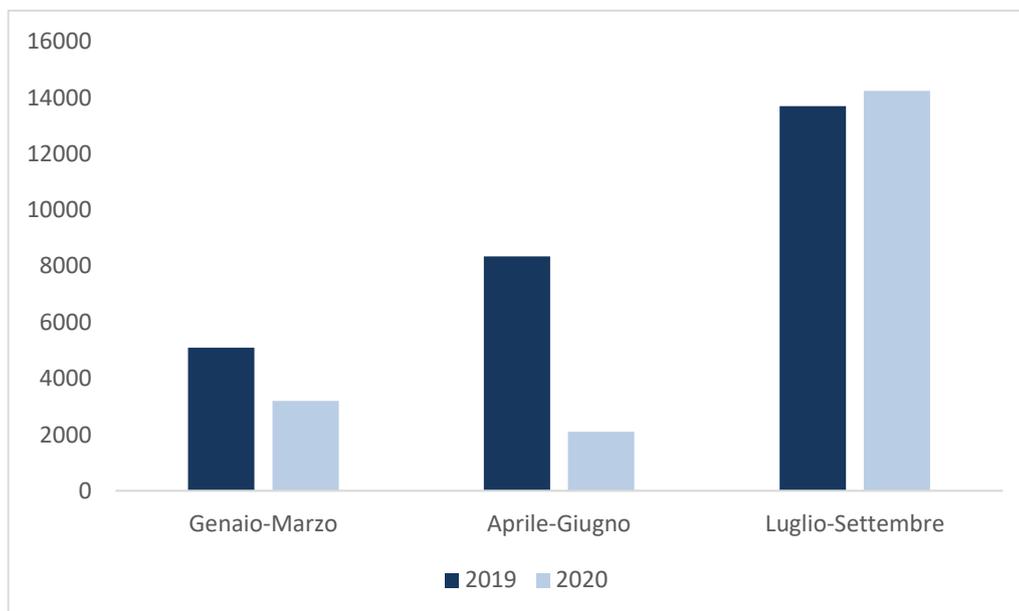
Il 2019, infatti, aveva fatto registrare un ulteriore record dei flussi turistici negli esercizi ricettivi italiani, con 131,4 milioni di arrivi e 436,7 milioni di presenze e una crescita, rispettivamente, del 2,6% e dell'1,8% in confronto con l'anno precedente. L'espansione dei flussi turistici sembrava confermata dalle prime evidenze dei dati di gennaio del 2020 (+5,5% gli arrivi e +3,3% le presenze di clienti negli esercizi ricettivi italiani rispetto allo stesso mese dell'anno precedente). Ma già dal mese di febbraio si sono resi visibili gli effetti della pandemia e delle conseguenti misure di contenimento (-12,0% gli arrivi e -5,8% le presenze). Nei mesi del lockdown (in particolare, dall'11 marzo al 4 maggio) la domanda quasi si azzerò e le presenze nelle strutture ricettive sono appena il 9% di quelle registrate nello stesso periodo del 2019. In

particolare, il calo delle presenze è pari all'82,4% a marzo, al 95,4% ad aprile e al 92,9% a maggio.

Pressoché assente la clientela straniera (-98,0% sia ad aprile che a maggio). Complessivamente nei mesi del lockdown, la variazione, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, è pari a -91,0% con una perdita di quasi 74 milioni di presenze, di cui 43,4 milioni di clienti stranieri e 30,3 milioni di italiani. Nel mese di giugno 2020, in seguito alla possibilità di ripresa degli spostamenti interregionali, i flussi turistici hanno timidamente cominciato a risalire. Le presenze totali hanno tuttavia rappresentato appena il 21% di quelle registrate nello stesso mese del 2019: la perdita di presenze rimane particolarmente alta per la componente straniera (-93,1%) rispetto a quella domestica (-63,3%).

Il trimestre estivo (luglio, agosto e settembre) ha visto un parziale recupero, in particolare nel mese di agosto. La ripresa è stata decisamente più robusta per la componente domestica nazionale mentre risulta molto limitata, anche nel mese di agosto, per quella estera. Nel trimestre luglio-settembre, infatti, le presenze totali sono pari a circa il 64% di quelle registrate l'anno precedente, con una perdita di più di 74,2 milioni di presenze, ma con performance delle due componenti fortemente divergenti: i pernottamenti dei clienti italiani raggiungono poco più dell'86% di quelli rilevati lo scorso anno, quelli relativi ai clienti stranieri appena il 40%. Più nel dettaglio, rispetto allo stesso mese dell'anno precedente la flessione delle presenze totali è pari a -49% a luglio e si riduce ad agosto (-26,1%), soprattutto per effetto della componente domestica, che fa registrare cali meno consistenti di quella straniera (rispettivamente -6,7% e -54,7%). A settembre la variazione negativa delle presenze totali torna ad ampliarsi, arrivando a -33,5%. Il comparto alberghiero è quello in maggiore sofferenza: le presenze registrate nei primi nove mesi del 2020 sono meno della metà (il 46%) di quelle rilevate nel 2019, mentre quelle del settore extra alberghiero il 54,4%. Nello specifico, nel trimestre estivo le flessioni sono pari, rispettivamente, a -39,7% e -31,1%.

**Fig. 15 – Viaggi negli esercizi ricettivi in Italia per trimestre (valori assoluti in migliaia)**



Source: ISTAT, Viaggi e Vacanze (dati 2020 provvisori).

Nel trimestre estivo del 2020, in termini di presenze, i clienti italiani che hanno soggiornato nelle strutture ricettive del Paese sono circa l'86% di quelli dell'estate precedente. La

diminuzione di questa componente della domanda è stata più contenuta nei mesi di agosto (-6,7%) e settembre (-7,8%). Le strutture ricettive extra-alberghiere subiscono un calo delle presenze domestiche pari a -4,8% ad agosto, ma registrano un recupero e addirittura un aumento, rispetto all'anno precedente, nel mese di settembre (+4,5%). Gli esercizi alberghieri, invece, subiscono di più la frenata del turismo domestico (-8,1% ad agosto e -13,9% a settembre).

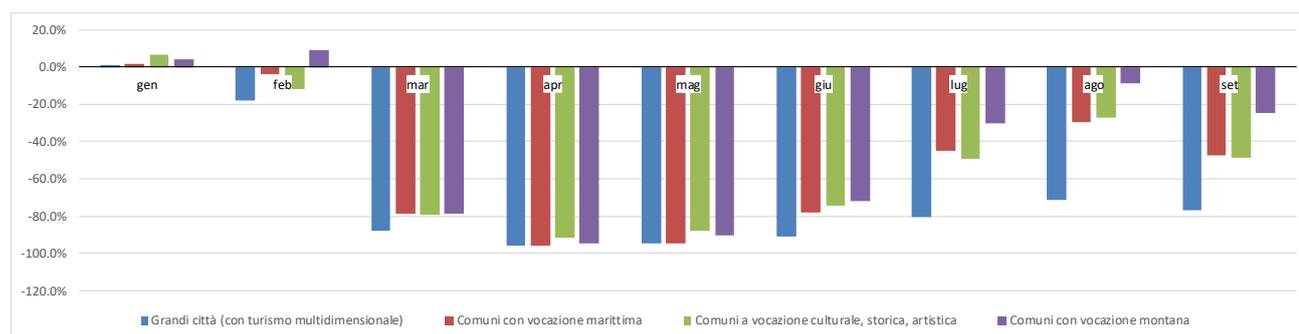
Il differente andamento delle diverse tipologie di strutture ricettive riflette la scelta delle mete turistiche dei clienti italiani nell'estate 2020. La preferenza dei turisti italiani, infatti, si indirizza, più che in passato, sulle località montane, le quali ad agosto raggiungono gli stessi livelli dello scorso anno (-0,4% di presenze di clienti residenti) e soprattutto sui comuni a vocazione culturale, storico, artistica e paesaggistica, che hanno registrato addirittura un incremento (+6,5%) rispetto al 2019 (unica variazione positiva registrata).

Le stime a livello regionale confermano questa preferenza: incrementi delle presenze dei clienti italiani si sono verificate solo in Umbria e nella Provincia autonoma di Bolzano (entrambe con valori intorno al +15% rispetto al 2019). Valori negativi, ma migliori della media nazionale, si sono registrate solo in Veneto, in Friuli-Venezia Giulia, nelle Marche, in Molise e nella Provincia autonoma di Trento.

Ciò sembra indicare che ad agosto 2020 la scelta turistica si sia orientata più verso destinazioni meno consuete, presumibilmente meno affollate e con una più ampia ricettività di tipo extra-alberghiero (agriturismi, open air, ecc.) a discapito delle destinazioni estive più tradizionali, ossia le località balneari e le grandi città, solitamente caratterizzate da un maggior affollamento.

**Fig. 16 – Presenze dei clienti per mese e categoria di comuni (Var. % 2020/2019 – primi nove mesi).**

	Grandi città (con turismo multidimensionale)	Comuni con vocazione marittima	Comuni a vocazione culturale, storica, artistica	Comuni con vocazione montana
gen	1.2%	1.9%	6.3%	4.4%
feb	-18.0%	-4.0%	-11.6%	8.8%
mar	-87.7%	-78.6%	-79.0%	-78.5%
apr	-95.9%	-96.1%	-91.6%	-94.9%
mag	-94.5%	-94.4%	-88.1%	-90.3%
giu	-91.0%	-78.0%	-74.4%	-72.0%
lug	-80.3%	-45.0%	-49.5%	-30.1%
ago	-71.3%	-29.7%	-27.4%	-8.6%
set	-76.8%	-47.1%	-48.7%	-24.5%



Source: ISTAT, Movimento Turistico (dati 2020 provvisori).

Nonostante la riapertura delle frontiere dopo il lockdown, le presenze di stranieri continuano a registrare flessioni molto negative, con un trimestre estivo che riesce a realizzare solo il 40% delle presenze di clienti stranieri rilevate nel 2019. Dei turisti stranieri presenti nel trimestre estivo del 2020, quasi la metà (47,4%) è rappresentata dai tedeschi (storicamente i principali clienti esteri delle strutture ricettive italiane). Seguono i clienti provenienti da Svizzera e Liechtenstein (con una quota dell'8,6%), Paesi Bassi (8,0%), Austria (6,8%) e Francia (5,6%).

Praticamente nulle le presenze dei clienti provenienti dagli Stati Uniti (0,7%) che erano una delle prime tre nazionalità di provenienza della clientela estera. Anche per i clienti stranieri, così come per quelli italiani, nei mesi estivi si registrano cali minori nelle strutture extra-alberghiere (-53,6% delle presenze) rispetto a quelle alberghiere (-65,6%).

