

## **PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE** di Portale Sardegna S.p.A in Destination Italia S.p.A

### **Relazione della società WPartners S.r.l in qualità di Esperta sul Rapporto di Cambio delle azioni delle società coinvolte nella Fusione ai sensi dell'Art. 2501 *sexies* del Codice Civile**

Cesare Claudio Sala  
Paolo Moris Busata

Milano, 25 gennaio 2023

**Per navigare nel documento (nel formato pdf)**

Da qualsiasi pagina – cliccare sul titolo della sezione presente nella barra di navigare in alto

Dalla pagina dell'Indice – cliccare sul titolo della sezione o sotto-sezione

<b>1</b>	<b>LA SINTESI DELLE CONCLUSIONI.....</b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>L'OGGETTO E LA FINALITA' DELL'INCARICO.....</b>	<b>5</b>
<b>3</b>	<b>LA NATURA E LA PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE.....</b>	<b>6</b>
<b>4</b>	<b>L'OPERAZIONE DI FUSIONE E I SOGGETTI COINVOLTI .....</b>	<b>7</b>
<b>4.1</b>	<b>Le principali operazioni precedenti alla Fusione.....</b>	<b>7</b>
4.1.1	L'evoluzione del gruppo Destination.....	7
4.1.2	L'evoluzione del gruppo Portale .....	8
4.1.3	L'Accordo Vincolante e la <i>Business Combination</i> .....	11
<b>4.2</b>	<b>Descrizione sintetica dell'Operazione.....</b>	<b>13</b>
<b>4.3</b>	<b>Le società coinvolte nell'operazione di Fusione e la governance.....</b>	<b>13</b>
4.3.1	L'Attività svolta dal gruppo Destination .....	14
4.3.2	L'Attività svolta da Portale.....	18
<b>5</b>	<b>I METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO .....</b>	<b>22</b>
<b>5.1</b>	<b>La scelta del metodo di valutazione .....</b>	<b>22</b>
<b>5.2</b>	<b>La data di riferimento.....</b>	<b>23</b>
<b>5.3</b>	<b>Descrizione delle metodologie utilizzate dagli Amministratori .....</b>	<b>23</b>
5.3.1	Metodi principali.....	23
5.3.2	Metodi di controllo .....	26
<b>5.4</b>	<b>Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori .....</b>	<b>26</b>
<b>5.5</b>	<b>Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori .....</b>	<b>27</b>
5.5.1	La valutazione di Destination e di Portale .....	27
5.5.2	La determinazione del Rapporto di Cambio .....	28
<b>6</b>	<b>IL LAVORO SVOLTO .....</b>	<b>28</b>
<b>6.1</b>	<b>La descrizione del lavoro svolto.....</b>	<b>28</b>
6.1.1	Le situazioni patrimoniali di riferimento.....	29
6.1.2	I Piani previsionali.....	29
6.1.3	I metodi utilizzati dalle Società per la determinazione del Rapporto di Cambio	30
<b>6.2</b>	<b>La documentazione utilizzata.....</b>	<b>31</b>
<b>6.3</b>	<b>Commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte.....</b>	<b>32</b>
<b>6.4</b>	<b>I Limiti incontrati dall'Esperta nell'espletamento dell'Incarico .....</b>	<b>34</b>
<b>7</b>	<b>LE CONCLUSIONI .....</b>	<b>35</b>

