

UPDATE

EQUITY RESEARCH

ISIM
INTEGRÆ

Destination Italia

Euronext Growth Milan | Travel Tech | Italy

Produzione 10/07/2023, h. 18:30

Pubblicazione 11/07/2023, h. 07:00



Rating
BUY
prev. U/R

Target Price
€ 2,90
prev. U/R



Risk
Medium

Upside potential
171,1%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 1,07
Target price	€ 2,90
Upside/(Downside) potential	171,1%
Ticker	DIT IM
Market Cap (€/mln)	€ 17,33
EV (€/mln)	€ 18,76
Free Float	47,53%
Share Outstanding	16.197.885
52-week high	€ 1,53
52-week low	€ 0,74
Average daily volumes (3 months)	16.900

Key Financials (€/mln)	FY22A*	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	28,1	62,0	100,0	123,5
EBITDA	(1,2)	1,2	2,0	4,3
EBIT	(1,2)	(0,9)	0,1	2,5
Net Income	(0,9)	(1,2)	(0,5)	1,6
NFP	1,4	5,4	4,9	2,2
EBITDA margin	N/A	1,9%	2,0%	3,4%
EBIT margin	N/A	N/A	0,1%	2,0%
Net Income margin	N/A	N/A	N/A	1,3%

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it

Edoardo Luigi Pezzella | edoardo.pezzella@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-2,73%	-15,75%	-0,93%	-1,83%
to FTSE Italia Growth	-1,84%	-12,18%	2,94%	-0,62%
to Euronext STAR Milan	2,77%	-10,50%	3,39%	0,74%
to FTSE All-Share	-3,94%	-16,11%	-9,85%	-28,47%
to EUROSTOXX	-1,34%	-13,96%	-5,83%	-24,44%
to MSCI World Index	-3,35%	-20,35%	-10,40%	-15,51%

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	N/A	16,3 x	9,4 x	4,4 x
EV/EBIT	N/A	N/A	N/M	7,7 x
P/E	N/A	N/A	N/A	11,2 x

Operation Highlights

Nel comunicato stampa del 6 giugno, Destination Italia, la principale Travel Tech company italiana, leader nel turismo incoming di qualità e nel turismo esperienziale per tour operator e agenzie di viaggio internazionali, quotata su Euronext Growth Milan, ha annunciato l'efficacia della fusione per incorporazione di Portale Sardegna (di seguito "l'incorporata") in Destination Italia (di seguito "l'incorporante"), avvenuta secondo i termini riportati nell'Atto di Fusione del 25 maggio 2023.

Estimates Update

Alla luce della fusione per incorporazione di Portale Sardegna in Destination Italia, aggiorniamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 62,00 mln ed un EBITDA pari a € 1,15 mln, corrispondente ad una marginalità del 1,9%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a €180,00 mln (CAGR 22A*-27E: 45,0%) nel FY27E, con EBITDA pari a € 10,15 mln (corrispondente ad una marginalità del 5,6%), in crescita rispetto a € - 1,20 mln del FY22A* pre-fusione (corrispondente ad un EBITDA *margin* del - 4,3%).

A livello patrimoniale, invece, aggiorniamo le nostre stime di Equity, in ragione del disavanzo da concambio generatosi a seguito della recente fusione. Per quanto riguarda la NFP, stimiamo per il FY23E una NFP pari a € 5,45 mln di debito.

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Destination Italia sulla base della metodologia DCF. Il DCF method (che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali anche un rischio specifico pari al 2,50%) restituisce un equity value pari a € 47,0 mln. Il target price è di € 2,90, rating BUY e rischio MEDIUM.

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY21A*	FY22A*	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenues	7,40	27,10	60,00	97,00	120,00	145,00	175,00
Other Revenues	0,48	0,95	2,00	3,00	3,50	4,50	5,00
Value of Production	7,88	28,06	62,00	100,00	123,50	149,50	180,00
COGS	0,01	0,01	0,05	0,05	0,05	0,10	0,10
Service	7,75	26,50	56,50	92,00	112,00	134,00	160,00
Use of assets owned by others	0,05	0,06	0,10	0,15	0,20	0,30	0,35
Employees	1,43	2,62	4,00	5,50	6,50	7,50	8,50
Other Operating Expenses	0,25	0,07	0,20	0,30	0,50	0,80	0,90
EBITDA	(1,60)	(1,20)	1,15	2,00	4,25	6,80	10,15
<i>EBITDA margin</i>	-20,3%	-4,3%	1,9%	2,0%	3,4%	4,5%	5,6%
D&A	0,57	0,00	2,00	1,90	1,80	1,75	1,75
EBIT	(2,17)	(1,20)	(0,85)	0,10	2,45	5,05	8,40
<i>EBIT margin</i>	-27,6%	-4,3%	-1,4%	0,1%	2,0%	3,4%	4,7%
Financial Management	(0,07)	(0,10)	(0,35)	(0,50)	(0,45)	(0,40)	(0,35)
EBT	(2,24)	(1,30)	(1,20)	(0,40)	2,00	4,65	8,05
Taxes	(0,27)	(0,35)	0,00	0,10	0,45	1,05	1,80
Net Income	(1,97)	(0,95)	(1,20)	(0,50)	1,55	3,60	6,25

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY21A*	FY22A*	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
Fixed Assets	5,46	6,43	11,00	10,65	10,20	9,80	9,40
Account receivable	0,97	1,34	4,10	6,40	7,90	9,50	11,50
Inventories	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Account payable	1,35	1,77	5,30	7,90	9,80	11,70	14,00
Operating Working Capital	(0,37)	(0,43)	(1,20)	(1,50)	(1,90)	(2,20)	(2,50)
Other receivable	2,39	2,64	3,50	4,00	4,50	5,00	5,50
Other payable	0,83	1,79	2,00	2,50	3,00	3,50	4,00
Net Working Capital	1,18	0,42	0,30	0,00	(0,40)	(0,70)	(1,00)
Severance Indemnities & Other Provisions	0,95	0,34	1,00	1,40	1,65	1,90	2,00
NET INVESTED CAPITAL	5,70	6,51	10,30	9,25	8,15	7,20	6,40
Share Capital	10,28	10,28	10,32	10,32	10,32	10,32	10,32
Reserves	(2,27)	(4,24)	(4,27)	(5,47)	(5,97)	(4,42)	(0,82)
Net Income	(1,97)	(0,95)	(1,20)	(0,50)	1,55	3,60	6,25
Equity	6,03	5,08	4,85	4,35	5,90	9,50	15,75
Cash & Cash Equivalent	5,20	3,54	5,55	5,10	6,75	10,30	16,35
Short Term Financial Debt	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
M/L Term Financial Debt	4,86	4,97	11,00	10,00	9,00	8,00	7,00
Net Financial Position	(0,34)	1,42	5,45	4,90	2,25	(2,30)	(9,35)
SOURCES	5,70	6,51	10,30	9,25	8,15	7,20	6,40