Simili anche le scelte delle destinazioni. Le grandi città anche nel trimestre estivo vedono l'assenza pressoché totale dei clienti stranieri (-86,1% le presenze rispetto allo scorso anno). Cali sostanziali, inoltre, nelle strutture ricettive dei comuni a vocazione marittima (-65,5%) e in quelli a vocazione culturale e paesaggistica (-63,6%), decisamente più contenuta la flessione per le strutture ricettive nei comuni a vocazione montana (-38,7%).

### 3.3 Il nuovo paradigma del settore turistico Italiano

La domanda da un milione di dollari a cui occorre rispondere con concretezza, riguarda il come torneremo a fare impresa turistica, con quali aspettative e in quali condizioni.

E' ormai chiaro ed evidente a tutti come nel medio/lungo periodo sia necessario ripensare e riqualificare l'offerta turistica del nostro Paese. Il modello economico del turismo di massa dovrà essere definitivamente superato e dovremo affrontare la nuova fase investendo sulla qualità dell'offerta e sulla innovazione dei servizi. La sostenibilità ambientale, economica e sociale, deve essere al centro del nuovo paradigma di sviluppo, perché una destinazione turistica che protegge l'ambiente, migliora la qualità della vita dei cittadini, tutela le identità locali, riduce lo spreco di risorse energetiche, vince anche la sfida della competitività.

La centralità del comparto turistico non si misura solo attraverso la quota del PIL nazionale, che comunque rappresenta un importante 13%, ma anche per il fatto che esso costituisce, in molti territori, l'unica o la principale fonte di investimento ed occupazione. Radicato nelle comunità, impossibile da delocalizzare, fortemente orientato all'innovazione tecnologica, il settore del turismo va riprogettato in profondità, per disegnare nuove imprese, nuove organizzazioni e nuove società. E questo investimento per il futuro va fatto insieme, istituzioni e imprese, comunità e cittadini, perché nel turismo non esiste un unico soggetto che controlla direttamente tutte le risorse da mobilitare. Serve una strategia comune e condivisa, basata su rapporti di fiducia e relazioni.

Insomma, l'evoluzione recente del settore turistico e la situazione contingente creata dalla crisi sanitaria globale, aprono il dibattito e la riflessione sul cambio di scenario e sui prerequisiti per una possibile ripartenza. La scelta del Governo e del Parlamento italiano pare quella di puntare sulla trasformazione digitale per sostenere, con le risorse europee del Piano di rilancio, il settore del turismo e della cultura che dovrebbe ricevere € 8 mld.

**Fig. 17 – Le risorse Next Generation EU per il settore Turistico**

Risorse Ngeu per Turismo e Cultura 4.0: aree di intervento a progetti (mld di euro)	Totale Ngeu (*)	% sul totale
<i>1. Patrimonio culturale per la Eu Next Generation</i>		
1.1. Potenziamento del piano strategico grandi attrattori turistico culturali	1.1	13.8%
1.2. Piattaforme e strategie digitali per l'accesso al patrimonio culturale	0.5	6.3%
1.3. Miglioramento dell'accessibilità fisica	0.3	3.8%
1.4. Caput mundi. Interventi sul patrimonio	0.5	6.3%
1.5. Sviluppo industria cinematografica (Progetto Cinecittà)	0.3	3.8%
<i>2. Siti minori, aree rurali e periferie</i>		
2.1. Piano nazionale borghi	1.0	12.5%
2.2. Patrimonio storico rurale	0.5	6.3%
2.3. Programma Luoghi identitari, Periferie, Parchi e giardini storici	0.4	5.0%
2.4. Sicurezza antisismica dei luoghi di culto e restauro patrimonio Pec	0.5	6.3%
<i>3. Turismo e cultura 4.0</i>		
3.1. Cultura 4.0: formazione turistica e iniziative per la diffusione culturale nelle scuole	0.4	5.0%
3.2. Supporto agli operatori culturali nella transizione green e digitale	0.5	6.3%
3.3. Percorsi nella storia, "Turismo lento"	0.5	6.3%
3.4. Miglioramento delle infrastrutture turistico-ricettive e dei servizi turistici	1.5	18.8%
<b>Totale</b>	<b>8.0</b>	<b>100.0%</b>

Source: elaborazione Censis su dati Pnrr. \*) Include risorse Fsc 2021-2017 già previste, da finalizzare.

Per cercare di delineare la strada della ripresa del settore nel nostro Paese, occorre dapprima delinearne le criticità. Negli ultimi anni la potenza turistica del nostro Paese se da un lato ha percorso una traiettoria di crescita dimensionale, è innegabile che dall'altro abbia accumulato una serie di criticità. Tra queste:

- La crescita dell'extra-alberghiero, trainato dall'affermazione delle piattaforme digitali, ha inondato il mercato con un'offerta in gran parte non professionale;
- Una spiccata stagionalità. La metà delle presenze negli esercizi ricettivi si realizzano tra giugno e agosto e il resto della stagione si gioca sulle ricorrenze religiose di Natale e Pasqua;
- La netta prevalenza del turismo balneare e delle città d'arte rischia di erodere ogni spazio ad altri tipi di offerta;
- La fortissima polarizzazione sulle località più rinomate: il 58% dei flussi riguardano 5 sole regioni;
- L'eccessiva prevalenza del segmento tedesco sul turismo straniero (il 47% dei turisti stranieri proviene dalla Germania);
- Una durata media dei soggiorni che è andata costantemente riducendosi (oggi è di soli 3,3 giorni);

Infine, a queste criticità si aggiungono quelle non direttamente riconducibili al pianeta turismo: la dimensione logistica, il sistema portuale, aeroportuale e la rete ferroviaria ad Alta Velocità nel Sud del Paese.

Non stupisce il posizionamento non particolarmente lusinghiero dell'Italia nell'indicatore mondiale di competitività turistica (Wef 2019) che ci vede al 7° posto dopo Spagna, Francia, Germania, Giappone, Stati Uniti, Regno Unito e Australia. Facile dirlo, ma dalla settima posizione è possibile, anzi doveroso, migliorare e questo crea notevoli opportunità per tutte quelle imprese che innovano un settore a lungo trascurato. Ovvero quelle imprese in grado di creare una offerta che prima non esisteva. Scalare posizioni che non è possibile fare per i primi in classifica.

Dall'analisi delle criticità preesistenti è possibile estrapolare alcuni obiettivi di medio periodo:

- **la prima esigenza strategica**, forse la più urgente, è quella del riequilibrio dell'offerta complessiva che presenta troppi elementi di polarizzazione (turismo di massa e qualità della convivenza urbana nelle aree storiche delle città e flussi

concentrati in pochi mesi dell'anno). Per perseguire il riequilibrio a livello di sistema occorre ottimizzare l'accessibilità dei luoghi di pregio ancora in parte misconosciuti. Bene che, tra gli 8 mld dei fondi Ue destinati al turismo, ne vengano dedicati € 2,4 mld (il 30,1% del totale) ai "Siti minori, aree rurali e periferie".

- **Il secondo grande obiettivo** è la valorizzazione a largo spettro di tutto ciò di cui la natura e il passato ci hanno dotati. Non si tratta solo di promuovere il patrimonio minore (il pensiero va ai borghi, destinari peraltro di un'attenzione specifica nel PNRR), ma di creare intenzionalmente valore turistico a partire da ciò di cui disponiamo. Significa dunque:
  - individuare nuovi format di fruizione
  - creare specifici eventi
  - presidiare il dibattito culturale internazionale.

Il digitale può aiutare molto in questa direzione, ma non vanno abbandonati schemi consolidati come per esempio il cinema.

- **Il terzo obiettivo** riguarda l'offerta ricettiva. Gli alberghi devono essere aiutati a ripensarsi e riprogettarsi. I temi su cui agire vanno dall'impatto ambientale e responsabilità ecologica, all'efficientamento energetico, ai servizi innovativi, alla digitalizzazione.

Il rapporto del turismo con le tecnologie digitali vivrà molto probabilmente di due specifiche dinamiche:

- **la prima** è già in essere e riguarda la dimensione dell'accesso ai servizi turistici in tutte le loro declinazioni possibili (andrà sviluppata ulteriormente anche come fattore di competitività nello scenario globale);
- **la seconda** è strettamente legata agli scenari post-pandemici e riguarda la creazione di una nuova figura sociale, il "turista virtuale".

Sul primo fronte è necessario ricordare che negli ultimi anni il settore turistico è stato trainato dal digitale sia negli acquisti che nell'organizzazione dei processi interni. Si stima che più di un quarto del valore dei prodotti principali del mercato (trasporti, alloggi, pacchetti vacanza, ecc.) transiti attraverso i canali digitali. Il turista "analogico" è destinato a scomparire: secondo l'Osservatorio Innovazione Digitale nel Turismo del Politecnico di Milano solo il 2% dei viaggiatori italiani tra i 18 e 75 anni non ha utilizzato internet per alcuna attività nel corso dell'ultima vacanza.

Le relazioni digitali con la clientela sono un importantissimo fattore a supporto della fidelizzazione dei clienti. La capacità di mantenere una relazione di lungo periodo con il turista costituisce uno dei fattori principali di vantaggio competitivo per gli operatori turistici. La disponibilità di canali digitali o automatizzati è sicuramente la chiave per rendere possibile un'interazione continua e ripetuta.

Il digitale coinvolge tutte le forme di ospitalità: il fenomeno della sharing economy e dei canali di intermediazione online, ad esempio, ha favorito l'espansione dei B&B e l'offerta di alloggi privati. Piattaforme come Airbnb e Booking, solo per citare le principali, hanno reso possibile l'incontro tra la domanda e l'offerta di ospitalità.

Sul secondo fronte, occorre considerare che con la pandemia tutti noi abbiamo sperimentato la possibilità di coltivare i nostri desideri e soddisfare i nostri bisogni da remoto. Bisognerà

capire come rendere il nostro patrimonio turistico fruibile da remoto. Una suggestione che ha valore in termini di soddisfacimento di curiosità, di traino e di anticipazione del turismo fisico. Con le tecnologie 5G sarà possibile immaginare visite virtuali in una fiera come in un museo, o in una città d'arte.

Si tratta di lavorare su basi già esistenti, se è vero che circa un quarto dei turisti che si muovono in Italia anticipa l'esperienza in una sorta di pre-viaggio (per visionare l'alloggio prima della prenotazione, per esplorare la destinazione e le attività da svolgere una volta arrivati alla meta, per arricchire l'esperienza con attrazioni e musei).

