

Date of Production: May 19th, 2021 - 6.30 pm

Date of Publication: May 20th, 2020 - 7.00 am

PORTALE SARDEGNA GROUP	<i>Italy</i>	FTSE AIM Italia	OTA
Rating: Buy (Unch)	Target Price: 5,87 (da €4,2)		Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	14,41%	25,74%	28,28%	10,43%
to FTSE AIM Italia	13,73%	11,53%	-10,34%	-29,05%
to FTSE STAR Italia	13,91%	17,61%	5,14%	-44,38%
to FTSE All-Share	15,24%	19,91%	14,58%	-33,31%
to FTSE Small Cap	12,73%	13,58%	-1,87%	-46,19%

Stock Data	
Price	€ 2,54
Target price	€ 5,87
Upside/(Downside) potential	131,1%
Bloomberg Code	PSA IM
Market Cap (€m)	4,19
EV (€m)	8,10
Free Float	15,71%
Share Outstanding	1.648.860
52-week high	€ 2,98
52-week low	€ 1,57
Average daily volumes (3m)	4.500

Key Financials (€m)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Sales	4,32	13,95	30,84	46,13
EBITDA	0,03	0,70	2,10	3,05
EBIT	0,00	0,30	1,65	2,55
Net Profit	-0,23	0,10	1,17	1,91
EPS (€)	-0,14	0,06	0,71	1,16
EBITDA margin	0,7%	5,0%	6,8%	6,6%
EBIT margin	0,0%	2,2%	5,4%	5,5%

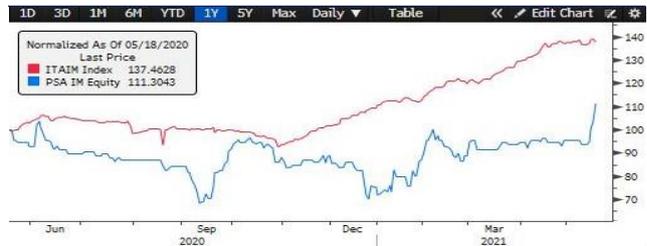
Main Ratios	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
EV/EBITDA (x)	n.m.	11,5	3,9	2,7
EV/EBIT (x)	n.m.	26,7	4,9	3,2
P/E (x)	n.m.	42,4	3,6	2,2

Antonio Tognoli

+39 02 87208 703

antonio.tognoli@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



FY20 Results

L'Ebitda del FY20 è migliore rispetto alle nostre stime (€ 0,03 mln vs negativo per € 0,05 mln delle nostre stime). Più basse delle stime invece le sales (€ 4,3 mln vs € 5,3 mln delle nostre stime). I risultati della società vanno letti alla luce degli effetti provocati dall'emergenza sanitaria Covid-19 nel settore del turismo e principalmente connessi all'adozione di restrizioni alla mobilità per limitarne la diffusione tra la popolazione. Attraverso tale chiave di lettura è possibile valutare buoni i risultati del FYH20, tanto più per aver contenuto gli effetti sull'Ebitda e sulla struttura finanziaria. Il VdP del FY20 è pari a €4,3 mln, rispetto a €11,6 mln del FY19. La variazione negativa del VdP è dovuta esclusivamente all'effetto shock causato dalla pandemia da Covid-19, il quale ha inciso in modo diretto sulla contrazione del fatturato della gestione caratteristica. L'Ebitda risulta di € 0,03 mln (€ 0,68 mln nel FY19). La variazione è imputabile esclusivamente all'eccezionalità della variabile esogena Covid-19. L'Ebit si attesta sostanzialmente sulla parità (€ 0,07 mln nel FY19), dopo svalutazioni per € 0,03