La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni

**DESCRIZIONE**
**ABBREVIAZIONI**

Destination Italia S.p.A	Destination o Incorporante
Portale Sardegna S.p.A	Portale o Incorporanda
Destination 2 Italia S.r.l	Destination 2
Lettera d'impegno vincolante sottoscritta in data 25/11/2022 tra Destination, Lensed Star S.r.l, Vitaliano Borromeo, Massimiliano Cossu, Portale e altri soci di Portale	Accordo Vincolante
Aggregazione industriale tra Destination e le attività di Portale (costituite dalla capogruppo oltre che dalle società da questa controllate e, in particolare, Pavoneggi S.r.l., Welcome to Italy Corp e Welcomely S.r.l	Operazione o <i>Business Combination</i>
Codice Civile	C.C
Consiglio di Amministrazione	CDA
Fusione per incorporazione di Portale in Destination	Fusione
Piano economico finanziario di Destination 2023 - 2025	Piano Destination
Chief Financial Officer	CFO
Piano economico finanziario di Portale 2023 - 2025	Piano Portale
WPartners S.r.l	Esperta
Destination Italia S.p.A e Portale Sardegna S.p.A congiuntamente	le Società o le Parti
Sistema multilaterale di negoziazione EGM Italia - Borsa Italiana S.p.A.	EGM
Risultato ante interessi, tasse, ammortamenti e accantonamenti	EBITDA
Risultato prima degli interessi e delle tasse	EBIT
Patrimonio Netto Contabile	PNC
Destination e le società partecipate	gruppo Destination
Portale e le società partecipate	gruppo Portale
Terzi & Partners S.r.l	<i>Financial Advisor</i>
Conto Economico	P/L
Stato Patrimoniale	S/P
Posizione Finanziaria Netta	PFN
Valore Netto Contabile	VNC
Azioni e Warrant Destination congiuntamente	Strumenti Finanziari
Piano Destination e Piano Portale congiuntamente	Piani
Capitale Circolante Netto	CCN
Crescita cumulata annuale	CAGR
Capitale Investito Netto	CIN
Net Asset Value	NAV
Weight Average Capital Cost	WACC
Terminal Value	TV
Discounted Cash Flow	DCF

Spettabili

**Destination Italia S.p.A**

Galleria Sala dei Longobardi, 2  
20121 - Milano (MI)

e

**Portale Sardegna S.p.A**

via Mannironi, 55  
08100 - Nuoro (NU)

## **1 LA SINTESI DELLE CONCLUSIONI**

Sulla base di quanto riportato nei successivi paragrafi, ai sensi e per gli effetti di cui all'Art. 2501 *sexies* del Codice Civile, l'Esperta ritiene che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società partecipanti alla Fusione siano adeguati in quanto, nelle circostanze, ragionevoli e non arbitrari e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio delle azioni contenute nel Progetto di Fusione pari a:

**n° 2,45 azioni ordinarie di Destination Italia S.p.A, senza indicazione del valore nominale, per n°1 azione ordinaria di Portale Sardegna S.p.A senza di indicazione del valore nominale.**

## **2 L'OGGETTO E LA FINALITA' DELL'INCARICO**

Con provvedimento datato 15 dicembre 2022, a seguito di istanza congiunta di Destination e di Portale, datata 24 novembre 2022, il Tribunale di Milano sezione specializzata in imprese B ha designato la nostra società quale Esperta comune incaricata di redigere, ai sensi dell'Art. 2501-*sexies* del C.C., la relazione sul rapporto di cambio (il "Rapporto di Cambio") fra le azioni ordinarie di Destination e le azioni ordinarie di Portale, nell'ambito della fusione per incorporazione di Portale Sardegna S.p.A in Destination Italia S.p.A (la "Relazione").

La presente Relazione è firmata dal dott. Cesare Claudio Sala e dal dott. Paolo Moris Busata, soci della WPartners S.r.l, rispettivamente iscritti al Registro dei revisori contabili al n. 93556 con Decreto Ministeriale del 15 ottobre 1999 pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale n. 87 del 2 novembre 1999 e n. 169633 con Decreto Ministeriale del 20 novembre 2013 pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale n. 95 del 3 dicembre 2013.

In tale contesto, le Società hanno dato incarico congiunto (di seguito l'"Incarico") a WPartners S.r.l società di revisione iscritta al Registro dei revisori contabili al n°156101 di predisporre una relazione (di seguito la "Relazione") contenente, ai sensi dell'Art. 2501-*sexies* del C.C, un giudizio sui metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle società partecipanti alla Fusione, con specifico riguardo alla determinazione del Rapporto di Cambio.

A tal fine, abbiamo ricevuto dalle Società il Progetto di Fusione per incorporazione di Portale in Destination (il "Progetto di Fusione"), le Relazioni degli Amministratori di Destination e di Portale (le "Relazioni degli Amministratori") che saranno approvati dai rispettivi organi amministrativi in data 26 gennaio 2023 e che indicano, illustrano e giustificano, ai sensi e per gli effetti dell'Art. 2501-*quinquies* del C.C, il Rapporto di Cambio.