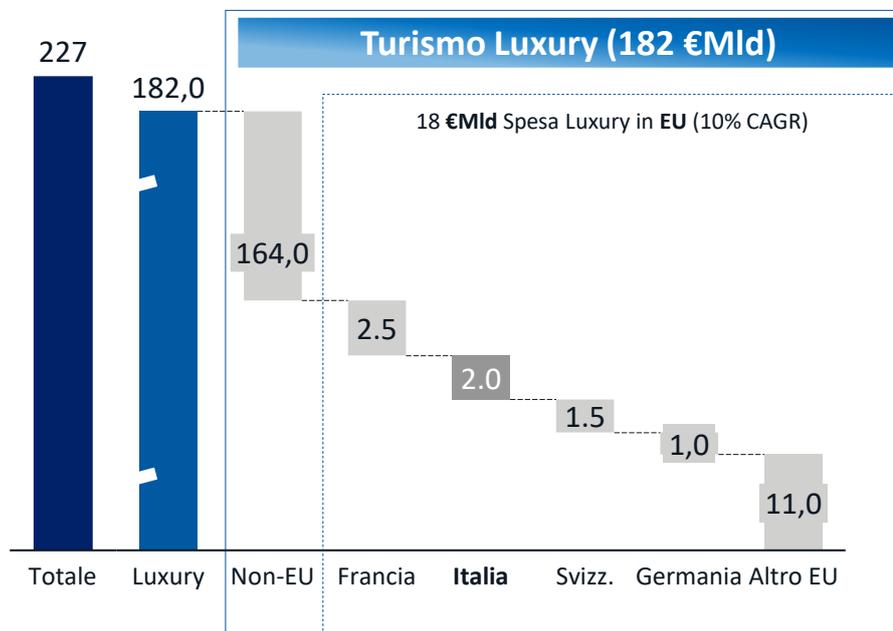
L'esperimento tentato a Matera nel 2019 con le migliori tecnologie digitali messe al servizio della veicolazione culturale ha fatto certamente da apripista. Moltiplicare la possibilità di visite virtuali stimolerà una domanda di visita reale presso i segmenti turistici più motivati contribuendo sia alla qualificazione dei flussi che al loro decongestionamento.

Siamo quindi convinti che la spesa turistica sia destinata a crescere in modo esponenziale nei prossimi anni, soprattutto nel segmento del turismo di lusso.

### 3.4 Il turismo Cinese

La spesa complessiva dei turisti Cinesi nel mondo nel 2019 ammontava a € 227 mld, di cui € 182 mln nel segmento luxury, di cui il 90% ha riguardato paesi non EU mentre solo il 10% è venuto in Europa.

**Fig. 18 – La spesa del Mercato Cinese in Turismo Internazionale**



Source: elaborazione Integrae SIM.

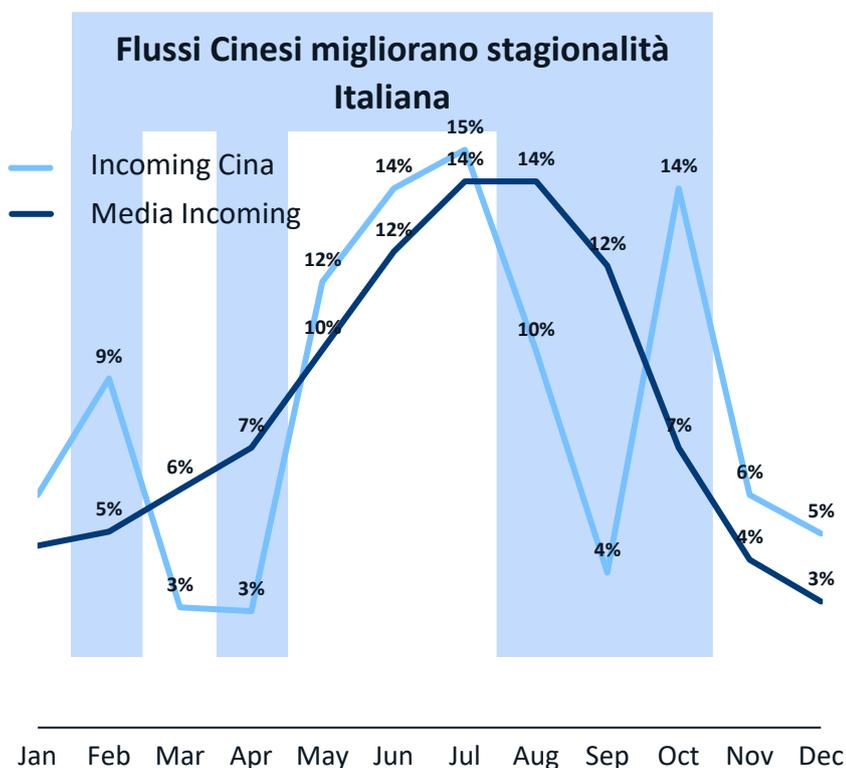
Per quanto riguarda i turisti cinesi, secondo uno studio condotto sul mercato cinese dall'agenzia svizzera m1nd-set, il 2021 dovrebbe segnare l'inizio di un robusto ritorno alla crescita per la vendita dei viaggi dalla Cina.

I livelli pre-Covid si raggiungeranno probabilmente solo nel 2023 ma già nel 2021, dicono i dati, ci sarà un aumento di oltre il 200% delle partenze internazionali dalla Cina: un “tesoretto” di circa 30 milioni di persone che si metteranno in viaggio, con un'ulteriore crescita stimata del 108% nel 2022 e del 44% nel 2023.

Un terzo dei viaggiatori cinesi intervistati conferma che viaggerà di nuovo entro i primi sei mesi dalla revoca delle restrizioni. La comunicazione sarà la chiave per la ripresa post Covid-19 in Cina, spiega Clara Susset, direttrice della ricerca di m1nd-set. Sarà essenziale fornire un facile accesso a informazioni chiare sulle misure di salute e sicurezza in aeroporto e potenziali ritardi a causa di misure e procedure di sicurezza modificate.

Il turismo di lusso Cinese rappresenta una grande opportunità per il gruppo DI che possiede il know how, per intercettare tali flussi. Inoltre, siamo convinti che i flussi dei turisti Cinesi siano in grado di “smorzare” il problema della stagionalità che caratterizza il nostro Paese (come si può notare dalla fig. seguente relativa al 2019).

**Fig. 19 – Incoming Cina vs Media Incoming**



Source: elaborazione Integrae SIM.

#### 4. Posizionamento Competitivo

Fig. 20 – I principali dati dei comparables

Company	Sales					Ebitda					Ebitda margin				
	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
Trip.com Group Ltd.	2297.0	3261.4	4958.6	5815.8	6948.7	111.0	54.1	968.0	1305.7	1562.7	4.8%	1.7%	19.5%	22.5%	22.5%
DESPEGAR COM CORP	107.5	244.6	477.2	580.4	n.a.	-119.2	15.9	61.3	104.8	n.a.	-110.9%	6.5%	12.9%	18.1%	n.a.
Expedia Group, Inc.	4256.2	7163.7	9853.0	11470.5	13157.7	-697.5	1100.6	2154.0	2605.6	3000.5	-16.4%	15.4%	21.9%	22.7%	22.8%
eDreams ODIGEO SA	107.2	300.6	471.4	556.0	612.0	-41.4	25.2	88.7	147.0	149.0	-38.6%	8.4%	18.8%	26.4%	24.3%
lastminute.com N.V.	103.5	161.0	321.4	n.a.	n.a.	-45.0	11.0	59.0	n.a.	n.a.	-43.5%	6.8%	18.4%	n.a.	n.a.
MakeMyTrip Ltd.	139.4	302.4	552.9	753.7	n.a.	-33.1	27.5	108.0	81.8	n.a.	-23.7%	9.1%	19.5%	10.9%	n.a.
TripAdvisor Inc.	494.5	802.1	1182.0	1401.4	1597.8	-167.0	134.7	334.1	425.0	585.1	-33.8%	16.8%	28.3%	30.3%	36.6%
Voyageurs du Monde SA	117.3	126.3	375.0	500.0	n.a.	-13.2	0.2	25.7	35.4	n.a.	-11.3%	0.2%	6.8%	7.1%	n.a.
Helloworld Travel Limited	n.a.	63.5	158.5	235.9	n.a.	n.a.	22.0	41.7	56.8	n.a.	n.a.	34.7%	26.3%	24.1%	n.a.
<b>Destination Italia</b>	<b>7.1</b>	<b>7.2</b>	<b>51.1</b>	<b>70.0</b>	<b>87.2</b>	<b>-2.9</b>	<b>-1.6</b>	<b>0.1</b>	<b>0.4</b>	<b>2.7</b>	<b>n.m.</b>	<b>n.m.</b>	<b>n.m.</b>	<b>0.6%</b>	<b>3.1%</b>

Source: elaborazione Integrae SIM

**Trip.com Group Ltd (Cina).** Trip.com Group Ltd. si impegna nella fornitura di servizi relativi ai viaggi. Fornisce sistemazioni in hotel, biglietti aerei, pacchetti turistici, servizi di gestione dei viaggi aziendali, sistemi di gestione delle proprietà e servizi pubblicitari. L'azienda è stata fondata da Jian Zhang Liang, Min Fan, Nan Peng Shen e Qi Ji nel giugno 1999 e ha sede a Shanghai, in Cina.

**Despegar.com Corp. (Argentina).** Despegar.com Corp. fornisce servizi di agenzia di viaggi online. Offre tour e pacchetti aziendali per destinazioni come Parigi, Cancun, Rio de Janeiro, Roma, Barcellona e Las Vegas, oltre a noleggio di veicoli e prenotazioni di hotel. L'azienda è stata fondata da Roberto Hernán Souviron, Federico Fuchs, Martín Rastellino, Ernesto Cadeiras e Christian Vilate nel dicembre 1999 e ha sede a Buenos Aires, in Argentina.