2020-23E estimated

L'azienda ha dimostrato di possedere dinamicità, creatività e velocità di implementazione, caratteristiche capaci di ridurre drasticamente il rischio Covid-19. Attualmente risulta poco agevole effettuare stime dell'esercizio in corso, stante le positive aspettative della stagione 2021 (anche per effetto della campagna di vaccinazioni in corso), che necessitano comunque di conferme. **Nell'incertezza, abbiamo però la consapevolezza che la stagione turistica 2021 si preannuncia migliore di quella dal 2020.** Le nostre stime, che tengono conto degli effetti dell'accordo con Welcome Travel, per il FY21-23E mostrano un CAGR di crescita pari al 120%, con Sales che passano da €4,3 mln nel FY20A a €46,1 nel FY23E. Si stima più elevata la crescita dell'Ebitda, che dovrebbe poter raggiungere nel 2023E circa €2,6 mln (da € 0,03 mln del 2020A). La crescita trova fondamento nelle numerose iniziative ad alta scalabilità intraprese nel periodo scorso, in grado di potenziare l'offerta turistica e allungare la stagione, in particolare nella destinazione Sardegna.

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity di Portale Sardegna sulla base della metodologia DCF. Non abbiamo, in questo report, preso come riferimento anche la valutazione dei multipli, vista la scarsa significatività dovuta alla enorme varianza di questi relativamente ai comparables (che comunque riportiamo nel report). **Riteniamo che l'accordo strategico con Welcome Italy sia destinato a modificare strutturalmente il futuro del Gruppo Portale Sardegna.** In altre parole, siamo convinti che già nel 2021 e ancor più nei prossimi anni, il Gruppo possa vedere il concretizzarsi dell'intenso lavoro del management rivolto all'aumento dell'offerta che il momentaneo arresto dell'attività ha solo rimandato nel tempo. TP € 5,87 (da € 4,2) per azione, Buy rating e Medium risk (invariati).

1. FY20 Results

L'Ebitda del FY20 è migliore rispetto alle nostre stime (€ 0,03 mln vs negativo per € 0,05 mln delle nostre stime). Più basse delle stime invece le sales (€ 4,3 mln vs € 5,3 mln delle nostre stime).

I risultati della società vanno letti alla luce degli effetti provocati dall'emergenza sanitaria Covid-19 nel settore del turismo e principalmente connessi all'adozione di restrizioni alla mobilità per limitarne la diffusione tra la popolazione. Attraverso tale chiave di lettura è possibile valutare i buoni risultati del FY20, tanto più per aver contenuto gli effetti sull'Ebitda e sulla struttura finanziaria.

Il Valore della Produzione del FY20 è pari a €4,3 mln, rispetto a €11,6 mln del FY19. La variazione negativa del valore della produzione è dovuta esclusivamente all'effetto shock causato dalla pandemia da Covid-19, il quale ha inciso in modo diretto sulla contrazione del fatturato della gestione caratteristica.

L'Ebitda risulta di € 0,03 mln (€ 0,68 mln nel FY19). La variazione è imputabile esclusivamente all'eccezionalità della variabile esogena Covid-19. L'Ebit si attesta sostanzialmente sulla parità (€ 0,07 mln nel FY19), dopo svalutazioni per € 0,03 mln (€ 0,6 mln nel FY19). Il Gruppo si è avvalso della facoltà di usufruire delle disposizioni in materia di sospensione transitoria degli ammortamenti sulle immobilizzazioni, in applicazione della deroga prevista dall'art. 60, comma 7-bis, del D.L. 104/2020 convertito nella L. 126/2020, con un beneficio a conto economico di € 0,428 mln.

Fig. 1 – FY20 actual vs forecast

€/000 data	2020		
	Actual	Forecast	% Ch
Sales	4.317	5.289	-18,4%
Ebitda	30	(50)	n.m.
Ebitda margin	0,7%	-0,9%	
Ebit	0	(700)	n.m.
Ebit margin	0,0%	-13,2%	

Source: Portale Sardegna and Integrae SIM estimates.

