

Data produzione: 16 Ottobre 2020 - h. 18,30

Data pubblicazione: 19 Ottobre 2020 - h. 7,00

Fabilia	Italy	FTSE AIM Italia	Hotel
Rating: BUY (unch)	Target Price: € 3,16 (Prev. € 3,13)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	2,99%	N/A	N/A	N/A
to FTSE AIM Italia	6,00%	N/A	N/A	N/A
to FTSE STAR Italia	1,30%	N/A	N/A	N/A
to FTSE All-Share	5,84%	N/A	N/A	N/A
to EUROSTOXX	5,69%	N/A	N/A	N/A
to MSCI World Index	1,64%	N/A	N/A	N/A

Stock Data

Price	€ 1,38
Target price	€ 3,16
Upside/(Downside) potential	128,8%
Bloomberg Code	FHR IM Equity
Market Cap (€m)	€ 8,39
EV (€m)	€ 12,86
Free Float	17,76%
Share Outstanding	6.080.000
52-week high	€ 1,76
52-week low	€ 1,20
Average daily volumes (1m)	7.000

Key Financials (€m)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Revenues	10,8	11,4	16,0	20,0
VoP	11,6	11,7	16,3	20,3
EBITDA	3,0	3,4	5,2	6,5
EBIT	0,0	0,3	1,5	2,2
Net Profit	0,5	0,4	0,6	1,0
EBITDA margin	27,3%	29,8%	32,2%	32,5%
EBIT margin	0,0%	2,6%	9,4%	11,0%
Net Profit margin	4,7%	3,1%	3,8%	5,2%

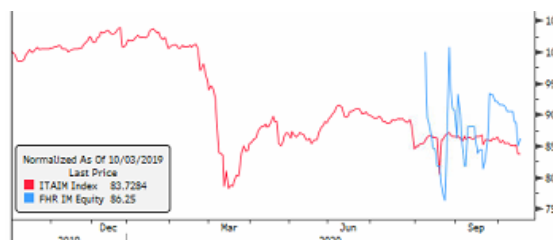
Main Ratios	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	4,4	3,8	2,5	2,0
EV/EBIT (x)	N/A	42,9	8,6	5,9
P/E (x)	16,4	23,8	14,0	8,0

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



1H20A Results

Il settore turistico è stato uno dei più colpiti dalle chiusure imposte in risposta alla diffusione dell'epidemia Covid 19, per questo motivo, i dati semestrali di Fabilia risultano in decrescita rispetto allo scorso anno.

Il valore dei ricavi, pari a € 2,22 mln, risulta in decrescita rispetto ai dati semestrali dello scorso anno (€ 3,09 mln al 30 giugno 2019), in diminuzione anche il valore della produzione pari a € 2,24 mln, rispetto ai € 3,10 mln dello scorso anno. L'EBITDA è pari a - € 0,57 mln (€ 0,12 mln al 30 giugno 2019). L'EBIT è pari a - € 2,33 mln (- € 1,35 mln al 30 giugno 2019).

Estimates Update

Modifichiamo le stime per l'anno in corso e confermiamo quelle per i prossimi anni. In particolare, ci aspettiamo, in via prudenziale, ricavi 2020E pari a € 11,40 mln, la riduzione nelle stime è legata ai possibili effetti di una seconda ondata dell'epidemia Covid 19 che potrebbe impattare i ricavi della stagione invernale. L'EBITDA risente solo parzialmente della riduzione dei ricavi, grazie alla struttura prevalentemente variabile dei costi. Le stime sull'EBIT rimangono invariate grazie agli accordi stipulati con i proprietari delle strutture, che prevedevano una riduzione dei canoni di locazione in caso di riduzione del fatturato.

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Fabilia sulla base della metodologia DCF. Il DCF method (che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali anche un rischio specifico pari al 2,5%) restituisce un equity value pari a € 19,2 mln. Il target price è di € 3,16, rating BUY e rischio MEDIUM.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Revenues	9,03	10,81	11,40	16,00	20,00
Other Revenues	0,10	0,80	0,30	0,30	0,30
Value of Production	9,13	11,61	11,70	16,30	20,30
COGS	1,71	2,54	2,30	3,00	3,75
Services	2,71	2,86	3,10	4,35	5,35
Use of assets owned by others	0,18	0,15	0,10	0,15	0,20
Employees	1,89	2,80	2,50	3,30	4,10
Other Operating Expenses	0,26	0,30	0,30	0,35	0,40
EBITDA	2,38	2,95	3,40	5,15	6,50
<i>EBITDA Margin</i>	<i>26,4%</i>	<i>27,3%</i>	<i>29,8%</i>	<i>32,2%</i>	<i>32,5%</i>
D&A	1,89	2,96	3,10	3,65	4,30
EBIT	0,50	0,00	0,30	1,50	2,20
<i>EBIT Margin</i>	<i>5,5%</i>	<i>0,0%</i>	<i>2,6%</i>	<i>9,4%</i>	<i>11,0%</i>
Financial Management	(0,28)	0,39	0,20	(0,20)	(0,20)
EBT	0,21	0,39	0,50	1,30	2,00
Taxes	0,10	-0,12	0,15	0,70	0,95
Net Income	0,11	0,51	0,35	0,60	1,05