**Expedia Group Inc. (USA).** Expedia Group, Inc. è una società di viaggi online, che si occupa della fornitura di prodotti e servizi di viaggio a viaggiatori d'affari e di piacere. Opera attraverso i seguenti segmenti di business: Core OTA, Trivago, HomeAway ed Egencia. Il segmento Core OTA offre una gamma completa di servizi di viaggio e pubblicitari ai clienti di tutto il mondo attraverso una varietà di marchi tra cui: Expedia.com e Hotels.com. Il segmento Trivago prevede l'invio di referral a compagnie di viaggio online e fornitori di servizi di viaggio dai suoi siti Web di metaricerca di hotel. Il segmento HomeAway gestisce un mercato online per il settore degli affitti per le vacanze. Il segmento Egencia gestisce servizi di viaggio per clienti aziendali in tutto il mondo. L'azienda è stata fondata nel 1994 e ha sede a Bellevue, WA.

**eDreams ODIGEO SA (Lux),** si impegna nella fornitura di servizi di viaggio online. I suoi marchi includono Opodo, eDreams, Go Voyages, Travellink e Liligo. La società è stata fondata da Javier Pérez-Tenessa de Block, James Hare e Mauricio Prieto nel 2000 e ha sede in Lussemburgo.

**lastminute.com NV (Olanda),** è un'agenzia di viaggi online che fornisce servizi di viaggio aerei e non. I suoi prodotti includono hotel, pacchetti vacanza, crociere, noleggio auto e servizi ausiliari. Opera con i seguenti marchi: Bravofly, Rumbo, Vola Gratis, Jetcost.com, Crocierissime, Viaggiare.it e Viajar.com. L'azienda è stata fondata da Fabio Cannavale e Marco Corradino nel 2004 e ha sede ad Amsterdam, Paesi Bassi.

**MakeMyTrip Ltd (India),** è una compagnia di viaggi online. I suoi servizi e prodotti includono biglietteria aerea, hotel e pacchetti, biglietti ferroviari, biglietti per autobus, noleggio auto,

esperienze e requisiti di viaggio accessori come facilitare l'accesso all'assicurazione di viaggio di terzi e l'elaborazione dei visti. I marchi dell'azienda includono MakeMyTrip, goibibo e redbus. Opera attraverso i seguenti tre segmenti: biglietteria aerea, hotel e pacchetti e biglietteria autobus. Il segmento Air Ticketing offre la possibilità di prenotare biglietti aerei nazionali e internazionali. Il segmento Hotel e Pacchetti fornisce pacchetti vacanza e prenotazioni alberghiere. Il segmento Bus Ticketing offre la possibilità di prenotare biglietti per autobus nazionali e internazionali. MakeMyTrip è stata fondata da Deep Kalra e Rajesh Magow il 28 aprile 2000 e ha sede a Gurgaon, in India.

**TripAdvisor, Inc. (USA)**, è una società di viaggi online che possiede e gestisce un portafoglio di marchi di viaggi online. Svolge la propria attività attraverso i segmenti Hotel e non Hotel. Il segmento Hotel include le entrate generate dai servizi relativi agli hotel, comprese le entrate pubblicitarie basate su clic e display derivanti dalla messa a disposizione di pernottamenti in hotel, prenotazioni aeree e prenotazioni di crociere per il confronto e la prenotazione dei prezzi, nonché prodotti basati su abbonamento come Schede di attività commerciali, prodotti basati su transazioni come Jetsetter e Tingo e altre entrate relative agli hotel. Il segmento Non-Hotel consiste nell'aggregazione di tre segmenti operativi, che comprendono le attività di attrazioni, ristoranti e case vacanza. L'azienda è stata fondata da Nicholas Shanny e Stephen Kaufer nel febbraio 2000 e ha sede a Needham, MA.

**Voyageurs du Monde SA (Francia)**, offre pacchetti turistici e viaggi. Opera attraverso due segmenti: viaggi personalizzati e tour avventura. Il segmento dei viaggi personalizzati include marchi come Comptoir des Voyages, Uniktour e Mer & Voyage. Il segmento Adventure Tours includeva marchi come Nomade Aventure, Faces e Destination Wonders. Voyageurs du Monde è stata fondata l'11 aprile 1979 e ha sede a Parigi, Francia.

**Helloworld Travel Ltd. (Australia)**, è una società di viaggi integrata, impegnata nella vendita di prodotti e servizi di viaggio nazionali e internazionali e nella gestione di una rete in franchising di agenti di viaggio. Opera attraverso tre segmenti: Australia, Nuova Zelanda e Resto del mondo. I segmenti Australia e Nuova Zelanda si occupano di operazioni di distribuzione al dettaglio, biglietteria aerea, vendita all'ingrosso e in entrata e attività di gestione dei viaggi. Il segmento Resto del mondo è costituito dalle attività all'ingrosso di Insider Journeys, Tourist Transport Fiji e Qantas Vacations in Nord America, oltre alle attività inbound nelle Fiji. L'azienda è stata fondata nel maggio 2001 e ha sede a Sydney, in Australia.

Il Gruppo DI vanta alcuni importanti elementi distintivi:

- **Gli azionisti.** Tra gli azionisti figurano Lastminute.com, leader Europeo nel settore dei viaggi con circa € 2,5 mld di Gross Travel Value, Intesa San Paolo, maggiore banca Italiana e quinta in Europa e il management, che vanta una esperienza consolidata nel settore del turismo, large corporation e imprenditoria high tech che possiede la quota di maggioranza (66,7%). Ci sono quindi tutti gli elementi (competenze manageriali e finanziarie) per poter arrivare ad avere un ruolo di primo piano nel rinnovato panorama turistico Italiano;
- **La piattaforma digitale.** Spesso i buoni propositi di un progetto si scontrano con il mercato. Il Gruppo DI è oggi l'unico player Italiano nel settore incoming a possedere una piattaforma completamente digitale in grado di soddisfare le diverse esigenze del mercato, spesso anticipandone le tendenze e guidandone le scelte. Sviluppata nel corso degli ultimi anni, questa conferisce a DI un innegabile vantaggio competitivo e costituisce un abilitatore chiave per la scalabilità del business. La piattaforma fa parte di un sistema open, snello e scalabile, customizzato su ogni segmento del business e che consente di fare leva sulle soluzioni "best of breed" di mercato;

- **Membership.** DI è membro dell'Associazione Globale di Viaggi di Lusso e dell'Ente Italiano per il Turismo;
- **Management.** A seguito del Management Buy Out, DI è oggi guidata da Dina Ravera, che vanta oltre 20 anni di esperienza alla guida di large corporate, oltre a capacità manageriali di alto livello trasversali a diversi settori, insieme a diversi collaboratori con esperienze decennali nel settore turistico e nella gestione d'impresa;
- **Il momento di mercato.** Da un punto di vista finanziario la pandemia ha messo in luce, qualora ce ne fosse bisogno, ancor di più le debolezze del sistema Italia. In particolare le debolezze ataviche del sistema turistico Italiano. Ma, si sa, le crisi contengono al loro interno diverse opportunità (cit. cinese e di J.F. Kennedy), ovviamente per chi è capace di coglierle. Per l'Italia le opportunità sono decisamente importanti (se non ora quando) e abbracciano diversi settori e tra questi quello del turismo. Se a questo aggiungiamo che, strano ma vero, i dati disponibili indicano che le persone ricche nel mondo sono più tante oggi che prima della pandemia, che l'Italia possiede tra il 60% e il 75% del patrimonio culturale Europeo (a seconda della definizione) e che non esistono società in grado di catturare la crescente domanda, abbiamo la sintesi perfetta: mercato del turismo del lusso in forte crescita e società come DI pronta già oggi a soddisfare la crescente domanda e cogliere le opportunità offerte dal mercato.

Siamo inoltre convinti che il mondo dovrà convivere ancora per molti anni con la Pandemia. Felici ovviamente di essere smentiti, il Gruppo DI ha messo a punto Pacchetti esperienziali "Covid proof", che includono tutto il necessario in tempi di Covid, quali a titolo esemplificativo:

- assicurazioni per cancellazione viaggi e soggiorni causa Covid;
- ospitalità presso Ville, in alternativa agli Hotel, per ridurre le occasioni di contagio e/o per passare periodi di quarantena, garantendo tutti i servizi a domicilio da parte di personale fornito di DPI e giornalmente monitorato con tamponi sull'assenza del virus;

Fig. 21 – L'offerta turistica post Covid-19 – tour esperienziali

#### CARATTERISTICHE NUOVA OFFERTA

- **Capienza ridotta** per tour semi privati (minibus da 16 posti per 8 partecipanti, minivan da 8 posti per 4 partecipanti)
- Itinerari in **destinazioni secondarie** fuori dai circuiti di massa
- Cooking class, degustazioni ed esperienze realizzate con **partner certificati**
- **Sanificazione dei veicoli, ricambio degli impianti di ricircolo dell'aria** e utilizzo di **mascherina e guanti** per i driver
- **Sanificazione delle stanze, ricambio delle facilities** delle camere ad ogni cambio cliente e **sospensione di buffet breakfast**



Source: Gruppo Destination Italia

- percorsi esperienziali che diano priorità ai luoghi all'aperto e/o con bassa affluenza di turisti, selezionando operatori di qualità che garantiscano il rispetto delle norme di prevenzione anti-Covid;
- servizi di assistenza sanitaria clinica e/o domiciliare, richiami di vaccinazioni, fornitura di tamponi e DPI.

Fig. 22 – Il nuovo turismo post Covid-19

**NUOVI BISOGNI**

Sicurezza, igiene e distanziamento nella fruizione dell'esperienza turistica

Ridimensionamento turismo di massa

Turismo esperienziale

Indebolimento della domanda



**PROTOCOLLI**

- **Ottenimento Protocollo Safe Travels**
- Selezione di partner certificati delle norme anti Covid-19



**NUOVA PROGRAMMAZIONE**

- **Riduzione a 8 partecipanti tour esperienziali semi privati**
- Ampliamento offerta **tour individuali in luoghi di bassa affluenza turistica ed esperienze all'aperto**
- Ampliamento offerta **ville e appartamenti privati**
- Offerta di **servizi a domicilio** da parte di personale fornito di DPI e costantemente monitorato

**ASSISTENZA**

- **Assicurazione Copertura Covid** in caso di cancellazione causa Covid-19 o prolungamento dei soggiorni in caso di contatto con positivi
- **Servizio di assistenza sanitaria clinica** (anche domiciliare) per richiamo di vaccini, tamponi e DPI

Source: Gruppo Destination Italia

#### 4.1 Swot

##### **Strengths:**

- Piattaforma tecnologica evoluta e fortemente scalabile;
- Forte conoscenza del settore turistico e del segmento lusso;
- Solida compagine azionaria (che vede anche attori istituzionali), leader nel proprio settore;
- Management con oltre 20 anni di esperienza alla guida di large corporate e nel settore del lusso;
- Contratti, tariffe ed allotment esclusivi
- Alta fedeltà dei clienti per qualità dei prodotti e dei servizi

##### **Weaknesses:**

- Incidenza di effort umano nell'attuale gestione delle pratiche (in diminuzione progressiva grazie alla piattaforma IT e alle economie di scala);

##### **Opportunities:**

- Accelerazione fatturato grazie all'ingresso in mercati ad alto potenziale (i.e. Cina, Giappone, Corea) e alle quote di mercato «liberate» dalla forte mortalità di PMI del turismo durante la pandemia COVID;
- Incremento della marginalità attraverso il focus sul turismo esperienziale e sul segmento lusso;
- Miglioramento efficienza operativa e valorizzazione dei dati grazie ad investimenti IT (incluso Artificial Intelligence) in automazione dei processi;
- La pandemia ha consentito una “pulizia” del mercato a favore delle società con un progetto imprenditoriale di crescita e le risorse per realizzarlo.