La PFN è pari a € 3,9 mln (€ 2,6 mln al 31 dicembre 2019). La variazione è dovuta principalmente all'impiego di risorse in investimenti che il Gruppo ha effettuato nel corso dell'esercizio, all'assorbimento in minima parte di liquidità della gestione corrente, agli interessi passivi e alla flessione degli incassi dei crediti commerciali dovuta alla congiuntura negativa. Il Gruppo segna al 31 dicembre 2020 un livello ottimale di liquidità, ciò a salvaguardia della continuità aziendale e dell'ipotesi in cui la ripresa dovesse rivelarsi ancora debole nel prossimo futuro. Il valore della PFN è pertanto imputabile agli investimenti in tecnologia effettuati dal Gruppo nel progetto Welcome to Italy e, conseguentemente, alla modifica del business model in termini di offerta turistica, del mercato di riferimento e di scalabilità tridimensionale (commerciale, destinazione, prodotto).

I risultati della gestione riflettono valutazioni strategiche fortemente influenzate, in egual misura, sia dai condizionamenti esterni di natura eccezionale che da stimoli interni, provenienti dall'evoluzione aziendale. In particolare, l'effetto shock della pandemia si è manifestato contestualmente alla sottoscrizione dell'accordo quadro con la società Welcome Travel Group per lo sviluppo del progetto Welcome to Italy e alla chiusura dell'operazione straordinaria del Prestito Obbligazionario "Portale Sardegna 2019-2024 5%", di complessivi € 4 mln.

La reazione immediata del management è stata quella di preservare la dotazione di liquidità acquisita, attraverso una politica di contenimento della spesa corrente e una parziale modifica della struttura debitoria. Sono stati ridimensionati i costi di marketing e advertising online e prontamente adottate le misure del Governo Italiano volte a mitigare gli effetti della pandemia, tra le quali il ricorso agli ammortizzatori sociali, la moratoria sui finanziamenti bancari e l'accesso a contributi a fondo perduto. Per quanto riguarda la Capogruppo, questa ha scelto di destinare alla crescita una parte delle risorse finanziarie, incrementando gli investimenti in tecnologia nelle società captive e ottimizzando la scalabilità del modello di business, al fine di cogliere l'opportunità Welcome to Italy.

Il contesto iniziale, caratterizzato da grande incertezza, ha trasformato il momento di attesa sugli sviluppi della pandemia in un'attività di ricerca che, in virtù della creatività e del commitment sviluppato in circostanze straordinarie tra gli attori coinvolti, ha consentito di concentrare le risorse e gli investimenti per lo sviluppo di Welcome to Italy verso una direzione inaspettata portando, infine, alla realizzazione di un nuovo business model, su scala nazionale e replicabile in qualunque destinazione.

1.1 L'operazione Welcome to Italy

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

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

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

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

L'iniziativa si collega anche alla Travel Factory 4.0 su un'evoluzione della già nota piattaforma Openvoucher.com, la cui gamma di opzioni include la nuova soluzione di viaggio Smart: un pacchetto innovativo che unisce i vantaggi di un'offerta

preconfezionata di servizi turistici con la libertà di personalizzazione per i clienti, quindi colmare il divario tra i pacchetti tradizionali proposti dalle agenzie di viaggio di alto livello e la capacità di personalizzazione tipica delle OTA. Ed è proprio tale nuovo modello di business che sposa i vantaggi delle agenzie di viaggio tradizionali con quelli delle OTA, che ha suscitato l'interesse del di Welcome Travel Group. Una rivoluzione non solo per i clienti ma anche e soprattutto per gli operatori, attraverso il connubio tra consulenza sul territorio e tecnologia che consente di industrializzare il processo di packaging del prodotto turistico, con una drastico efficientamento dello stesso e la possibilità di creare una catalogo prodotto multi destinazione e multi-target. Lo dimostra il fatto che su www.welcometoitaly.com sono presenti oltre 450 viaggi smart in tutta la penisola e tutto questo in tempi assolutamente impensabili per un tour operator tradizionale.