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Fixed Assets	5,18	6,95	5,35	6,95	7,00
Account receivable	0,08	0,87	0,15	0,20	0,25
Inventories	0,05	0,45	0,35	0,45	0,60
Account payable	1,68	3,88	2,75	3,05	3,75
Operating Working Capital	(1,55)	(2,56)	(2,25)	(2,40)	(2,90)
Other receivable	3,10	2,15	2,10	2,80	3,65
Other payable	0,38	1,06	1,60	2,50	3,20
Net Working Capital	1,17	(1,47)	(1,75)	(2,10)	(2,45)
Severance Indemnities & Other Provisions	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
NET INVESTED CAPITAL	6,34	5,47	3,59	4,85	4,54
Share Capital	0,05	0,05	0,16	0,16	0,16
Reserves	0,33	0,44	2,32	2,67	3,27
Net Income	0,11	0,51	0,35	0,60	1,05
Equity	0,49	1,00	2,83	3,43	4,48
Cash & Cash Equivalent	0,31	0,37	3,29	4,20	5,30
Short Term Debt to Bank	2,92	2,78	2,70	3,65	3,90
M/L Term Debt to Bank	3,25	2,06	1,35	1,97	1,47
Net Financial Position	5,86	4,47	0,76	1,42	0,07
SOURCES	6,34	5,47	3,59	4,85	4,54

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EBIT	0,00	0,30	1,50	2,20	
Taxes	-0,12	0,15	0,70	0,95	
NOPAT	0,12	0,15	0,80	1,25	
D&A	2,96	3,10	3,65	4,30	
Change in receivable	(0,79)	0,72	(0,05)	(0,05)	
Change in inventories	(0,40)	0,10	(0,10)	(0,15)	
Change in payable	2,20	(1,13)	0,30	0,70	
Change in others	1,63	0,59	0,20	(0,15)	
<i>Change in NWC</i>	<i>2,64</i>	<i>0,28</i>	<i>0,35</i>	<i>0,35</i>	
Change in provisions	0,00	0,00	0,00	0,00	
OPERATING CASH FLOW	5,71	3,53	4,80	5,90	
Capex	(4,7)	(1,5)	(5,3)	(4,4)	
FREE CASH FLOW	0,99	2,02	(0,45)	1,55	
Financial Management	0,39	0,20	(0,20)	(0,20)	
Change in Debt to Bank	(1,32)	(0,79)	1,57	(0,25)	
Change in Equity	0,00	1,48	0,00	0,00	
FREE CASH FLOW TO EQUITY	0,06	2,91	0,92	1,10	

Source: Fabilia and Integrae SIM

1.1 1H20A Results

Table 2 – 1H20A vs 1H19A

€/mln	Sales	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H20A	2,22	-0,57	-25,6%	-2,33	-2,28	5,70
1H19A	3,09	0,12	4,0%	-1,35	-1,40	4,47*
Change	-28,2%	N.A	-29,6%	N.A	N.A	N.A

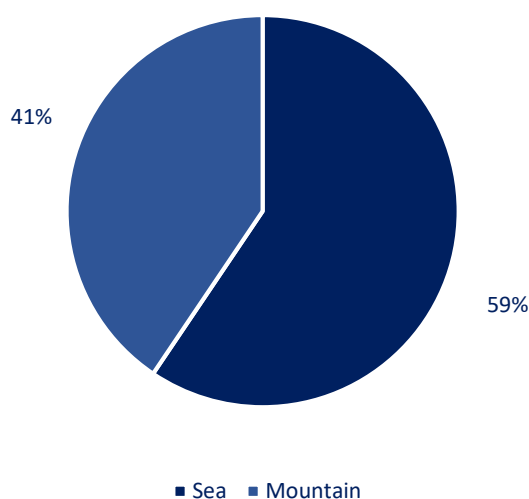
*Dato full year 2019A

Source: Fabilia

Il settore turistico è stato uno dei più colpiti dalle chiusure imposte in risposta alla diffusione dell'epidemia Covid 19, per questo motivo, i dati semestrali di Fabilia risultano in decrescita rispetto allo scorso anno. Infatti, secondo quanto dichiarato tramite comunicato stampa, i risultati del semestre *“sono da interpretare, sia alla luce dell'elevata stagionalità del nostro business che, soprattutto, della chiusura delle strutture ricettive nel periodo di lockdown”*.