##### **Threats:**

- Potenziali restrizioni sul turismo internazionale per nuove ondate di Covid-19;
- Rischio operazioni M&A sul mercato volte ad aggregare le piccole realtà in player di scala più rilevante e in competizione con DI.

## 5. Economics & Financials

**Fig. 23 – Economics & Financials**

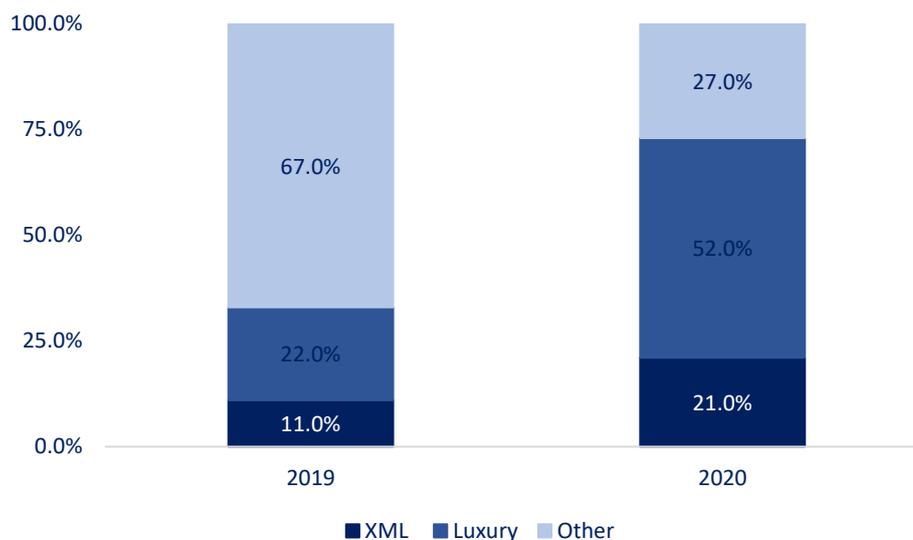
<b>INCOME STATEMENT (€/mln)</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>	<b>FY24E</b>	<b>FY25E</b>	<b>FY26E</b>	<b>FY27E</b>
Gross Travel Value	34.09	4.58	7.07	50.52	69.25	86.31	107.42	129.43	150.57
Other Net Revenues	0.85	2.48	0.23	0.67	0.82	0.97	1.14	1.21	1.37
<b>Value of Production</b>	<b>34.93</b>	<b>7.06</b>	<b>7.30</b>	<b>51.18</b>	<b>70.07</b>	<b>87.28</b>	<b>108.56</b>	<b>130.64</b>	<b>151.93</b>
Direct Product Costs	32.06	5.29	7.02	46.59	64.46	78.93	96.70	115.82	134.12
<b>Gross Margin</b>	<b>2.87</b>	<b>1.77</b>	<b>0.27</b>	<b>4.60</b>	<b>5.61</b>	<b>8.36</b>	<b>11.86</b>	<b>14.83</b>	<b>17.81</b>
<i>Gross Margin %</i>	8.2%	25.1%	3.8%	9.0%	8.0%	9.6%	10.9%	11.3%	11.7%
Other	(0.31)	(0.22)	(0.04)	(0.33)	(0.38)	(0.39)	(0.44)	(0.45)	(0.45)
<b>First Margin</b>	<b>2.56</b>	<b>1.54</b>	<b>0.23</b>	<b>4.27</b>	<b>5.23</b>	<b>7.97</b>	<b>11.42</b>	<b>14.38</b>	<b>17.36</b>
<i>First Margin %</i>	7.3%	21.9%	3.2%	8.3%	7.5%	9.1%	10.5%	11.0%	11.4%
Employees	3.77	1.69	1.51	3.99	4.63	5.06	5.36	5.62	5.86
Other Operating Cost	1.34	2.76	0.14	0.09	0.11	0.12	0.13	0.14	0.14
<b>EBITDA</b>	<b>(2.54)</b>	<b>(2.91)</b>	<b>(1.42)</b>	<b>0.19</b>	<b>0.49</b>	<b>2.80</b>	<b>5.93</b>	<b>8.62</b>	<b>11.36</b>
<i>EBITDA Margin</i>	-7.3%	-41.2%	-19.5%	0.4%	0.7%	3.2%	5.5%	6.6%	7.5%
D&A	0.33	0.00	0.92	1.12	1.18	1.09	1.21	1.06	0.95
<b>EBIT</b>	<b>(2.88)</b>	<b>(2.91)</b>	<b>(2.35)</b>	<b>(0.93)</b>	<b>(0.69)</b>	<b>1.71</b>	<b>4.71</b>	<b>7.56</b>	<b>10.41</b>
<i>EBIT Margin</i>	-8.2%	-41.2%	-32.2%	-1.8%	-1.0%	2.0%	4.3%	5.8%	6.8%
Financial Management	(0.01)	(0.02)	(0.03)	(0.05)	(0.24)	(0.21)	(0.17)	(0.12)	(0.08)
<b>EBT</b>	<b>(2.89)</b>	<b>(2.93)</b>	<b>(2.38)</b>	<b>(0.98)</b>	<b>(0.93)</b>	<b>1.50</b>	<b>4.54</b>	<b>7.44</b>	<b>10.33</b>
Taxes	0.00	(0.48)	0.09	0.00	0.00	0.43	1.17	1.87	2.58
<b>Net Income</b>	<b>(2.89)</b>	<b>(2.44)</b>	<b>(2.48)</b>	<b>(0.98)</b>	<b>(0.93)</b>	<b>1.07</b>	<b>3.37</b>	<b>5.57</b>	<b>7.75</b>
<b>BALANCE SHEET (€/mln)</b>									
<b>Fixed Assets</b>	<b>2.60</b>	<b>4.15</b>	<b>4.67</b>	<b>4.63</b>	<b>4.13</b>	<b>3.68</b>	<b>3.09</b>	<b>2.64</b>	<b>2.29</b>
Account receivable	1.57	0.48	0.21	1.12	1.54	1.92	2.39	2.88	3.35
Inventories	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Account payable	2.97	0.90	0.05	0.32	2.93	3.51	4.25	5.04	5.79
<b>Operating Working Capital</b>	<b>(1.41)</b>	<b>(0.42)</b>	<b>0.16</b>	<b>0.80</b>	<b>(1.39)</b>	<b>(1.59)</b>	<b>(1.86)</b>	<b>(2.15)</b>	<b>(2.44)</b>
Other receivable	3.83	3.26	1.46	0.65	0.31	0.28	0.25	0.22	0.19
Other payable	0.73	0.90	0.30	0.45	0.51	0.54	0.57	0.49	0.51
<b>Net Working Capital</b>	<b>1.69</b>	<b>1.95</b>	<b>1.32</b>	<b>1.00</b>	<b>(1.59)</b>	<b>(1.86)</b>	<b>(2.19)</b>	<b>(2.43)</b>	<b>(2.76)</b>
Severance Indemnities & Other Provisions	0.43	0.41	0.48	0.68	0.82	0.97	1.13	1.30	1.48
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>3.86</b>	<b>5.69</b>	<b>5.51</b>	<b>4.95</b>	<b>1.72</b>	<b>0.85</b>	<b>(0.23)</b>	<b>(1.10)</b>	<b>(1.95)</b>
Share Capital	8.19	9.19	12.63	12.63	12.63	12.63	12.63	12.63	12.63
Reserves	(0.59)	(2.65)	(4.34)	(6.82)	(7.80)	(8.73)	(7.66)	(4.29)	1.28
Net Income	(2.89)	(2.44)	(2.48)	(0.98)	(0.93)	1.07	3.37	5.57	7.75
<b>Equity</b>	<b>4.71</b>	<b>4.10</b>	<b>5.82</b>	<b>4.84</b>	<b>3.90</b>	<b>4.97</b>	<b>8.34</b>	<b>13.92</b>	<b>21.67</b>
Cash & Cash Equivalent	1.28	0.73	5.13	4.71	7.41	8.20	11.46	17.09	25.20
Financial Debt	0.44	2.33	4.83	4.83	5.23	4.08	2.89	2.08	1.58
<b>Net Financial Position</b>	<b>(0.85)</b>	<b>1.60</b>	<b>(0.31)</b>	<b>0.11</b>	<b>(2.18)</b>	<b>(4.12)</b>	<b>(8.57)</b>	<b>(15.01)</b>	<b>(23.62)</b>
<b>SOURCES</b>	<b>3.86</b>	<b>5.69</b>	<b>5.51</b>	<b>4.95</b>	<b>1.72</b>	<b>0.85</b>	<b>(0.23)</b>	<b>(1.10)</b>	<b>(1.95)</b>
<b>CASH FLOW (€/mln)</b>									
EBIT		(2.91)	(2.35)	(0.93)	(0.69)	1.71	4.71	7.56	10.41
Taxes		(0.48)	0.09	0.00	0.00	0.43	1.17	1.87	2.58
<b>NOPAT</b>		<b>(2.43)</b>	<b>(2.44)</b>	<b>(0.93)</b>	<b>(0.69)</b>	<b>1.28</b>	<b>3.54</b>	<b>5.70</b>	<b>7.83</b>
D&A		0.00	0.92	1.12	1.18	1.09	1.21	1.06	0.95
Change in receivable		1.09	0.27	(0.91)	(0.42)	(0.38)	(0.47)	(0.49)	(0.47)
Change in inventories		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Change in payable		(2.08)	(0.85)	0.28	2.61	0.58	0.74	0.78	0.75
Change in others		0.73	1.21	0.96	0.39	0.07	0.06	(0.05)	0.05
<i>Change in NWC</i>		(0.26)	0.63	0.32	2.58	0.27	0.33	0.24	0.33
Change in provisions		-0.02	0.08	0.20	0.14	0.15	0.16	0.17	0.18
<b>OPERATING CASH FLOW</b>		<b>(2.70)</b>	<b>(0.81)</b>	<b>0.71</b>	<b>3.22</b>	<b>2.79</b>	<b>5.24</b>	<b>7.17</b>	<b>9.29</b>
Capex		(1.55)	(1.45)	(1.08)	(0.68)	(0.65)	(0.63)	(0.60)	(0.60)
<b>FREE CASH FLOW</b>		<b>(4.26)</b>	<b>(2.26)</b>	<b>(0.36)</b>	<b>2.54</b>	<b>2.15</b>	<b>4.62</b>	<b>6.57</b>	<b>8.68</b>
Financial Management		(0.02)	(0.03)	(0.05)	(0.24)	(0.21)	(0.17)	(0.12)	(0.08)
Change in Financial Debt		1.89	2.50	0.00	0.40	(1.15)	(1.19)	(0.81)	(0.50)
Change in Equity		1.83	4.20	0.00	(0.00)	0.00	(0.00)	(0.00)	(0.00)
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>		<b>(0.56)</b>	<b>4.40</b>	<b>(0.42)</b>	<b>2.70</b>	<b>0.79</b>	<b>3.26</b>	<b>5.64</b>	<b>8.11</b>