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY22A*	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
EBIT	(1,20)	(0,85)	0,10	2,45	5,05	8,40
Taxes	(0,35)	0,00	0,10	0,45	1,05	1,80
NOPAT	(0,85)	(0,85)	0,00	2,00	4,00	6,60
D&A	0,00	2,00	1,90	1,80	1,75	1,75
Change in receivable	(0,37)	(2,76)	(2,30)	(1,50)	(1,60)	(2,00)
Change in inventories	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Change in payable	0,42	3,53	2,60	1,90	1,90	2,30
Change in others	0,71	(0,65)	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Change in NWC</i>	<i>0,77</i>	<i>0,12</i>	<i>0,30</i>	<i>0,40</i>	<i>0,30</i>	<i>0,30</i>
Change in provisions	(0,61)	0,66	0,40	0,25	0,25	0,10
OPERATING CASH FLOW	(0,69)	1,93	2,60	4,45	6,30	8,75
Capex	(0,97)	(6,57)	(1,55)	(1,35)	(1,35)	(1,35)
FREE CASH FLOW	(1,66)	(4,64)	1,05	3,10	4,95	7,40
Financial Management	(0,10)	(0,35)	(0,50)	(0,45)	(0,40)	(0,35)
Change in Financial Debt	0,10	6,03	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)
Change in Equity	0,00	0,97	0,00	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	(1,66)	2,01	(0,45)	1,65	3,55	6,05

Source: Destination Italia and Integrae SIM estimates

* Dati relativi solamente a Destination Italia SpA in quanto periodo precedente alla fusione per incorporazione di Portale Sardegna in Destination Italia, diventata efficace il 6 giugno 2023.

Operation Highlights

Nel comunicato stampa del 6 giugno, Destination Italia, la principale Travel Tech company italiana, leader nel turismo incoming di qualità e nel turismo esperienziale per tour operator e agenzie di viaggio internazionali, quotata su Euronext Growth Milan, ha annunciato l'efficacia della fusione per incorporazione di Portale Sardegna (di seguito "l'incorporata") in Destination Italia (di seguito "l'incorporante"), avvenuta secondo i termini riportati nell'Atto di Fusione del 25 maggio 2023.

Portale Sardegna SpA, Online Travel Agency attiva nel settore del turismo da oltre vent'anni, è la società quotata sul mercato Euronext Growth Milan (EGM), nonché capogruppo dell'omonimo Gruppo Portale, che dispone di un portafoglio di sistemi software e marchi di proprietà (tra cui Portalesardegna.com e i siti del Network Charming) e opera nel mercato B2C nelle destinazioni Sardegna, Puglia, Sicilia e Toscana con clientela italiana e internazionale. Si evidenzia che, nel 2022, Portale Sardegna ha sviluppato una partnership strategica con Welcome Travel Group SpA per la creazione di Welcome to Italy, un modello di incoming innovativo che combina la specializzazione turistica locale con una piattaforma costruita appositamente per digitalizzare il know-how appartenente alla rete dei local expert. Portale Sardegna, inoltre, vanta al suo attivo oltre 2,98 milioni di utenti unici organici e not-paid annuali provenienti dal mercato italiano e internazionale, parte dei quali prenotano servizi turistici flying & landing, boat & landing ed esperienze attraverso le property digitali specializzate nei diversi segmenti di clientela italiana e straniera.

Portale Sardegna vanta, tramite le sue controllate, un modello di incoming innovativo, che combina la specializzazione turistica locale con l'innovatività di una piattaforma tecnologica volta alla digitalizzazione delle competenze del network dei local expert, operatori in loco la cui attività è un elemento fondamentale del modello di business. Si segnala che rientrano nel perimetro del Gruppo Portale Sardegna le seguenti società controllate: Pavoneggi Srl (detenuta da Portale Sardegna al 51,2%), Welcome to Italy Corp. (posseduta al 100,0%) e Welcomely Srl (detenuta al 51,0%).

Nell'Atto di Fusione, il quale riporta i termini della delibera assembleare del 20 marzo 2023, vengono espressi i termini dell'operazione. In particolare, alla data di efficacia della fusione, la risoluzione è avvenuta tramite l'assegnazione, da parte dell'incorporante, di un numero di azioni ordinarie pari a 40.397,07, destinate agli azionisti dell'incorporata. L'assegnazione è avvenuta a fronte di un aumento di capitale pari a € 40.397,07 posto in essere a servizio della fusione. Il rapporto di cambio è pari a 2,45 azioni ordinarie di Destination Italia a fronte di 1 azione ordinaria di Portale Sardegna e non è prevista l'emissione di azioni frazionarie o la corresponsione di conguagli in denaro. Le nuove azioni emesse sono state assegnate in regime di dematerializzazione¹ e sono state negoziate tramite le stesse modalità delle azioni ordinarie già in circolazione. L'assegnazione è stata compiuta tramite gli

¹ Ad eccezione delle 71.334 azioni ordinarie di Portale Sardegna, corrispondenti al 4,3% del capitale sociale, che non risultano soggette al regime di dematerializzazione.

intermediari aderenti al sistema di gestione di Euronext Securities Milan.

Un numero pari a 372.516 azioni di Portale Sardegna sono intestate al conto terzi detenuto dalla stessa azienda presso gli intermediari autorizzati. In virtù di ciò, tali azioni saranno trasferite al conto terzi di Destination Italia, non appena questo sarà disponibile considerando i tempi tecnici.

Alla data di efficacia della fusione, trovano compimento i seguenti eventi:

- Il capitale sociale di Destination Italia, integralmente sottoscritto e versato, assume un valore pari a € 10,32 mln ed è costituito da un numero di azioni ordinarie pari a 16.197.885, prive dell'indicazione del valore nominale. Si realizza così l'effetto diluizione sul capitale sociale di Destination Italia, tale per cui il 25,0% della proprietà sarà detenuta dai vecchi azionisti di Portale Sardegna;
- Le azioni che compongono il capitale sociale di Portale Sardegna vengono annullate e revocate dalle negoziazioni sul Mercato Euronext Growth (EGM). Contestualmente viene avviata la procedura di assegnazione delle nuove azioni di Destination Italia, le quali avranno godimento regolare e conferiranno ai possessori di diritti equivalenti a quelli spettanti ai proprietari delle azioni ordinarie già in circolazione.

Il fine ultimo della fusione risulta essere la creazione di un gruppo market maker leader nel settore del turismo incoming in Italia, in grado di competere sul mercato internazionale grazie all'integrazione virtuosa delle competenze e del know-how tecnologico delle due realtà. Il Gruppo si inserirà sul mercato del Travel Tech competendo con i big player in termini di scala, tecnologia, di portfolio clienti B2B e B2C e ponendo il suo focus sul segmento del Luxury Travel. La complementarità tra gli elementi essenziali del business delle due aziende, unita alla condivisione della medesima visione, assicurerà importanti sinergie alla combined entity che risulteranno in un importante ampliamento del volume d'affari e apriranno la strada per future nuove collaborazioni e acquisizioni future.