Il valore dei ricavi, pari a € 2,22 mln, risulta in decrescita rispetto ai dati semestrali dello scorso anno (€ 3,09 mln al 30 giugno 2019), in diminuzione anche il valore della produzione pari a € 2,24 mln, rispetto ai €3,10 mln dello scorso anno. La decrescita, dopo un primo bimestre in crescita del 121% rispetto al 2019A, è imputabile alla chiusura delle strutture nei mesi di marzo, aprile (periodo in cui, comunque, molte delle strutture di Fabilia non sono operative) e maggio (periodo di apertura per molte strutture della Società). In particolare, le chiusure di maggio hanno portato ad uno slittamento delle prenotazioni che ha accentuato la stagionalità del business.

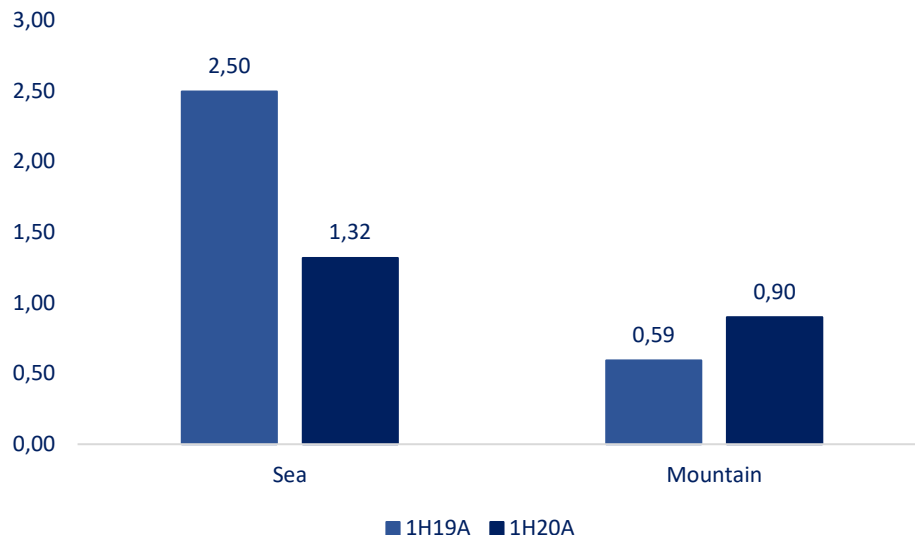
Chart 1 – Revenues by Business Line 1H20A



Source: Fabilia

La principale fonte di ricavo della Società è rappresentata dal segmento mare che, nonostante abbia generato ricavi solo per un mese sui sei del primo semestre, ha generato una quota pari al 59% dei ricavi. Il restante 41% è riconducibile al settore montagna.

Chart 2 – Revenues by Business Line 1H19A vs 1H20A



Source: Fabilia

Rispetto allo scorso anno, a causa delle difficoltà riscontrate nei primi mesi della stagione estiva delle strutture, il segmento mare registra un calo dei ricavi del 47%. Il segmento montagna, invece, nonostante la chiusura di alcuni mesi dell'anno, grazie agli ottimi risultati del primo bimestre del 2020, mostra una crescita del 52%.

L'EBITDA è pari a - € 0,57 mln (€ 0,12 mln al 30 giugno 2019). La ridotta marginalità rispecchia la riduzione dei ricavi, tuttavia, si registra una diminuzione dei costi operativi legata al risparmio in costi del lavoro e di materie prime del mese di giugno.

L'EBIT è pari a - € 2,33 mln (- € 1,35 mln al 30 giugno 2019), dopo ammortamenti per € 1,77 mln di cui € 1,36 mln per diritti d'uso (relativo agli affitti delle strutture secondo l'applicazione dell'IFRS16). Gli ammortamenti per diritti d'uso risultano in crescita, in ragione del maggior numero di strutture gestite. L'Utile netto si attesta a - € 2,28 mln rispetto a - € 1,40 mln registrato al 30 giugno 2019.

La Posizione Finanziaria Netta, pari a € 5,70 mln, risulta in peggioramento rispetto al 31 dicembre 2019, quando era pari a € 4,47 mln.

1.2 Estimates FY20E-FY22E

Table 3 – Estimates Updates FY20E-FY22E

€/mln	FY20E	FY21E	FY22E
Sales			
New	11,4	16,0	20,0
Old	12,3	16,0	20,0
Change	-6,9%	0,0%	0,0%
EBITDA			
New	3,4	5,2	6,5
Old	4,0	5,2	6,5
Change	-13,9%	0,0%	0,0%
EBITDA %			
New	29,8%	32,2%	32,5%
Old	32,2%	32,2%	32,5%
Change	-2,4%	0,0%	0,0%
EBIT			
New	0,3	1,5	2,2
Old	0,3	1,5	2,2
Change	0,0%	0,0%	0,0%
Net Income			
New	0,4	0,6	1,0
Old	0,1	0,6	1,0
Change	243,4%	0,0%	0,0%
NFP			
New	0,8	1,4	0,1
Old	1,0	1,7	0,3
Change	N.A.	N.A.	N.A.