Source: Destination Italia e stime Integrae SIM

## 5.1 FY20A Results

Il Gruppo ha chiuso il 2020A con Value of Production pari a € 7,06 mln, rispetto a € 34,94 mln del 2019A. Come è facile intuire, la performance dell'esercizio 2020A risulta poco significativa per una Società operante nel settore turistico a causa delle importanti limitazioni imposte dai governi finalizzate alla limitazione della circolazione delle persone a causa della pandemia. Le normative emanate hanno infatti limitato in maniera drastica, fino al blocco totale in alcuni casi le possibilità di spostamenti e di viaggi. Questo ha portato ad una flessione dei ricavi del settore turistico Italiano di circa il 50% e di circa 60% per il turismo *incoming*.

**Fig. 24 - Revenues Breakdown by BU**

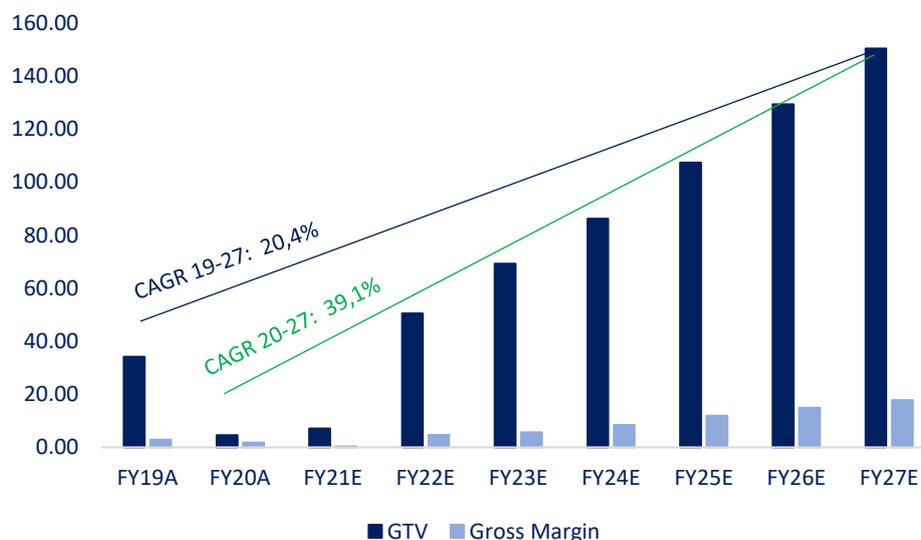


Source: Destination Italia

In termini di BU, è possibile suddividere il GTV del 2020 in questo modo: 21% relativo a XML, 52% relativo a Luxury e 27% relativo ad altre fonti di ricavo. Come detto, l'analisi del 2020A risulta poco significativa per comprendere il business e le potenzialità della Società. Analizzando il 2019, la scomposizione sopra riportata risultava la seguente: 11% relativo a XML, 22% relativo a Luxury e 67% relativo ad altre fonti di ricavo.

Avendo sempre ben presente la scarsa significatività del 2020A, evidenziamo le seguenti differenze tra il 2019A e il 2020A. Il Gross Margin è passato da € 2,87 mln (8,2% di marginalità) ad € 1,77 mln (25% di marginalità), il First Margin è passato da € 2,56 mln (1,54% di marginalità) ad € 1,54 mln (21,9% di marginalità), anche grazie ad alcuni elementi di natura straordinaria. L'Ebitda è passato da - € 2,54 mln ad - € 2,91 mln, l'EBIT è passato da - € 2,88 mln ad - € 2,91 mln e il Net Income è passato da - € 0,85 mln ad - € 2,44 mln. Osserviamo, infine, un peggioramento della NFP da € -0,85 mln (cassa) a € 1,60 mln.

## 5.2 FY21E – FY27E Estimates

**Fig. 25 – GTV, Gross Margin 19A-27E**


Source: elaborazione Integrae SIM

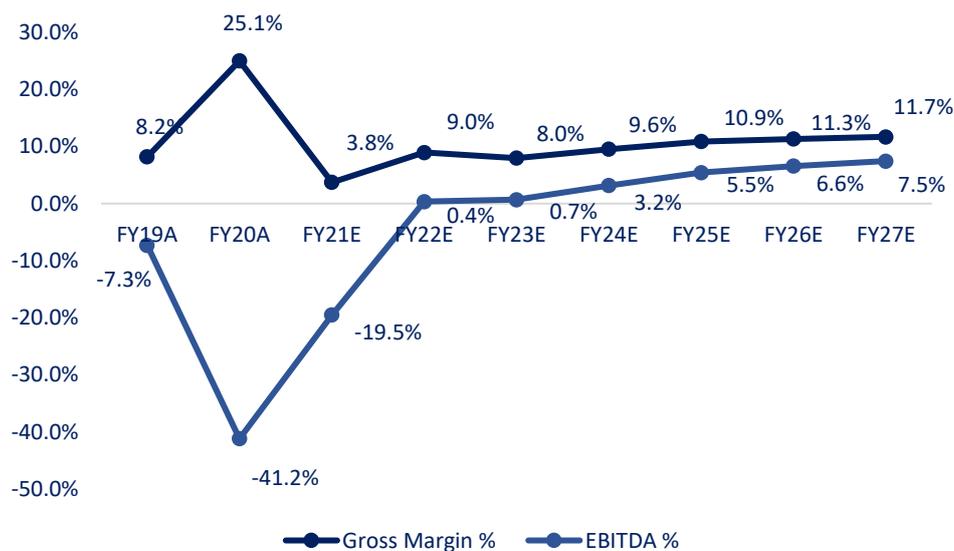
Per i prossimi anni, ci aspettiamo un incremento del GTV che, secondo le nostre stime, passerà da € 4,58 mln del 2020A a € 150,6 mln del 2027E (CAGR20A-27E: 64,7%). La crescita del GTV ci aspettiamo possa essere trainata dai seguenti *driver*:

- **Sfruttamento delle opportunità del turismo cinese di lusso in Italia.** Secondo le nostre stime, questo sarà possibile grazie a: espansione della presenza locale per avvicinarsi al mercato, attivazione di iniziative di marketing su diversi canali, costruzione di solide relazioni con il governo ed espansione della *value chain* (anche grazie a possibili operazioni di M&A, comunque non considerate nelle nostre stime);
- **Crescita del *ticket* medio.** Crediamo che il *ticket* medio possa aumentare grazie al maggior peso di SONO sul *mix* di vendita e alla crescita della domanda per turismo esperienziale;
- **Allungamento del soggiorno** medio nei pacchetti venduti;
- **Partecipazione a fiere del lusso;**
- **Inserimento di nuovi *sales manager*** focalizzati su aree geografiche ad alto potenziale di crescita;
- **Importanti investimenti promozionali;**
- **Ricerca di esperienze e destinazioni sempre più esclusive;**
- **Opportunità di *cross-selling*.**

In particolare, abbiamo stimato la crescita sulla base dell'analisi dei mercati target e degli obiettivi stimati di penetrazione degli stessi. Il numero di viaggiatori del 2021E e del 2022E è stato prudenzialmente stimato con l'obiettivo di tornare a livelli pre-crisi Covid-19 e superarli soltanto a partire dal 2023 (XML e Mainstream) e dal 2025 (High End).

Per quanto riguarda il *ticket* medio, questo è legato alla volontà di offrire pacchetti sempre più ricchi in termini di servizi ed esperienze per soddisfare le esigenze di una clientela sempre più alto spendente.

**Fig. 26 – Gross Margin % and EBITDA % 19A-27E**



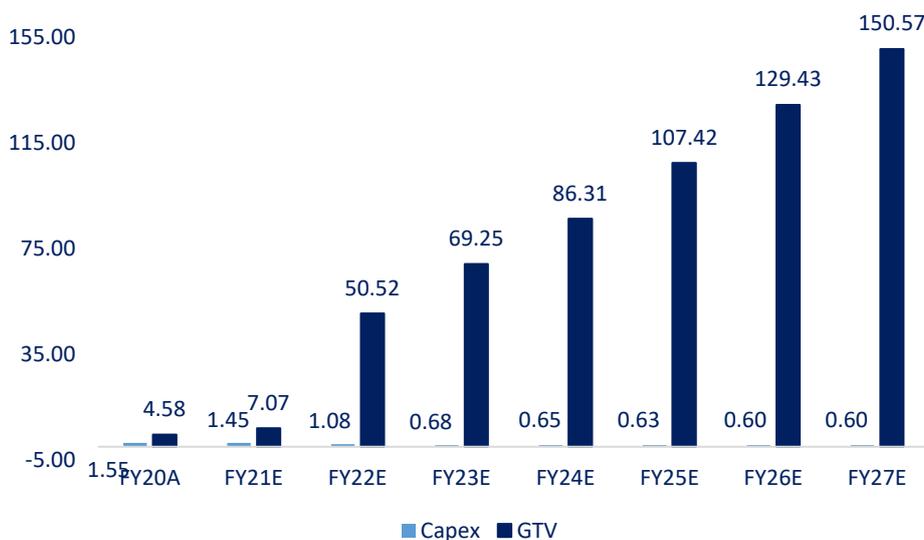
Source: elaborazione Integrae SIM

Parallelamente, ci aspettiamo un incremento del Gross Margin e dell'Ebitda che, secondo le nostre stime, passeranno rispettivamente da € 1,77 mln del 2020A a € 17,8 mln del 2027E e da - € 2,91 mln del 2020A a € 11,4 mln del 2027E. In miglioramento anche le stime dell'Ebitda margin, principalmente grazie ai seguenti *driver*:

- Maggior incidenza dei pacchetti esperienziali;
- Risparmio in termini di FTE *booking*;
- Maggior automatizzazione dei processi;
- Ottimizzazione dei costi di *data transfer*.