Azionariato e Struttura del Gruppo

TABLE 2 - SHAREHOLDERS

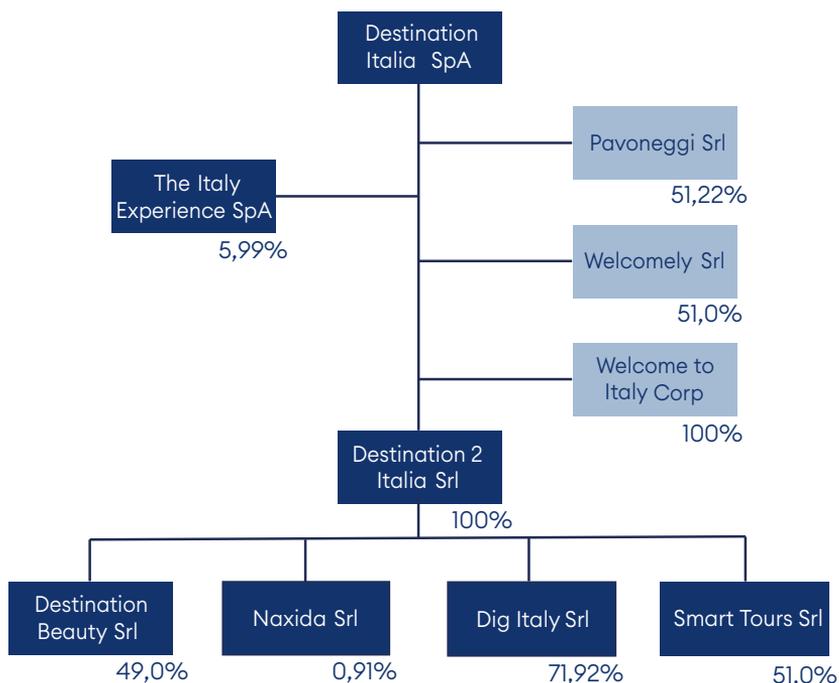
Shareholders	N. Shares	% Shares
Lensed Star S.r.l. (*)	5.741.800	35,45%
Lastminute.com NV	2.116.400	13,07%
Intesa Sanpaolo SpA	540.400	3,34%
Marco Ficarra	100.000	0,62%
Free Float	7.699.285	47,53%
Totale	16.197.885	100,00%

* Società riconducibile a Dina Ravera (per il 69%) e a Giulio Valiante (per il 30,07%)

Source: Destination Italia

La maggioranza del capitale sociale del Gruppo Destination Italia è detenuta, per il 35,45%, da Lensed Star Srl, società riconducibile a Dina Ravera e a Giulio Valiante. Lastminute.com NV, invece, detiene il 13,07%, seguita da Intesa Sanpaolo SpA con il 3,34% e Marco Ficarra con lo 0,62%. La parte restante è detenuta dal mercato nella misura del 47,53%.

CHART 1 - GROUP STRUCTURE



Source: Destination Italia

Tra le società del gruppo, oltre la capogruppo Destination Italia SpA, ovvero la holding di partecipazioni proprietaria degli investimenti tecnologici, troviamo:

- **Destination 2 Italy Srl:** l'azienda, costituita nel 2016, a sua volta possiede quote di Destination Beauty Srl, DIG Italy Srl e lo 0,91% di Naxida Srl, opera nel settore del turismo incoming B2B attraverso la sua piattaforma tecnologica proprietaria "Incoming Marketplace", rivolta ai tour operator e alle travel agency internazionali. La sua clientela, diffusa in 85 stati, viene, così, connessa con l'offerta di oltre 10.000 experience provider, tra cui guide, strutture alberghiere e altri operatori nei servizi turistici di elevata qualità;
- **Destination Beauty Srl:** è una start-up il cui business, dal valore ampiamente innovativo, prevede l'offerta di esperienze trasformative del look, dell'hair style e del make-up, nonché di piccoli interventi di chirurgia estetica per i turisti stranieri alto-spendenti che soggiornano nelle principali mete turistiche italiane attraverso SONO Travel Club, il luxury brand di Destination Italia. Inoltre, Destination Italia detiene un'opzione di acquisto di un'ulteriore quota di partecipazione nella società tale dal 49,0% al 60,0%;
- **Naxida Srl:** società la cui attività è volta alla riqualificazione di Borgo di Naso, comune siciliano affacciato sulle isole Eolie, sito fortemente apprezzato dagli High Net Worth Individual (HNWI) del turismo internazionale;
- **Dig Italy Srl:** è la start-up innovativa, costituita nel maggio 2022, operante nel mercato dell'e-commerce e market maker di prodotti e servizi dedicati al turismo incoming, che connette le esigenze dei clienti HNWI di Destination Italia con i servizi offerti dalle PMI italiane che offrono prodotti gastronomici a chilometro zero, della moda, dell'arredamento e della cultura. L'attività di Dig-Italy è contestualizzata nel progetto di costituzione di un polo tech tale da garantire la fornitura di esperienze turistiche d'eccellenza made in Italy a servizio del turismo proveniente dall'estero;
- **Italy Experience SpA:** è il veicolo societario, con sede a Comiso (RG), la cui nascita è contestualizzata nella volontà di creare un polo d'eccellenza per la valorizzazione del turismo esperienziale nelle mete del Mezzogiorno, tramite l'aggregazione di soggetti altamente specializzati nel settore delle esperienze turistiche emozionali, con un'offerta di servizi principalmente rivolta ai turisti stranieri. Destination Italia, tramite la sua controllata Destination 2, collabora alla realizzazione del progetto, mettendo a disposizione la propria piattaforma al fine di commercializzare i servizi della società. In aggiunta, Destination Italia vanta, nei confronti della società, un meccanismo di work for equity che concede a Destination Italia la possibilità di incrementare la propria quota di partecipazione, in seguito al raggiungimento di prefissati obiettivi commerciali;
- **Pavoneggi Srl:** è la software house storicamente impegnata nella gestione dei servizi del Gruppo Portale e titolare di HubCore, piattaforma All-in-one all'avanguardia nel mercato del turismo online, capace di gestire tutti gli stakeholders del turismo garantendo disponibilità immediate, usability operativa e dinamicità. La società è attualmente impegnata in un programma

di investimenti volto al lancio di alcuni prodotti innovativi, tra cui l'HubCore Destination Marketing, gli HubCore Hotel e le HubCore Experiences;

- **Welcomely Srl:** società impegnata nel business del property management nelle località turistiche della Sardegna e, grazie all'integrazione nel progetto Portale Sardegna Point, dal 2023, in tutta Italia. Tale business consente di centralizzare la titolarità dei contratti con i proprietari, nonché l'internalizzazione delle attività chiave per la gestione di un portafoglio immobiliare diffuso e in crescita su scala nazionale;
- **Welcome to Italy Corp:** società di diritto statunitense, costituita nel settembre 2022, con sede a New York (NY), nata con lo scopo di avviare il progetto di internazionalizzazione del prodotto Welcome to Italy, ovvero il sistema di produzione e distribuzione turistica locale su scala nazionale che intende trasformare il patrimonio turistico italiano in prodotti turistici che possano realizzare flussi incoming nei territori di interesse;
- **Smart Tours Srl:** società la cui attività si sostanzia nello sviluppo, nella produzione e nella commercializzazione di prodotti e servizi innovativi e, nello specifico, di piattaforme, software e applicazioni web e mobile volte alla realizzazione di contenuti multimediali per i tour virtuali di città, musei e siti culturali, offrendo anche servizi di guida turistica integralmente digitali.