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

1.2 Le stime 2021-23E

Questo il management (vedi comunicato stampa del 30 aprile u.s.): *"...In ragione di ciò, il Gruppo si attende una ripresa del fatturato per l'anno 2021; nei mesi in corso si assiste ad una modifica dei comportamenti dei consumatori e ad un clima di fiducia indirizzato ad un miglioramento delle aspettative. Dal punto di vista quantitativo, il Gruppo segna una progressiva ripresa delle prenotazioni di servizi turistici per la stagione estiva in tutte le destinazioni proposte, con 800 prenotazioni di servizi all'attivo, complessivamente prodotto dalle società captive; ciò a dimostrazione del valore intrinseco degli asset interni i quali, nonostante i costi di advertising online non siano ancora rilevanti, esplicano i loro effetti in ragione del know-how degli anni precedenti e ancora, a dimostrazione di come la variabile Covid-19 sarà determinante nella ripresa di risultati economici e finanziari. La Capogruppo prevede anche di collocare sul mercato internazionale B2B del prodotto WTI, tramite la conclusione di accordi commerciali già avviati a inizio anno. Infine, in previsione di una possibile ripresa del mercato turistico ancora limitata per l'anno 2021, il Gruppo proseguirà nelle attività rivolte alla crescita e sviluppo dei progetti in itinere e nell'adozione di politiche di controllo della spesa corrente..."*.

Tra gli eventi maggiormente significativi successivi alla chiusura dell'esercizio 2020, la cui natura potrebbe avere un effetto importante sul piano economico e finanziario del Gruppo per il 2021E, segnaliamo la progressione e accelerazione importante delle attività di sviluppo dell'unità di business collegata al progetto Welcome to Italy. In particolare, si fa riferimento alla creazione del database turistico e in particolare la mappatura, classificazione e digitalizzazione degli attrattori su scala nazionale e la creazione di Viaggi Smart nelle piattaforme online.

Nei primi mesi dell'esercizio 2021 il Network Welcome to Italy ha inserito dati nel Magazzino Digitale raggiungendo oltre 5.800 attrattori turistici e 450 Viaggi Smart a copertura di buona parte del territorio nazionale, con varie e variegata tematiche di viaggio. Inoltre, prosegue la campagna di affiliazione al Network di soggetti che afferiscono alla struttura piramidale di Welcome To Italy (103 partner coinvolti in tutta Italia). I Regional Manager, gli Incoming agent e i Local Expert, ognuno con un ruolo tecnico specifico all'interno del progetto.

Emerge con forza l'aspetto rivoluzionario del progetto riguardante il connubio tra la specializzazione turistica locale e l'impianto tecnologico delle piattaforme online che rende economicamente conveniente il raggiungimento di target di nicchia altrimenti poco profittevoli, e la valorizzazione degli attrattori latenti con la finalità di trasformarli in motivazioni di viaggio, in linea con i trend esperienziali del mercato turistico.

Nel corso del 2020 il management ha lavorato intensamente per "smorzare" gli effetti legati alla stagionalità e al Covid-19 con risultati che, siamo convinti, saranno pienamente visibili già a partire dal 2021E. In particolare:

- **il consolidamento della partnership con Welcome Travel** che ha portato alla nascita della Business Unit Welcome to Italy e rispondente ad una strategia di acquisizione di nuovi mercati, attraverso investimenti che prevedono l'allargamento della base dei ricavi al di fuori della destinazione Sardegna;
- **il Magazzino Digitale, la Fabbrica Prodotto 4.0, lo Smart Dynamic Packaging** che nel loro complesso consentono l'industrializzazione del processo di profilazione dei prodotti turistici, la creazione di un catalogo prodotti multitarget e l'ingresso in un mercato molto più ampio attraverso l'adozione di costi marginali ridotti, permetteranno a Portale Sardegna di raggiungere volumi di affari tali da ottimizzare la scalabilità dei propri asset immateriali.
- **La salvaguardia del progetto dei Sardinia Local Expert/Portale Sardegna Point**, che ha anticipato la nuova figura dell'Italy Local Expert.