La positiva dinamica della redditività è funzione dei driver di crescita stimati, che prevedono l'obiettivo di offrire pacchetti con maggiori servizi ed esperienze e quindi sempre più costosi da offrire ad una clientela di lusso, con marginalità maggiori.

**Fig. 27 – GTV, Capex 20A-27E**



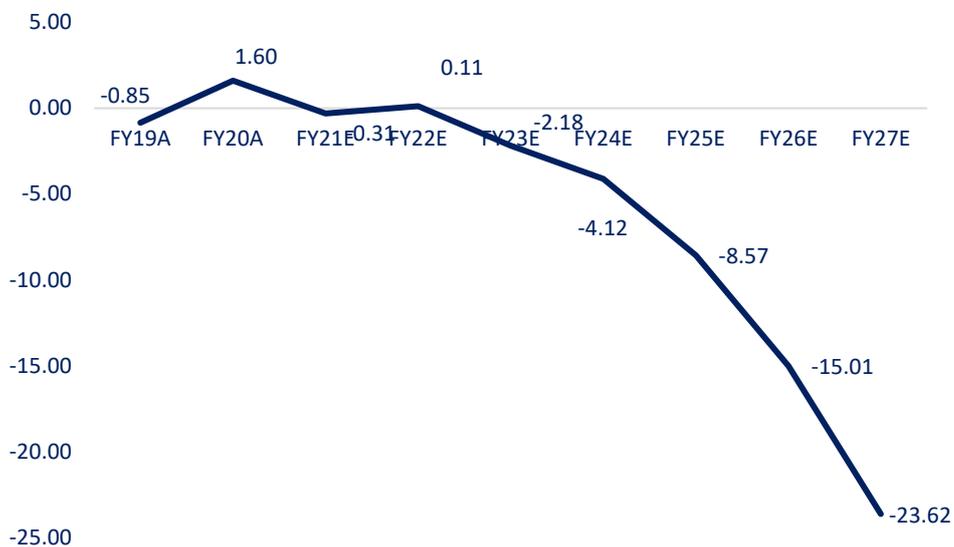
Source: elaborazione Integrae SIM

Negli anni di piano stimiamo che la Società investirà (opex) principalmente nell'aumento della *brand awareness*, partecipazione a fiere internazionali, sviluppo di *lead* commerciali, e capitalizzazioni di spese per il personale.

Una parte consistente degli investimenti (capex) stimati riguarda principalmente le tecnologie e l'intelligenza artificiale al fine di efficientare i processi amministrativi e di booking, nonché la possibilità per i clienti di personalizzare i loro pacchetti virtualmente con un'interfaccia sempre e user friendly.

Risultano più ingenti nel 2022/2023E, momento in cui ci attendiamo il massimo sforzo per penetrare in modo consistente nei nuovi mercati asiatici, e sono stimati in riduzione negli anni di piano avendo principalmente finalità legate all'aggiornamento e il mantenimento delle nuove tecnologie.

**Fig. 28 - NFP 19A-27E**



Source: elaborazione Integrae SIM

In miglioramento la NFP negli anni successivi al 2022E, grazie ai flussi di cassa generati dalla gestione caratteristica.

### 5.3 Use of Proceeds

Il Gruppo Destination Italia ha deciso la quotazione sul mercato AIM Italia al fine di reperire risorse finalizzate a dare maggiore impulso al processo di crescita. In particolare, il Gruppo intende consolidare la presenza all'interno dei mercati attuali, attivare i nuovi mercati esteri e rafforzare la propria posizione distintiva di Leader Tecnologico, oltre a voler avviare un filone di crescita per linee esterne. Per quanto riguarda i principali mercati esteri, crediamo che APAC e turismo high-end saranno i primi mercati a ripartire. Per quanto riguarda i mercati di Cina, Corea e Giappone riteniamo che DI abbia alcuni vantaggi rispetto ai comparables. Tra questi:

- Leva sulla presenza in loco dei soci (Yi-Tsai);
- Partnership in loco per riduzione time-2-market;
- Attivazione canali ad-hoc (Baidu, Weibo, KOL);
- Sviluppo struttura interna (pers. lingua, prod. spec.).

Gli investimenti saranno in parte indirizzati in ulteriore innovazione digitale di processo e AI data intelligence attraverso:

- **automation:** full automation processo di Booking e convenzionamento fornitori/ clienti e l'automazione del caricamento dei prodotti
- **commerciale excellence:** sviluppo di algoritmi di predictive forecasting, sviluppo «Smart Products» con AI e sviluppo Virtual Agent per offerte su misura per il viaggio e post-viaggio;
- **Knowledge:** valorizzazione della base dati e strumenti di analisi per generazione di «pacchetti».

Nel medio periodo, i proceeds saranno inoltre destinati all'ulteriore sviluppo di alcune linee evolutive in modo da consentire la realizzazione di un modello a "Rete" simile a quello di altre realtà quotate, con l'integrazione mirata di realtà imprenditoriali innovative, preservandone l'indipendenza e la capacità imprenditoriale, generando sinergie per tutto il network. Tra le linee evolutive ricordiamo:

- **Scaling ed innovazione per linee esterne.** Replica del Modello di DI su altre destinazioni di pregio in Europa nei prossimi anni, facendo leva sul know-how distintivo sviluppato e con l'obiettivo di servire e mobilitare i clienti su più paesi;
- **Rafforzamento della proposizione "core".** La strategia prevede:
  - il rafforzamento e sviluppo della proposizione di DI sul Turismo Sanitario, attraendo una clientela in crescita attraverso l'arricchimento dell'offerta termale, di centri benessere e trattamenti personalizzati;
  - il rafforzamento e sviluppo dell'offerta di Destination Italia sul mondo Welfare e Loyalty, sfruttando i canali B2B già esistenti e cavalcando la crescita attesa dei segmenti negli ultimi anni, in Italia ed all'estero;
  - All'interno del quadro più ampio delle possibili sinergie tra Destination Italia ed il Gruppo ISP, DI ha avviato l'inserimento di pacchetti turistico-esperienziali su piattaforme Welfare e Loyalty del Gruppo Intesa. E' inoltre allo studio una collaborazione nel settore immobiliare legata al "Progetto Borghi" presente nel PNRR per lo sviluppo economico anche attraverso il turismo di qualità delle località ancora poco conosciute del nostro Paese (modello Matera);
  - Valorizzazione del potenziale del territorio locale con la creazione di una rete capillare di fornitori in grado di mappare e presidiare realtà esperienziali offerte in loco, garantendo standard di qualità elevati;
  - Valorizzazione del turismo del meridione durante tutto l'anno, grazie alle peculiarità territoriali, creando un nuovo potenziale mercato di riferimento;
- **Diversificazione dell'offerta su "adiacenze".** Integrazione e diversificazione dell'attuale offerta di esperienze di DI con un modello simil «Last Minute» che spinga

sul cross-selling di prodotti assicurativi e sulla crescita dei ricavi commissionali e diversificazione dell'attuale offerta di DI con l'integrazione di offerte «Luxury» intermedie nel mondo dello Shopping, attraverso modalità di gestione trasparenti ed accessibili ai Tour Operator.

## 6. Valuation

La valutazione non è un dato di fatto, ma una stima di una specifica configurazione di valore riferita ad una specifica attività ad una specifica data, tenuto conto della specifica finalità della stima. Qualsiasi valutazione richiede una dose significativa di giudizio da parte dell'analista. Nessuna valutazione può essere fatta coincidere con la mera applicazione di una formula matematica.

Non esiste – in quanto non è oggettivamente determinabile - il valore “giusto” o il valore “vero” di un bene. Ogni valore è sempre e comunque frutto di una stima e, pertanto, è sempre una quantità approssimata e non scientificamente esatta.

Quando oggetto di stima è il valore di mercato, quest'ultimo può differire dal prezzo che si forma successivamente sul mercato per lo stesso bene (sia perché il prezzo si riferisce ad una data successiva, con aspettative diverse, con informazioni diverse, ecc. sia perché il prezzo riflette le caratteristiche e gli interessi dello specifico acquirente e dello specifico venditore e non quelli di un generico partecipante al mercato).

Il fair value è stato determinato assumendo i risultati stimati. La logica alla base della prospettiva adottata con questa metodica è che nessun operatore razionale riconoscerebbe ad un'attività un valore significativamente diverso da quello recuperabile attraverso l'uso o l'investimento nell'attività stessa e quindi dal valore attuale dei risultati attesi dal detenere l'attività.

La metodica dei risultati attesi è aderente alla prospettiva tipica della Teoria della Finanza in base alla quale il valore di ogni attività di carattere reale o finanziario è funzione dei flussi finanziari o reddituali generati nell'arco della vita utile residua dell'attività stessa, della distribuzione nel tempo dei risultati attesi e del grado di incertezza riferibile alla futura manifestazione dei flussi di risultato.

Al fine della valutazione del fair value del Gruppo Destination Italia, abbiamo usato diversi modelli valutativi: lo sconto dei flussi di cassa (DCF) e l'Excess Return.

Ciascun modello di valutazione è in grado di cogliere uno o più aspetti della vita di un'azienda: reddituale, patrimoniale, basato sui flussi di cassa, basato sulla comparazione di aziende “simili” quotate. Per questo motivo riteniamo che il mix tra le diverse valutazioni, sia in grado di meglio cogliere il “corretto fair value” di una società caratterizzata da alcune particolarità (enorme mercato potenzialmente aggredibile, flussi di cassa, management quality, etc.).