Corporate Governance

Il Consiglio di Amministrazione è composto da 5 membri e rimarrà in carica sino all'approvazione del bilancio al 31 dicembre 2025. In particolare:

- Dina Ravera è il Presidente del Consiglio di Amministrazione;
- Giulio Valiante e Massimiliano Cossu ricoprono il ruolo di consigliere e detengono tutte le deleghe per la gestione;
- Federica Conticiani ricopre il ruolo di consigliere;
- Andrea Macchione ricopre il ruolo di consigliere indipendente.

Il Collegio Sindacale è composto da tre sindaci effettivi e due sindaci supplenti, e rimarrà in carico fino all'approvazione del bilancio al 31 dicembre 2025.

- Stefano Sarubbi è il presidente del Collegio Sindacale;
- Alberto Carlo Magrì e Alberto Vanturini ricoprono il ruolo di sindaci effettivi;
- Roberto Cassader e Matteo Quaia sono i sindaci supplenti.

Key People

Dina Ravera – Presidente

Laureata in Ingegneria Elettronica con un Master in Business Administration all'INSEAD di Fontainebleau, è socio di riferimento di Destination Italia. Nella sua carriera professionale che si estende per oltre 20 anni alla guida di large corporate, Dina ha seguito numerose operazioni di fusione, M&A, ristrutturazioni e turnaround, e transazioni internazionali. Prima di acquisire Destination Italia ha ricoperto posizioni manageriali in diverse compagnie: Associate Principal di McKinsey & Co; CEO di Gandalf – Even G7; – 3Italia/H3G S.p.A. con i ruoli di Program Management Director, Direttore Marketing, Consigliere Esecutivo e Direttore Generale; così come CEO di 3Lettronica Industriale S.p.A e, Consigliere Esecutivo e Merger Integration Officer di Wind Tre S.p.A. Quale leader riconosciuto è stata presidente di ASSTEL (ancora unica donna ad aver ricoperto quel ruolo). Dina, è Consigliere Indipendente di diverse società quotate in Borsa: Inwit, A2A e Reply; e, da settembre 2020, è Presidente degli Istituti Milanesi Martinitt, Stelline e Pio Albergo Trivulzio. Dina è inoltre Presidente del Consiglio Consultivo OPC per il Fondo Neva First.

Giulio Valiante – Amministratore

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 vicepresidente 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.

Massimiliano Cossu – Amministratore

Nel 1997 consegue la Laurea in Economia delle Istituzione e dei Mercati Finanziari presso l'Università Luigi Bocconi di Milano. Dopo le esperienze come analista finanziario in Cariplo, Credite Agricole e come trader sui derivati in Caboto Holdings, ricopre diversi incarichi di responsabilità in qualità di business manager (Monte Paschi Siena), product manager (SCM Sim e Generali Investment Europe), asset manager (Alma Laghi SA), e coordinatore della rete dei promotori finanziari e product developer nel Gruppo Generali SpA. Massimiliano Cossu è esperto in gestione del portafoglio, gestione del rischio, banche, investimenti e gestione patrimoniale.

Business

Destination Italia si profila come un travel designer operante nel settore turistico incoming di qualità B2B, il cui scopo è quello di aggregare la frammentata offerta dei provider del mercato dell'accoglienza, della ristorazione e del turismo esperienziale sul territorio. Il business della Società si concretizza attraverso il confezionamento, la predisposizione e la commercializzazione di pacchetti di viaggio e esperienze per i turisti provenienti dall'estero sul territorio italiano. I clienti target di Destination Italia sono, tipicamente, tour operator e agenzie di viaggio estere, le quali ricercano una proposta esperienziale che incontri le evoluzioni dei desideri e delle esigenze della clientela finale.

CHART 2 – DESTINATION ITALIA'S BUSINESS LINES



Source: Destination Italia

La Società svolge la propria attività operativa attraverso tre segmenti di business, articolati in base alla capacità di spesa e alle richieste della clientela. In particolare:

- Il segmento **Luxury & High End**, il quale genera il 35,7% del totale dei ricavi del 2022, serve la fascia premium e più esigente della clientela, proponendo pacchetti altamente personalizzati e ricchi di esperienze distintive e di ottima qualità. L'offerta viene veicolata prevalentemente attraverso l'impiego del marchio luxury della Società, ovvero SONO Travel Club. La volontà di Destination Italia di porre il suo focus operativo sul servizio delle fasce turistiche maggiormente alto-spendenti giustifica il particolare sforzo di investimento per lo sviluppo strategico di questo segmento;
- Il canale **XML**, cui fa capo il 33,4% del fatturato complessivo del 2022, consente l'erogazione di pacchetti turistici in modo automatico in tutto il mondo, attraverso la vendita online;
- Il servizio **Mainstream**, a cui è possibile ricondurre circa il 30,9% del fatturato complessivo annuo del 2022, mette a disposizione dei clienti di Destination Italia un insieme di pacchetti e servizi standardizzati, il cui oggetto sono, tipicamente, mete turistiche popolari.

La grande competitività del business di Destination Italia è data dalla commistione tra l'ampia proposta di servizi tailor-made, articolata in base alla capacità di spesa e alle esigenze del cliente finale, e lo sfruttamento virtuoso della piattaforma tecnologica proprietaria sviluppata internamente nell'arco degli ultimi anni. La piattaforma è parte di un sistema open, snello e scalabile, in grado di fare leva sulle soluzioni best of breed di mercato. Fon-

damentale per la customizzazione dei prodotti è, inoltre, il software Parce2Book, il quale è in grado di leggere e interpretare le richieste dei clienti, proponendo la migliore soluzione nell'ambito del pipeline management, dell'integrated data analysis, del forecasting a servizio dei sales e degli asset tecnologici a servizio delle operations.

Destination Italia, nel contesto della fusione per incorporazione di Portale Sardegna, risponde all'esigenza del mercato per la creazione di un grande player del mercato incoming del turismo in Italia, con un focus sulla clientela alto-spendente.

Il Gruppo integra il grande know-how per quanto concerne il turismo incoming alto-spendente internazionale di Destination Italia, con la profonda consapevolezza delle dinamiche B2C del turismo esperienziale legato al territorio di Portale Sardegna, nonché con il suo apparato tecnologico proprietario altamente valuable. Si profila, così, un Gruppo in grado di offrire ai suoi clienti premium un'offerta di viaggio più esclusiva, capace di valorizzare le attrazioni e i servizi offerti localmente, mettendoli a servizio di una vasta platea internazionale. Il Gruppo si propone, infatti, sul mercato, come la il travel designer B2B la cui mission è quella di valorizzare l'offerta turistica d'eccellenza che caratterizza il territorio nazionale.