La società è pronta a massimizzare il valore emozionale e presentare al mercato un'offerta multicanale e multi-destinazione, con un effetto disruptive nel panorama turistico nazionale, in grado di unire passione e territorialità alla componente tecnologica. L'inteso lavoro svolto potrà generare significative barriere all'entrata, che conferiscono il valore dell'unicità e della non replicabilità all'intero progetto strategico.

L'azienda ha dimostrato di possedere dinamicità, creatività e velocità di implementazione, caratteristiche capaci di ridurre drasticamente il rischio Covid-19. Attualmente risulta poco agevole effettuare stime dell'esercizio in corso, stante le positive aspettative della stagione 2021 (anche per effetto della campagna di vaccinazioni in corso), che necessitano comunque di conferme. Nell'incertezza, abbiamo però la consapevolezza che la stagione turistica 2021 si preannuncia migliore di quella dal 2020.

Purtuttavia in una situazione di incertezza, abbiamo stimato una ripresa nel 2021E e 2022E, includendo gli effetti economici e patrimoniali dell'accordo con Welcome to Italy, ipotizzando una lenta, graduale e progressiva normalizzazione degli effetti Covid-19. Modifichiamo di conseguenza le nostre stime per il 2021-23E.

Fig. 2 – FY21-23E new and old forecast

€/000	2021E			2022E			2023E		
	New	Old	% ch	New	Old	% ch	New	Old	% ch
Sales	13.950	15.129	-7,8%	30.844	30.384	1,5%	46.133	46.133	0,0%
Ebitda	704	772	-8,8%	2.102	2.094	0,4%	3.052	2.957	3,2%
<i>Ebitda margin</i>	5,0%	5,1%		6,8%	6,9%		6,6%	6,4%	
Ebit	304	372	-18,3%	1.652	1.744	-5,3%	2.552	2.617	-2,5%
<i>Ebit margin</i>	2,2%	2,5%		5,4%	5,7%		5,5%	5,7%	

Source: Integrae SIM estimates.

Le nostre stime, che contengono anche gli effetti economici stimati dell'accordo con Welcome Italy, per il FY21-23E mostrano un CAGR di crescita pari al 120%, con Sales che passano da €4,3 mln nel FY20A a €46,1 nel FY23E. L'incidenza delle Sales sul Gross Travel Value ci aspettiamo che rimanga intorno all'80%. Si stima maggiormente elevata la crescita dell'Ebitda, grazie alle numerose iniziative sviluppate nei mesi trascorsi e ulteriori rispetto alla partnership Welcome Travel, che aumentano in modo considerevole l'offerta commerciale rispetto ai competitors. Secondo le nostre stime l'Ebitda dovrebbe poter raggiungere nel 2023E circa €2,6 mln (da € 0,03 mln del 2020A). La crescita trova fondamento nelle numerose iniziative ad alta scalabilità intraprese nel periodo scorso, in grado di potenziare l'offerta turistica e allungare la stagione, in particolare nella destinazione Sardegna.

Riteniamo infatti che l'accordo strategico con Welcome Travel Group sia destinato a modificare strutturalmente il futuro dell'Emittente. In altre parole, è ragionevole considerare che, già a partire dal 2021E, ma ancor più nei prossimi anni, il Gruppo possa vedere il concretizzarsi dell'intenso lavoro del management rivolto all'aumento dell'offerta che il momentaneo arresto dell'attività ha solo rimandato nel tempo.

Segnaliamo inoltre che nel corso del 2021 il sostegno di ENIT, che ha riconosciuto il patrocinio all'iniziativa Welcome to Italy e che sostiene il Gruppo nel portare avanti le politiche di internazionalizzazione partendo dal mercato UK, l'iscrizione all'American Chamber of Commerce in Italy, istituzione importante per lo sviluppo nel canale distributivo USA, insieme con gli accordi sottoscritti e in via di realizzazione per la distribuzione su Lastminute.com e Tantosvago, testimoniano l'interesse e le potenzialità in termini di Market Place di Welcome to Italy. Prosegue inoltre la campagna di affiliazione per la costruzione della Rete con i Regional manager, gli Incoming agent e i Local Expert sul territorio nazionale.