Source: Integrae SIM

Alla luce dell'evoluzione della situazione sanitaria, modifichiamo leggermente le stime per l'anno in corso e confermiamo quelle per i prossimi anni. In particolare, ci aspettiamo, in via prudenziale, ricavi 2020E pari a € 11,40 mln, la riduzione nelle stime è legata ai possibili effetti di una seconda ondata dell'epidemia Covid 19 che potrebbe impattare i ricavi della stagione invernale. L'EBITDA risente solo parzialmente della riduzione dei ricavi, grazie alla struttura prevalentemente variabile dei costi. Le stime sull'EBIT rimangono invariate grazie agli accordi stipulati con i proprietari delle strutture, che prevedevano una riduzione dei canoni di locazione in caso di riduzione del fatturato.

Per gli anni successivi, ci aspettiamo che i ricavi possano aumentare fino a € 20,0 mln (CAGR 19A-22E: 22,78%) nel 2022E, con EBITDA pari a € 6,50 mln (corrispondente ad una marginalità del 32,5%), in crescita rispetto a € 2,95 mln del 2019A (corrispondente ad un EBITDA margin del 27,3%).

2. Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Fabilia sulla base della metodologia DCF.

2.1 DCF Method

Table 4 – WACC

WACC		4,69%
Risk Free Rate	0,23% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	8,46% Beta Adjusted	1,00
D/E (average)	400,00% Beta Relevered	3,89
Ke	11,21% Kd	4,25%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo considerato un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 4,69%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		19,2
FCFO actualized	3,6	15%
TV actualized DCF	20,1	85%
Enterprise Value	23,7	100%
NFP (FY19A)	4,5	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e, prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di € 19,2 mln. Il target price è quindi di € 3,16 (prev.3,13), rating BUY e rischio MEDIUM.**

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		3,2%	3,7%	4,2%	4,7%	5,2%	5,7%	6,2%
Growth Rate (g)	2,5%	111,7	63,4	43,7	33,0	26,3	21,6	18,3
	2,0%	64,4	44,4	33,5	26,7	22,0	18,6	16,0
	1,5%	45,1	34,1	27,1	22,4	18,9	16,3	14,2
	1,0%	34,6	27,6	22,7	19,2	16,5	14,4	12,7
	0,5%	28,0	23,1	19,5	16,8	14,7	12,9	11,5
	0,0%	23,5	19,9	17,1	14,9	13,2	11,7	10,5
	-0,5%	20,2	17,4	15,2	13,4	11,9	10,7	9,7

Source: Integrae SIM

Table 7 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	7,0x	4,6x	3,6x
EV/EBIT	79,0x	15,8x	10,8x

Source: Integrae SIM

Table 8 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	3,8x	2,5x	2,0x
EV/EBIT	42,9x	8,6x	5,9x

Source: Integrae SIM

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

Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. INTEGRÆ SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRÆ and other intermediaries: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integrae SIM's current Head of Research, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalist guild. Mattia Petracca is current financial analyst

Disclaimer

This publication was produced by INTEGRÆ SIM SpA. INTEGRÆ SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of March 29th 2011.

INTEGRÆ SIM SpA performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

INTEGRÆ SIM SpA is distributing this report in Italian and in English, starting from the date indicated on the document, to approximately 300 qualified institutional investors by post and/or via electronic media, and to non-qualified investors through the Borsa Italiana website and through the leading press agencies.

Unless otherwise indicated, the prices of the financial instruments shown in this report are the prices referring to the day prior to publication of the report. INTEGRÆ SIM SpA will continue to cover this share on a continuing basis, according to a schedule which depends on the circumstances considered important (corporate events, changes in recommendations, etc.), or useful to its role as specialist.

The table below, shows INTEGRÆ SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
24/08/2020	1,22	Buy	3,13	Medium	Initiation of Coverage

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. INTEGRÆ SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRÆ SIM SpA shall not be directly and/or indirectly held liable for the correctness or completeness of said sources.

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRÆ SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRÆ SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRÆ SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRÆ SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or

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

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

Rating system (long term horizon: 12 months)

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the expected total return (ETR – absolute performance in the 12 months following the publication of the analysis, including the ordinary dividend paid by the company), and 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 and/or 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) Integræ 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 Integræ SIM states that:

- Integræ 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 Fabilia S.p.A.;
- Integræ SIM S.p.A. It pays, or has paid in the past 12 months inside of the engagement of specialist, research services in favor of Fabilia S.p.A.;
- Integræ SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Fabilia S.p.A.

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