CHART 3 – DESTINATION ITALIA'S KEY RESOURCES



Source: Destination Italia

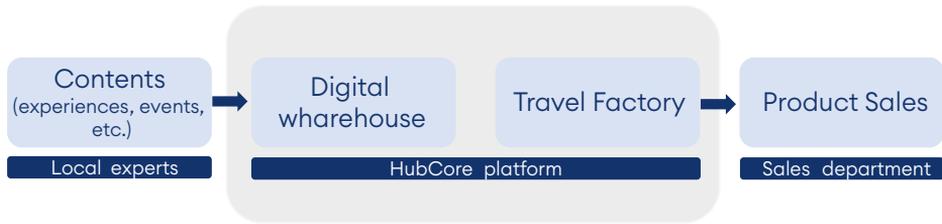
Attraverso il pool di asset e il know-how B2C, acquisiti in seguito all'incorporazione, Destination Italia può svolgere la sua attività impiegando un modello di business dal carattere ancor più innovativo e altamente efficiente, basato su tre pilastri:

- L'approccio "local", lato offerta, attraverso i **local experts** sul territorio. Si tratta della rete di esperti locali apportata da Portale Sardegna e che verrà ulteriormente implementata in seguito alla fusione. Si tratta di soggetti la cui esperienza diretta sul territorio rappresenta per il Gruppo un grande valore aggiunto. I local experts sono degli attrattori utili per la creazione di prodotti che radicano il proprio contenuto nell'autenticità di quanto offerto dai territori. Tale expertise verrà impiegata dal Gruppo allo scopo di confezionare pacchetti sempre più esclusivi e originali, comprensivi di esperienze uniche sul territorio, con prodotti nuovi adatti a incontrare le necessità di un parco clienti sempre più esigente;
- L'impiego di una **tecnologia proprietaria** disruptive e altamente qualificata. Nella natura del neocostituito Gruppo è, infatti, insita una profonda consapevolezza del valore che un consistente apparato tecnologico può costituire

nell'ambito del product processing e della vendita on-line di pacchetti di viaggio. Dall'acquisizione, Destination Italia ottiene la possibilità di sfruttare la piattaforma DMS² di Portale Sardegna, ovvero "HubCore", ideata e sviluppata internamente dai maggiori esperti del travel management e, pertanto, corredata di ampie funzionalità (dalla gestione del catalogo, al presidio dei pagamenti, all'acquisto effettivo dei servizi di trasporto e delle experiences) e da un'interfaccia semplice e altamente usable. Si segnala che prima dell'acquisizione, Destination Italia utilizzava una piattaforma prodotta esterna, "Juniper". L'internalizzazione di tale servizio, attraverso HubCore, consentirà al Gruppo, una volta ultimata la migrazione, di evitare di pagare canoni a piattaforme terze, assicurando, così, un importante risparmio in termini di costi. Inoltre, la possibilità di lavorare sul miglioramento progressivo di un apparato tecnologico proprietario d'avanguardia apre importanti possibilità in termini di ampliamento delle funzioni e dei servizi per il futuro. L'annessione di una piattaforma tanto integrata, al già consistente apparato IT implementato da Destination Italia, porrà la base per la costituzione di un business ancor più innovativo e altamente automatizzato. Inoltre, la possibilità di integrare, nel futuro, l'utilizzo dell'AI, consente di prospettare ampi margini di crescita tecnologica per la Società. La sfida per il futuro sarà l'integrazione e l'evoluzione dei vari software e delle piattaforme a servizio del Gruppo;

- Allo storico **modello di vendita** si aggiunge, inoltre, del nuovo canale B2C. Il B2B rimarrà, comunque, il canale di vendita principale per il Gruppo, il quale proseguirà nell'interfacciarsi con i tour operator e le travel agencies, anche attraverso la collaborazione della rete di local ambassador, ovvero sales manager (lato domanda) esterni locali, altamente specializzati in ambito di travel e goodwill commerciale. Si tratta, tipicamente di soggetti di nazionalità italiana, residenti all'estero e/o individui la cui conoscenza del territorio italiano consente di proporre al cliente pacchetti turistici ad hoc, che riescano a incontrare le necessità specifiche del mercato geografico target di riferimento. Gli ambassador sono localizzati all'estero, a presidio dei maggiori mercati internazionali, come quello del Canada, del Nord America e dell'Asia. In aggiunta, l'impiego virtuoso dell'apparato tecnologico proprietario d'eccellenza garantirà un sostanziale efficientamento dei processi e un'ottimizzazione dei canali distributivi. Lo sfruttamento e l'ampliamento della rete di local ambassador costituirà la base per l'accelerazione del processo di internazionalizzazione, in primis negli Stati Uniti.

CHART 4 - DESTINATION ITALIA'S VALUE CHAIN



Source: Destination Italia

Lo schema di cui sopra, illustra la vision dei processi in grado di generare contestualmente una nuova gamma di prodotti con un processo industrializzato, attraverso l'utilizzo della tecnologia, partendo dai contenuti provenienti dalla rete dei Local Experts e l'interfaccia nei vari market places gestiti dal sales department (siano essi B2B, B2C, B2B2C).

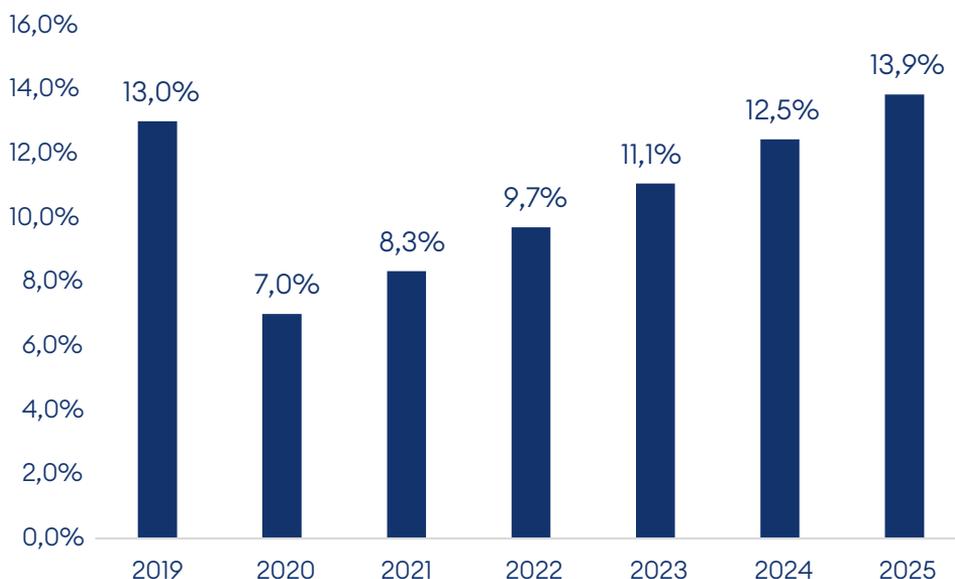
In aggiunta, l'integrazione di Portale Sardegna, realtà d'eccellenza classificata come il primo operatore B2C on-line della Sardegna, all'interno del perimetro del Gruppo, permetterà l'internalizzazione di un pacchetto di competenze ad ampio valore aggiunto nell'ambito del travel design orientato al consumatore finale. Dall'acquisizione, Destination Italia ottiene, inoltre, l'accesso all'ampio portafoglio immobiliare gestito da Welcomely Srl.