2. Economics and Financials

Fig. 3 - Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/000)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Gross Travel Value	13.404	3.507	15.950	38.555	57.666
Transaction Costs	1.800	810	2.000	7.711	11.533
Sales	11.604	4.317	13.950	30.844	46.133
Cost of Production	7	8	12	14	15
Services	9.556	3.193	12.039	27.338	41.502
Use of asset owned by others	75	0	40	90	135
Others Operating Expenses	34	210	55	100	150
Employees	1.257	877	1.100	1.200	1.280
EBITDA	675	30	704	2.102	3.052
EBITDA Margin	5,8%	0,7%	5,0%	6,8%	6,6%
D&A	603	30	400	450	500
EBIT	72	(0)	304	1.652	2.552
EBIT Margin	0,6%	0,0%	2,2%	5,4%	5,5%
Financial Management	(65)	(286)	(230)	(220)	(220)
EBT	7	(287)	74	1.432	2.332
Taxes	(60)	(52)	(25)	258	420
Net Income	66	(235)	99	1.174	1.912
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/000)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Fixed Asset	5.227	6.214	5.227	4.781	4.003
Account Receivable	1.590	1.059	1.500	1.750	2.000
Account Payable	2.468	1.770	2.150	2.200	2.350
Operating Working Capital	(878)	(711)	(650)	(450)	(350)
Other Assets	169	225	250	275	285
Other Liabilities	48	134	55	60	65
Net Working Capital	(757)	(620)	(455)	(235)	(130)
Severance Indemnities & Other Provision	332	360	450	450	465
NET INVESTED CAPITAL	4.137	5.233	4.322	4.096	3.408
Share Capital	82	82	82	82	82
Reserves and Retained Profits	1.410	1.475	1.240	1.339	2.514
Net Profit	66	(235)	99	1.174	1.912
Equity	1.558	1.323	1.422	2.596	4.508
Cash and Cash Equivalent	1.989	3.423	3.900	4.500	6.100
Financial Debts	4.567	7.333	6.800	6.000	5.000
Net Financial Position	2.578	3.910	2.900	1.500	(1.100)
TOTAL SOURCES	4.137	5.233	4.322	4.096	3.408
CONSOLIDATED CASH FLOW	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
EBIT	72	(0)	304	1.652	2.552
Taxes	(60)	(52)	(25)	258	420
NOPAT	131	51	329	1.394	2.132
D&A	603	30	400	450	500
Change in receivable	(464)	532	(441)	(250)	(250)
Change in payable	724	(698)	380	50	150
Other Changes	(49)	29	(104)	(20)	(5)
<i>Change in NWC</i>	<i>211</i>	<i>(137)</i>	<i>(165)</i>	<i>(220)</i>	<i>(105)</i>
Change in Provision	24	28	90	0	15
OPERATING CASH FLOW	969	(28)	653	1.624	2.542
Investments	(1.427)	(1.017)	587	(4)	278
FREE CASH FLOW	(458)	(1.045)	1.240	1.620	2.820
Financial Management	(65)	(286)	(230)	(220)	(220)
Change in Payable to Banks	1.939	2.767	(533)	(800)	(1.000)
Change in Equity	(567)	(1)	0	0	0
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	849	1.435	477	600	1.600

Source: Portale Sardegna Group and Integrae SIM estimates

3. Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity di Portale Sardegna sulla base della metodologia DCF. Non abbiamo, divesamente dai report precedenti, preso come riferimento anche la valutazione dei multipli, vista la scarsa significatività dovuta alla enorme varianza di questi relativamente ai comparables (riportiamo comunque gli stessi).