## 6.1 Il DCF

I risultati dell'applicazione del modello DCF ai fini del calcolo dell'equity value sono, come noto, funzione delle stime dei risultati relativi al business plan della società oggetto di analisi. Oltre al valore dell'equity ciò che assume rilevanza, ai fini della comparabilità dei risultati, è la qualità degli stessi, a sua volta funzione di numerose variabili, tra le quali la visibilità del business. Visibilità che, nel nostro caso ci consente di poter allungare l'orizzonte temporale fino al 2027. Motivo questo per il quale il modello DCF riteniamo possa cogliere alcuni aspetti della vita dell'impresa che la comparazione con le altre società basata sui multipli e/o altre metodologie valutative non sarebbero in grado di approssimare.

Secondo le nostre stime fino al 2023 la società produce perdite, mentre dal 2024 al 2027 il flusso di utili netti è crescente. Questo ci porta a considerare che l'utile netto sostenibile, e di conseguenza tutti gli altri flussi economici, patrimoniali e finanziari, siano quelli dal 2024/25E in avanti, esercizi in cui la società comincerà ad entrare presumibilmente a regime. Motivo questo per il quale nei diversi modelli valutativi, abbiamo considerato non già dati puntuali, che avrebbero falsato il fair value, ma una media di questi.

Alla luce delle particolarità della società oggetto di valutazione, abbiamo utilizzato nel DCF due diverse tipologie: la prima utilizzando il TV l'anno successivo alle stime puntuali (dall'ottavo in avanti). In particolare, ai fini del calcolo del fair value, abbiamo assunto i seguenti parametri:

- Il Risk-Free Rate è rappresentato dal rendimento lordo del BTP a 7 anni;
- Il Market Risk Premium coincide con il premio per il rischio del mercato italiano calcolato dal Professor A. Damodaran;
- Il D/E è calcolato in base alle stime di Integrae SIM, prendendo a riferimento la stima media di composizione del capitale investito dei comparables (70/30);
- Il Ke è stato calcolato tramite CAPM;
- L'Alfa, ovvero il rischio specifico aggiuntivo, tipico degli investimenti azionari in imprese caratterizzate da ridotte dimensioni operative. Trattandosi di piccole dimensioni, lo small cap risk addizionale è stato assunto pari al 2,5%, valore medio tra quelli suggeriti dai principali studi in materia (Massari Zanetti, Valutazione Finanziaria, McGraw-Hill, 2004, pag. 145, A. Damodaran, Cost of Equity and Small Cap Premium in Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets, III edizione 2012, Guatri Bini, Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende, 2009 pag. 236);
- Il Beta è quello unlevered di alcuni selezionati comparables. La scelta del periodo temporale è caduta sul dato che massimizza la significatività della regressione lineare;
- Il tasso di crescita g, per prudenza, è stato fissato all'1%;

Ne risulta un Wacc del 7,9%

**Fig. 29 – WACC**

WACC		7.90%
Risk Free Rate	0.35% $\alpha$ (specific risk)	2.50%
Market Premium	6.85% Beta Adjusted	0.91
D/E (average)	42.86% Beta Relevered	1.19
Ke	10.98% Kd	1.00%

Source: Integrae SIM

Con le assunzioni di cui sopra, ne risulta un equity value di € 52,2 mln.

**Fig. 30 – Equity Value**

<b>DCF Equity Value</b>		<b>52.2</b>
FCFO actualized	12.4	23%
TV actualized DCF	41.4	77%
<b>Enterprise Value</b>	<b>53.8</b>	<b>100%</b>
NFP (FY20A)	1.6	

Source: Integrae SIM

Di seguito la sensitivity analysis.

**Fig. 31 – Sensitivity Analysis**

€/mln		WACC						
		6.40%	6.90%	7.40%	7.90%	8.40%	8.90%	9.40%
Growth rate (g)	2.5%	64.3	63.9	63.5	63.1	62.8	62.4	62.1
	2.0%	60.1	59.7	59.3	58.9	58.5	58.2	57.8
	1.5%	56.5	56.1	55.7	55.3	54.9	54.6	54.2
	1.0%	53.4	53.0	52.6	52.2	51.8	51.5	51.1
	0.5%	50.7	50.3	49.9	49.5	49.2	48.8	48.5
	0.0%	48.3	47.9	47.5	47.2	46.8	46.4	46.1
	-0.5%	46.2	45.8	45.4	45.1	44.7	44.3	44.0

Source: Integrae SIM

## 6.2 L'Excess Return

Come noto, l'excess return stima l'equity value sull'assunto di base secondo il quale il fair value rappresenterebbe una misura del capitale economico se la redditività degli investimenti in essere e di quelli pianificati risultasse in linea con il Cost of Equity (Ke) della società. Solo nel caso di una redditività attesa superiore o inferiore, quindi di un Excess Return positivo o negativo, l'equity value rifletterà nella stima questa circostanza.

L'applicabilità del modello presuppone il verificarsi di un'importante condizione, vale a dire che il Book Value iniziale sia una proxy accettabile del valore corrente delle attività al netto delle passività. L'ipotesi è peraltro maggiormente sostenibile nel caso di imprese finanziarie rispetto a imprese non finanziarie, per la tipica composizione dell'attivo tenuto conto dei principi contabili di riferimento.

Al fini del calcolo abbiamo utilizzato come utile netto a regime la media di questi dal 2024 al 2027, mentre per il patrimonio netto sono state assunte le nostre stime puntuali.

**Fig. 32 – L'Excess Return Model**

Year (€ mln data)	1	2	3	4	5	6	7	Terminal Year
Net Income	0.91	1.11	1.35	1.91	3.00	4.76	7.70	7.78
- Equity Cost (see below)	0.27	0.33	0.40	0.53	0.75	1.11	1.71	1.72
Excess Equity Return	0.64	0.78	0.96	1.38	2.25	3.65	6.00	6.06
Terminal Value of Excess Equity Return								67.75
Present Value	0.60	0.60	0.79	1.06	1.60	2.39	43.95	
Beginning BV of Equity	4.10	5.01	6.13	7.49	9.40	12.40	17.16	17.33
Equity Cost	0.27	0.33	0.40	0.53	0.75	1.11	1.71	1.72
Net Income	0.91	1.11	1.35	1.91	3.00	4.76	7.70	7.78
Dividend Payout Ratio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Dividends paid	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Retained Earnings	0.91	1.11	1.35	1.91	3.00	4.76	7.70	

Equity Invested =	4.10
PV of Equity Excess Return =	51.09
<b>Value of Equity (Mln)</b>	<b>55.19</b>

Source: Integrae SIM

**Ne risulta pertanto un fair value di € 55,2 mln.**

## 6.4 Il confronto con i multipli medi

Non abbiamo calcolato, come dicevamo, il fair value della società attraverso un confronto con diversi comparables (di seguito comunque riportiamo la tabella) per le seguenti ragioni:

- non esistono multipli significativi dei comparables oltre il 2023E;
- posto comunque che tale significatività esista, nel 2024 la il Gruppo Destination Italia non riteniamo che possa ancora esprimere una redditività in linea con le proprie potenzialità. Avremmo quindi confrontato i multipli medi di società a regime, con quelli di una società i cui risultati economici non possono essere considerati a regime, andando quindi a sottostimare il valore del Gruppo Destination Italia;
- alla luce dell'attività, rivolta al settore high-end, riteniamo che la redditività (Ebitda margin) del Gruppo Destination Italia a regime possa essere maggiore rispetto a quella media dei comparables. Normalmente la minore dimensione comporta l'applicazione di uno sconto (empiricamente quantificabile tra il 15% e il 30%). In dottrina non esistono però razionali che giustifichino uno sconto per la minore dimensione, soprattutto se la redditività a regime della società oggetto di stima è maggiore rispetto a quella media del campione di comparables.

**Fig. 33 – Market Multiples**

Company	EV/Ebitda				EV/Ebit				P/E			
	2021E	2022E	2023E	2024E	2021E	2022E	2023E	2024E	2021E	2022E	2023E	2024E
Trip.com Group Ltd.	327.1	18.3	13.5	11.3	63.1	23.5	13.8		65.0	20.4	15.7	12.3
DESPEGAR COM CORP	37.0	9.6	5.6		nm	nm	7.2		nm	nm	42.8	
Expedia Group, Inc.	24.3	12.4	10.3	8.9	599.6	23.0	15.7	15.9	nm	24.8	17.1	14.5
eDreams ODIGEO SA	52.3	14.9	9.0	8.8	nm	26.9	16.7	12.4	nm	57.2	18.9	12.6
lastminute.com N.V.	39.4	7.3			nm	10.6	9.4		87.1	14.4	12.8	
MakeMyTrip Ltd.	53.6	13.6	18.0		nm	nm	20.3		nm	nm	157.4	
TripAdvisor Inc.	31.4	12.7	10.0	7.2	nm	19.2	15.9	10.9	174.9	26.1	16.6	10.6
Voyageurs du Monde SA	nm	8.8	6.3	4.7	nm	10.0	7.1	5.3	nm	29.6	21.0	16.4
Helloworld Travel Limited	11.4	6.0	4.4		59.8	8.6	6.8		nm	34.4	10.9	
<b>Average</b>	<b>72.1</b>	<b>11.5</b>	<b>9.6</b>	<b>8.2</b>	<b>240.8</b>	<b>17.4</b>	<b>12.6</b>	<b>11.1</b>	<b>109.0</b>	<b>29.5</b>	<b>34.8</b>	<b>13.3</b>

Source: elaborazione Integrae SIM

Come si nota dalla Fig. precedente, il 2021 non esprime dati medi significativi.

## 7. Valuation

**Table 34 – Equity Value**

<b>Average Equity Value (€/mln)</b>	<b>53.7</b>
Equity Value DCF (€/mln)	52.2
Equity Value Excess Return (€/mln)	55.2
<b>Target Price (€)</b>	<b>4.43</b>

Source: Integrae SIM

Iniziamo pertanto la copertura di Destination Italia con un TP di € 4,43 per azione, Buy rating e Medium risk.

**Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958 and Consob Regulation n. 20307/2018****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, 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 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](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. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 20307/2018, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

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

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the expected total return (ETR – absolute performance in the 12 months following the publication of the analysis, including the ordinary dividend paid by the company), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the expected total return may temporarily fall outside the proposed range

Equity Total Return (ETR) for different risk categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR >= 7.5%	ETR >= 10%	ETR >= 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR <= -5%	ETR <= -5%	ETR <= 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

**Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)**

The methods that INTEGRÆ SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integrae SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies).

The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

**Conflict of interest**

In order to disclose its possible interest conflict Integrae SIM states that:

- Integrae SIM S.p.A. It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Nominated Adviser of the Destination Italia SpA;
- Integrae SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Destination Italia S.p.A.
- In the IPO phase, Integrae SIM plays the role of global coordinator.

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