La commistione tra la rilevanza internazionale di Destination Italia e il business più locale di Portale Sardegna, consente la composizione di una value proposition unica e di qualità, che rappresenti il vero valore aggiunto per i clienti finali, nonché un vantaggio competitivo sul mercato globale per il Gruppo.

Mercato

L'industria del turismo nazionale rappresenta, nel 2022, il 9,7% del PIL e, per il triennio avvenire, si prospetta una crescita forecast costante dell'incidenza, tale da giungere, entro il 2025, a un valore pari al 13,9%. Tale dinamica crescente emerge in seguito alla normalizzazione del settore all'indomani della crisi pandemica da COVID-19, che ha chiaramente influito negativamente in particolare sul dato del 2020.

CHART 5 - MARKET IMPACT ON GDP (%)



Source: Statista, 2023

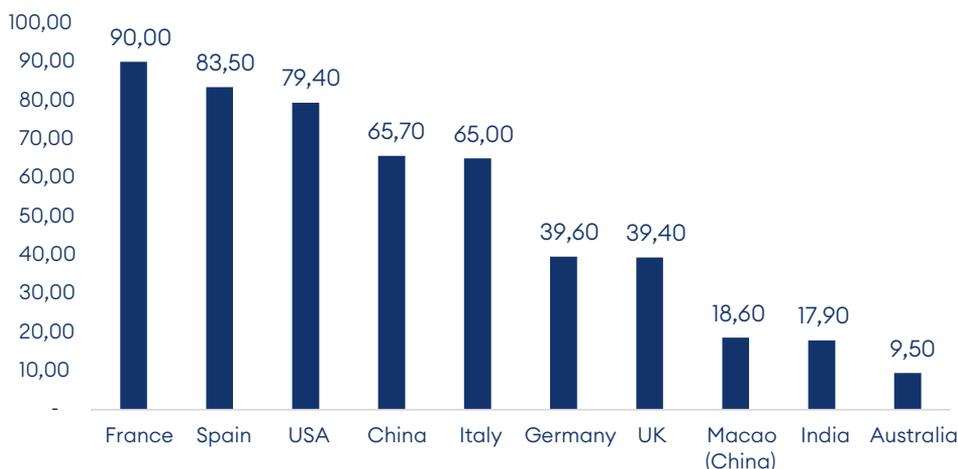
Il trend migliorativo del mercato nazionale si riflette in un andamento crescente del mercato globale. Tale tendenza risulta particolarmente interessante se si considera la particolare scarsità nel presidio del segmento dei viaggiatori alto-spendenti a livello globale. In riferimento al mercato globale e in particolar modo al segmento dei viaggiatori HNWI³ e UHNWI⁴, si segnala che il valore della spesa turistica si identifica pari a circa € 2.000,00 mld, con una spesa media per soggiorno pari a circa € 10.000/15.000.

L'Italia, secondo quanto riportato nell' Indagine sul Turismo Internazionale di Banca d'Italia, è la quinta destinazione più popolare a livello globale, preceduta dalla Francia, dalla Spagna, dagli Stati Uniti e dalla Cina, con oltre 65,00 mln di viaggiatori nel 2019 e una spesa turistica internazionale incoming pari a € 44,30 mld. Il paese rappresenta il 20,0% del turismo dell'area Mediterranea e l'8,7% dell'area europea.

3 High Net Worth Individuals, il cui patrimonio è superiore a € 1,00 mln

4 Ultra High Net Worth Individuals, il cui patrimonio è superiore a € 50,00 mln

CHART 6 – TRAVELLERS BY COUNTRY OF DESTINATION IN 2019 (MLN)*



* Si riportano i dati inerenti al 2019 in quanto scesvi dall'effetto negativo degli eventi pandemici che hanno penalizzato profondamente il settore nell'arco dello scorso triennio.

Source: Banca D'Italia "Indagine sul turismo internazionale", 2022; IRiSS – XXV Rapporto sul turismo italiano, 2022

Il giro d'affari del turismo di alta gamma in Italia ammonta, nel 2019, a un valore pari a € 25,00 mld. Di questo, il settore hospitality assorbe circa il 24,0%, mentre il restante 76,0% viene speso in beni e esperienze sul territorio di destinazione.

In seguito al volgere della pandemia da COVID-19, le preferenze e le aspettative dei viaggiatori della fascia luxury si sono orientate su specifici parametri di scelta. La combinazione tra la volontà di supportare i business locali e il progressivo interessamento verso il contextual luxury, hanno orientato le preferenze dei turisti verso la ricerca di esperienze più autentiche e focalizzate sulla valorizzazione della cultura del territorio. Emergono, quindi, trend di crescente interessamento verso pacchetti di viaggio privati ed esclusivi, volti alla conoscenza di siti di interesse che vadano oltre le "Top 10 sights" dei vari paesi. Si inserisce perfettamente in questo contesto la ricerca, da parte dei provider, di una proposta unica e distintiva, composta di esperienze che connettano il visitatore e il territorio a un livello di profondità superiore.

Ancora, in riferimento ai dati del 2019, emerge come circa il 69,0% delle entrate riferite al turismo incoming in Italia provenga da paesi della zona europea. Emerge, nel segmento del turismo degli alto-spendenti, un potenziale, ancora inespresso a livello di fatturato entrante, di alcune aree geografiche, in particolare degli Stati Uniti e dell'Asia. Difatti, a fronte di una spesa annua in viaggi all'estero pari a € 119,10 mld da parte dei turisti americani, solamente € 5,50 mld sono stati effettivamente spesi in Italia. Ancor più evidente è il dato della crescita potenziale sul mercato asiatico, in cui la Cina risulta essere prima al mondo in termini di spesa per viaggi all'estero con € 227,00 mld spesi pre-Covid. Risulta, infatti, che, di tale giro d'affari internazionale, solamente € 2,80 mld siano spesi sul territorio italiano.