3.1 DCF Method

Fig. 4 – WACC

Wacc calculation		10,80%
Risk Free Rate	-0,22% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,48% Beta Adjusted	1,54
D/E (average)	17,65% Beta Relevered	1,74
Ke	12,27% Kd	3,50%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo considerato un rischio specifico addizionale pari al 2.5%. Ne risulta quindi un WACC pari al 10,24%

Fig. 5 – DCF Valuation

DCF Valuation		9.672,4
FCFO actualized	4.032,5	30%
TV actualized DCF	9.550,0	70%
Enterprise Value	13.582,6	100%
NFP (FY19A)	3.910,2	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e, prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di €9,67 mln.**

Fig. 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

	WACC						
	10,05%	10,30%	10,55%	10,80%	11,05%	11,30%	11,55%
1,75%	11,69	11,26	10,85	10,46	10,10	9,75	9,42
1,50%	11,35	10,94	10,55	10,19	9,84	9,50	9,19
1,25%	11,04	10,65	10,27	9,92	9,59	9,27	8,97
TV 1,00%	10,74	10,36	10,01	9,67	9,35	9,05	8,76
0,75%	10,45	10,10	9,76	9,44	9,13	8,84	8,56
0,50%	10,19	9,84	9,52	9,21	8,91	8,63	8,36
0,25%	9,93	9,60	9,29	8,99	8,71	8,44	8,18

Source: Integrae SIM

Fig. 7 – Market Multiples

Company	EV/Ebitda				EV/Ebit				P/E			
	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
Expedia Group, Inc.	nm	25,6	13,5	10,8	nm	617,4	24,6	15,6	nm	749,6	24,9	17,4
Booking Holdings Inc.	106,6	36,9	17,7	14,5	nm	50,7	19,6	15,5	479,8	71,3	24,3	18,2
TripAdvisor Inc.	nm	40,6	17,3	13,5	nm	nm	36,8	23,4	nm	227,3	38,8	26,2
TUI AG	nm	nm	7,1	6,5	nm	nm	13,4	12,6	nm	nm	20,7	15,3
Webjet Limited	nm	23,3	11,3	19,1	nm	54,4	15,6	51,2	nm	56,0	17,5	47,6
lastminute.com N.V.	nm	34,1	6,4	5,4	nm	nm	9,2	8,1	nm	nm	14,2	12,6
Hanatour Service Inc.	nm	nm	19,1	15,5	nm	nm	24,5	16,2	nm	nm	25,9	23,5
Modetour Network Inc.	nm	nm	8,9	11,4	nm	nm	10,8	14,0	nm	nm	19,1	14,6
Average	nm	32,1	12,7	12,1	nm	nm	19,3	19,6	nm	276,0	23,2	21,9

Source: Infinancials

Come dicevano e come si nota dalla tabella sopra riportata, la varianza dei multipli e l'inesistenza di molti di questi, ne sconsiglia l'uso al fine del calcolo del valore dell'equity.

Pertanto, il target price è determinato unicamente dal risultato della metodoligia del DCF. Modifichiamo quindi il nostro target price a € 5,87 (da € 4,20) per azione della nostra nota del 29/10/2020. Buy rating e Medium risk invariati.

Analyst/s certification

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

Disclaimer

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

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

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

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

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

Date	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
27/04/2020	Buy	2,76	Medium	FY19 Results
08/06/2020	Buy	2,76	Medium	Welcom Travel Partnership
29/10/2020	Buy	4,20	Medium	1H20 Results

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

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

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

investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 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 >= 22.5%	ETR >= 25%	ETR >= 30%
HOLD	-20% < ETR < 22,5%	-20% < ETR < 25%	-15% < ETR < 30%
SELL	ETR <= -25%	ETR <= -20%	ETR <= -15%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

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

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

Conflict of interest

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 Portale Sardegna SpA;
- Integrae 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 Portale Sardegna SpA;
- Integrae SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Portale Sardegna;
- In the IPO phase, Integrae SIM played 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.