Benché all'Italia sia riconosciuto, da parte dei turisti del lusso, un primato in termini di bellezza, di attrattività dei paesaggi e di cultura eno-gastronomica, si osserva un fenomeno di dispersione del potenziale di crescita del turismo sul territorio, unito a una sostanziale diluizione del posizionamento dell'Italia tra le mete maggiormente scelte da questa categoria di clienti. Le problematiche principali risultano essere, in accordo con il report di Altagamma e Bain legate a:

- Una minore percezione degli “standard di lusso” i termini di qualità, innovazione, portata tecnologica e manutenzione dei servizi offerti sul territorio rispetto ai paesi concorrenti;
- La mancanza di un’offerta di intrattenimento rivolta specificatamente ad un pubblico di portata globale;
- La complessità della burocrazia all’ingresso e della logistica per quanto concerne gli spostamenti, soprattutto nel Meridione;
- La mancata razionalizzazione dell’offerta. Il viaggiatore straniero si trova spaesato dinnanzi a una proposta tanto frammentata quanto fisiologicamente legata alla promozione attiva delle migliaia di singole realtà locali;
- La scarsità di mete del “turismo del divertimento” di appeal internazionale;

Dal report di Altagamma e Bain si stima un grande potenziale di crescita del segmento dell’alta gamma sul mercato turistico italiano. Dai dati si evincono ampie opportunità di valorizzazione ulteriore degli asset chiave, tra cui la ricchezza di alcuni territori, in particolare nel Sud-Italia, il patrimonio artistico e museale nazionale, lo slow-turism, le uniquely local experiences e il turismo dei gioielli del mare, le cui infrastrutture di collegamento con la terra ferma potrebbero essere implementate e migliorate.

Attualmente generativo di un giro d’affari di circa € 25,00 mld, si prospetta, con riferimento a un best case di sviluppo del mercato high-spending del turismo nazionale, il raggiungimento di un valore incluso nel range € 90-110 mld, attestando, quindi, una crescita pari al 400,0%. Tale crescita è motivata dalla stima del miglioramento della qualità e dell’ampliamento dell’offerta di servizi, nonché dal riallineamento dello storico gap di premium price della rete nazionale rispetto alle mete concorrenti all’estero.

Attualmente l’offerta dei servizi di viaggio per i turisti stranieri entranti in Italia è altamente frammentata, considerando che oltre 0,30 mln di provider, tra strutture ricettive, aziende di ristorazione, agenzie di viaggio e piccole società di servizi turistici presenti sul territorio, si contano all’interno del perimetro nazionale. In questo articolato contesto di opportunità potenziali e di trend di crescita del mercato, emerge profondamente la mancanza di un grande player dell’offerta turistica italiana incoming.

FY23E – FY27E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY23E-27E

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
Value of Production					
New	62,00	100,00	123,50	149,50	180,00
Old	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<i>Change</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>
EBITDA					
New	1,15	2,00	4,25	6,80	10,15
Old	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<i>Change</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>
EBITDA %					
New	1,9%	2,0%	3,4%	4,5%	5,6%
Old	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<i>Change</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>
EBIT					
New	(0,85)	0,10	2,45	5,05	8,40
Old	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<i>Change</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>
Net Income					
New	(1,20)	(0,50)	1,55	3,60	6,25
Old	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<i>Change</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>
NFP					
New	5,45	4,90	2,25	(2,30)	(9,35)
Old	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<i>Change</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>

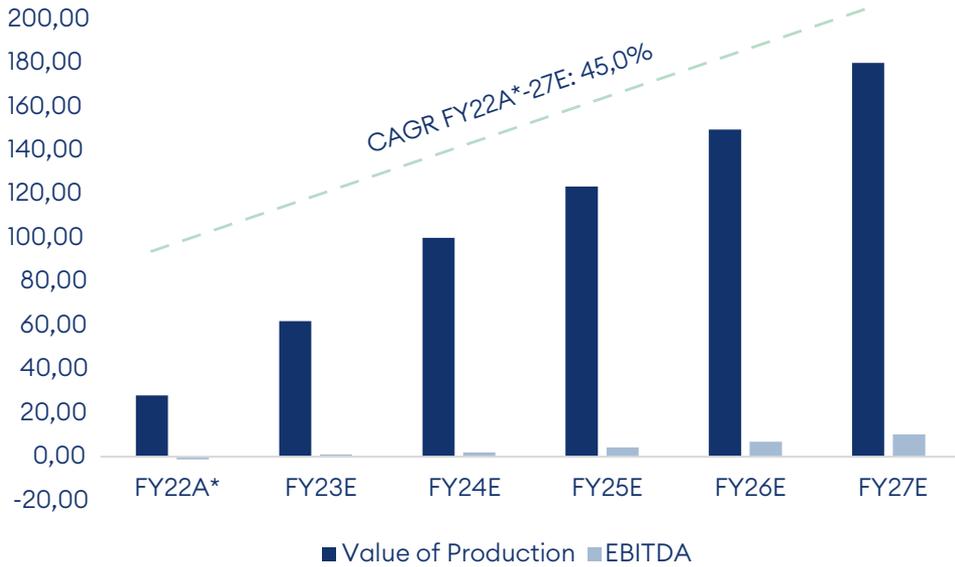
Source: Integrae SIM

Alla luce della fusione per incorporazione di Portale Sardegna in Destination Italia, aggiorniamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 62,00 mln ed un EBITDA pari a € 1,15 mln, corrispondente ad una marginalità del 1,9%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a €180,00 mln (CAGR 22A*-27E: 45,0%) nel FY27E, con EBITDA pari a €10,15 mln (corrispondente ad una marginalità del 5,6%), in crescita rispetto a € - 1,20 mln del FY22A* pre-fusione (corrispondente ad un EBITDA *margin* del - 4,3%).

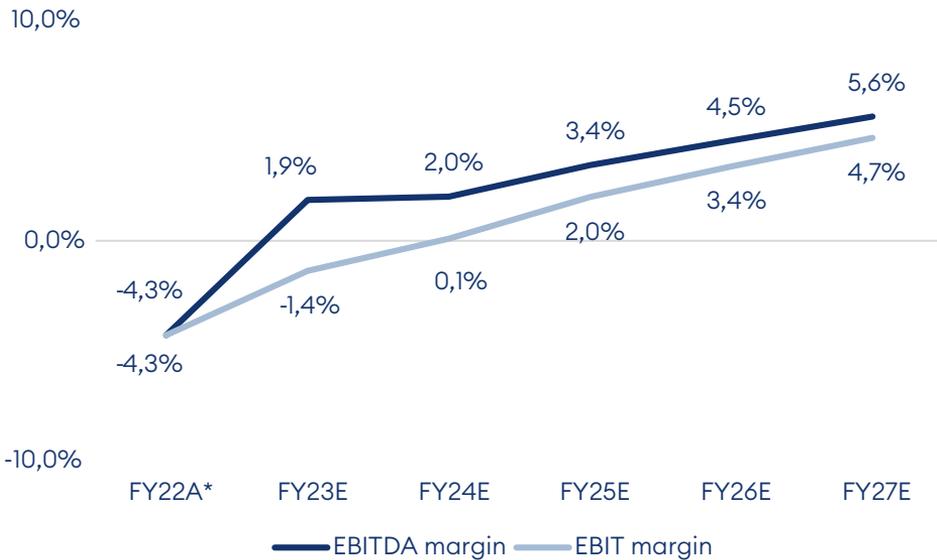
A livello patrimoniale, invece, aggiorniamo le nostre stime di Equity, in ragione del disavanzo da concambio generatosi a seguito della recente fusione. Per quanto riguarda la NFP, stimiamo per il FY23E una NFP pari a € 5,45 mln di debito.

CHART 7 – VOP AND EBITDA FY22A*-27E



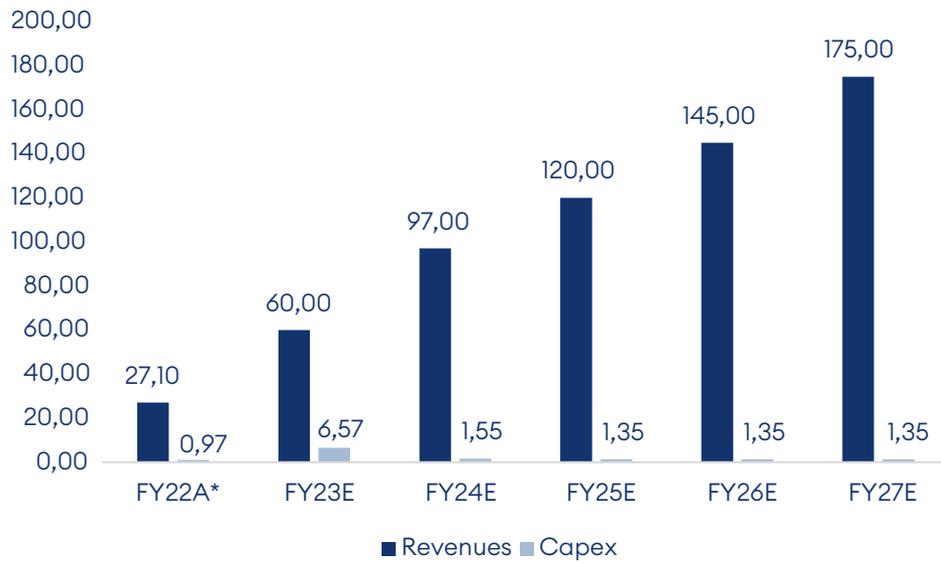
Source: Integrae SIM

CHART 8 – MARGIN FY22A*-27E



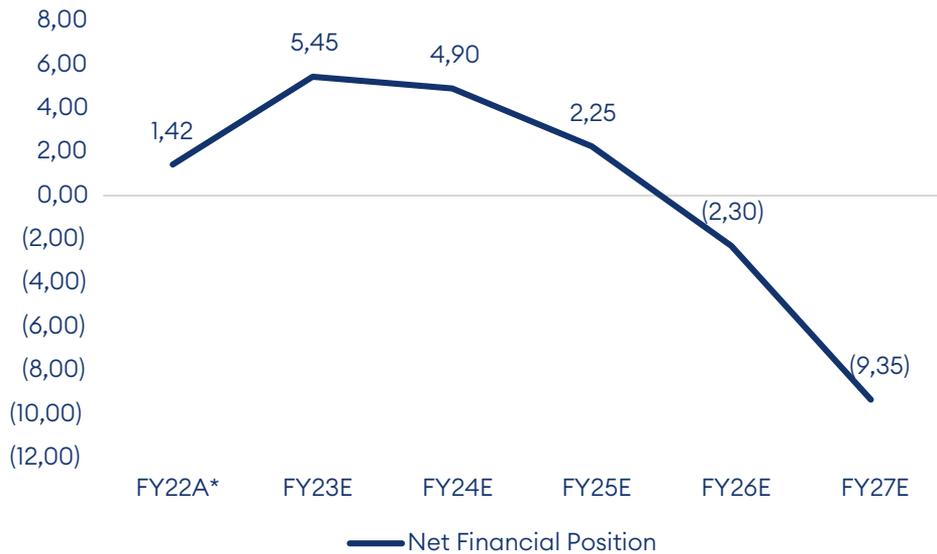
Source: Integrae SIM

CHART 9 – CAPEX FY22A*-27E



Source: Integrae SIM

CHART 10 – NFP FY22A*-27E



Source: Integrae SIM

Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di Destination Italia sulla base della metodologia DCF.

DCF Method

TABLE 4 – WACC

WACC			12,68%
D/E 150,00%	Risk Free Rate 3,54%	β Adjusted 1,00	α (specific risk) 2,50%
K_d 5,00%	Market Premium 9,73%	β Relevered 2,08	K_e 26,29%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,50%. Ne risulta quindi un WACC di 12,68%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF	% of EV
FCFO actualized	8,9 18%
TV actualized DCF	39,5 82%
Enterprise Value	48,4 100%
NFP (FY22A*)	1,4
Equity Value	47,0

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di **€ 47,0 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		11,18%	11,68%	12,18%	12,68%	13,18%	13,68%	14,18%
	2,5%	65,4	60,7	56,6	52,8	49,4	46,3	43,5
	2,0%	62,3	58,0	54,2	50,7	47,5	44,7	42,0
	1,5%	59,5	55,6	52,0	48,8	45,8	43,1	40,6
	1,0%	57,0	53,3	50,0	47,0	44,2	41,7	39,3
	0,5%	54,7	51,3	48,2	45,4	42,8	40,4	38,2
	0,0%	52,6	49,5	46,5	43,9	41,4	39,2	37,1
	-0,5%	50,7	47,8	45,0	42,5	40,2	38,0	36,0

Source: Integrae SIM

Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	
Equity Value DCF (€/mln)	47,0
Target Price (€)	2,90

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* pari a circa € 47,0 mln. **Il target price è quindi di € 2,90 (prev. U/R). Cambiamo il nostro rating da U/R a BUY e confermiamo il rischio MEDIUM.**

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A*	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	N/A	42,1 x	24,2 x	11,4 x
EV/EBIT	N/A	N/A	N/M	19,8 x
P/E	N/A	N/A	N/A	30,3 x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY22A*	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	N/A	16,3 x	9,4 x	4,4 x
EV/EBIT	N/A	N/A	N/M	7,7 x
P/E	N/A	N/A	N/A	11,2 x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

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. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. *Mattia Petracca is Integrae SIM's current Head of Research. Giuseppe Riviello, Alessandro Colombo, Edoardo Luigi Pezzella and Alessandro Elia Stringa are the 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	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
04/08/2022	1,19	Buy	2,61	Medium	Breaking News
05/10/2022	0,91	Buy	2,60	Medium	Update
25/11/2022	0,92	U/R	U/R	Medium	Breaking News
28/11/2022	1,11	U/R	U/R	Medium	Breaking News
30/01/2023	1,10	U/R	U/R	Medium	Breaking News
24/03/2023	1,23	U/R	U/R	Medium	Breaking News
22/05/2023	1,19	U/R	U/R	Medium	Breaking News
29/05/2023	1,17	U/R	U/R	Medium	Breaking News
05/06/2023	1,18	U/R	U/R	Medium	Breaking News

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. 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. 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 \geq 7.5%	ETR \geq 10%	ETR \geq 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR \leq -5%	ETR \leq -5%	ETR \leq 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:

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