Come situazioni patrimoniali ex Art. 2501-*quater* del C.C, i rispettivi organi amministrativi hanno utilizzato le situazioni economico-patrimoniali infraannuali al 30 settembre 2022 che saranno approvate in data 26 gennaio 2023.

Il Progetto di Fusione, al fine di assumere le deliberazioni di cui all'Art. 2502 del C.C, sarà sottoposto, all'approvazione delle Assemblee degli Azionisti di Destination e di Portale (in sede straordinaria) che saranno convocate nel rispetto dei termini di legge e di Statuto.

L'Esperta ha definito l'oggetto del lavoro, concordato le attività da svolgere ai fini dello svolgimento dell'Incarico, discusso e condiviso le conclusioni finali. La struttura della Relazione è descritta nelle pagine seguenti.

### **3 LA NATURA E LA PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE**

Al fine di fornire agli azionisti idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente Relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori delle Società per la sua determinazione e le difficoltà di valutazione incontrate dagli stessi; essa contiene inoltre la nostra valutazione sull'adeguatezza nella circostanza di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, e sull'importanza relativa attribuita dagli Amministratori delle Società a ciascuno di essi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Per la determinazione dei rispettivi valori economici delle Società e della conseguente determinazione del Rapporto di Cambio, gli organi amministrativi delle Società si sono avvalsi della consulenza e della collaborazione di professionisti qualificati della società Terzi & Partners S.r.l ed in particolare del dott. Stefano Pellegrino e del dott. Leonardo Di Pilato che si sono rispettivamente occupati delle valutazioni di Destination e di Portale ("*Financial Advisor*").

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Destination e di Portale, anche sulla base delle indicazioni dei rispettivi *Financial Advisor*, non abbiamo effettuato una valutazione economica delle Società oggetto dell'operazione di Fusione. Tali valutazioni sono state svolte esclusivamente dagli organi amministrativi delle Società e dai *Financial Advisor* incaricati da Destination e da Portale.

Le procedure descritte nella presente Relazione sono state da noi effettuate al solo scopo di esprimere un parere sul rapporto di Cambio determinato dagli Amministratori e non invece per esprimere un giudizio "*stand alone*" sui metodi di valutazione delle Società e pertanto:

- non hanno alcuna validità per finalità diverse
- non costituiscono in alcun modo una valutazione di merito sull'opportunità dell'operazione di Fusione, né sulle motivazioni della Fusione espresse nelle Relazioni degli Amministratori.

Le Conclusioni esposte nella presente Relazione sono, inoltre, basate sul complesso delle indicazioni e delle considerazioni in essa contenute; pertanto, nessuna parte della Relazione potrà essere considerata, o comunque utilizzata, disgiuntamente dal documento nella sua interezza.

## **4 L'OPERAZIONE DI FUSIONE E I SOGGETTI COINVOLTI**

Lo sviluppo delle Società coinvolte nella Fusione, la descrizione sintetica dell'Operazione, le Società coinvolte nella Fusione e la loro governance, l'attività svolta dal gruppo Destination e quella del gruppo Portale, sono dettagliatamente riportati nei successivi paragrafi.

### **4.1 Lo sviluppo delle Società coinvolte nella Fusione**

Nei successivi paragrafi 4.1.1 "L'evoluzione del gruppo Destination" e 4.1.2 "L'evoluzione del gruppo Portale" abbiamo sinteticamente riportato le principali operazioni societarie effettuate nel corso degli ultimi anni mentre nel paragrafo 4.1.2 "L'Accordo Vincolante e la *Business Combination*" abbiamo descritto i caratteri principali dell'Accordo Vincolante e dell'aggregazione industriale tra Destination e Portale.

#### **4.1.1 L'evoluzione del gruppo Destination**

L'evoluzione del gruppo Destination è così rappresentabile:

- 2016** costituzione di Destination e di Destination 2
- 2017** ampliamento del *business* con l'affitto del ramo di azienda della "Gartour", operatore specializzato nell'Incoming "B2B" con forte presenza nel mercato russo, ma con prodotti a marginalità contenuta;
- 2018** a fronte di limitati risultati commerciali e operativi prodotti dal gruppo, gli azionisti di Destination ritengono necessario un cambio di *management*, avviando un processo di ristrutturazione e riduzione dei costi aziendali;
- 2019** completamento della ristrutturazione aziendale e cambio dell'approccio al mercato, attraverso il lancio del segmento lusso (marchio Sono Travel Club) e investendo nell'automazione delle operations (ad esempio canale XML).
  - " acquisto e fusione del ramo d'azienda "Gartour" per il quale è stato pagato un avviamento di Euro 1.526 mila<sup>1</sup>
- 2020** a seguito dell'avvento della pandemia da Covid-19, che genera un forte impatto nel settore turistico italiano, viene avviato un processo di *management buy out* da parte del *management* team di Destination, finalizzato a dare un ulteriore nuovo corso gestionale ed accelerare la crescita aziendale e che ha avuto come effetto quello di dotare il gruppo della struttura manageriale attualmente presente
- 2021** quotazione all'Euronext Growth Milan

---

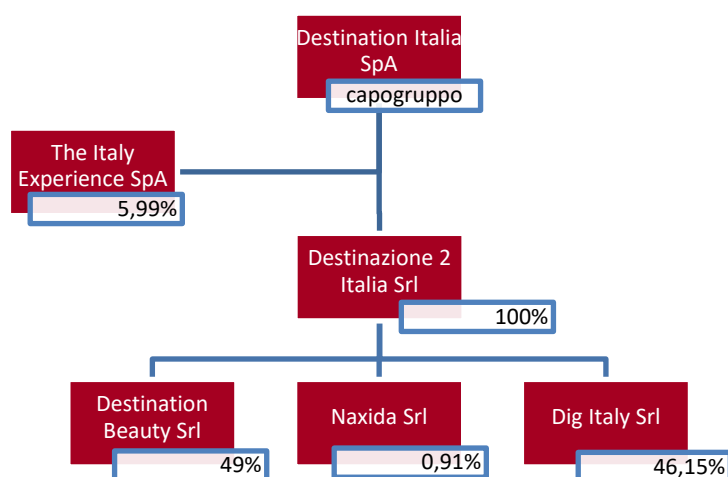
<sup>1</sup> incluso oneri accessori di diretta imputazione

**2022** costituzione della *start up* innovativa DIG Italy S.r.l specializzata nell'*e-commerce* e *market maker* dei prodotti italiani di eccellenza, dedicata al turismo *incoming* con l'obiettivo di soddisfare la domanda di prodotti. Destination detiene il 46% delle quote

“ Destination 2 costituisce Destination Beauty S.r.l, *start-up* dedicata a promuovere l'Italian Beauty<sup>2</sup>. Destination Beauty S.r.l. è partecipata con il 49% da Destination 2 e per il 51% da Francesco Fiume<sup>3</sup>

Alla data della presente Relazione il gruppo Destination svolge l'attività caratteristica per mezzo della Destination 2, società operativa specializzata nell'Incoming “B2B” mentre la Destination (capogruppo) è una holding di partecipazioni proprietaria degli investimenti tecnologici ed in particolare la piattaforma sviluppata e customizzata nel corso degli ultimi anni conferisce a Destination un vantaggio nei confronti dei competitors. Parte strategica della customizzazione è il *software* Parce2Book, interamente sviluppato internamente.

Il societogramma del gruppo Destination è il seguente:



Nella successiva Tabella sono indicati gli azionisti dell'Incorporante che, alla data della nostra Relazione, detengono una quota del capitale sociale o dei diritti di voto superiori al 3%.

Tabella n. 1” Gli azionisti di Destination Italia SpA”

Società	Capitale Sociale (Euro)	%
Lensed Star S.r.l.	5.741.800	47,34
Lastminute.com NV	2.116.400	17,45
Intesa Sanpaolo S.p.A.	540.400	4,46
Marco Ficarra	100.000	0,82

<sup>2</sup> i turisti stranieri potranno vivere la trasformazione del proprio look personale, dal taglio dei capelli, al trucco, all'abbigliamento e alla nutrizione, accompagnati dai trend-setter del look italiano

<sup>3</sup> imprenditore e leader nel settore beauty & well-being, operativo da anni a Milano, dove cura il look di personalità dello spettacolo, dello sport, della comunicazione, dell'industria e della politica



Società	Capitale Sociale (Euro)	%
Flottante	3.631.500	29,94
<b>Totale</b>	<b>12.130.100</b>	<b>100,00</b>

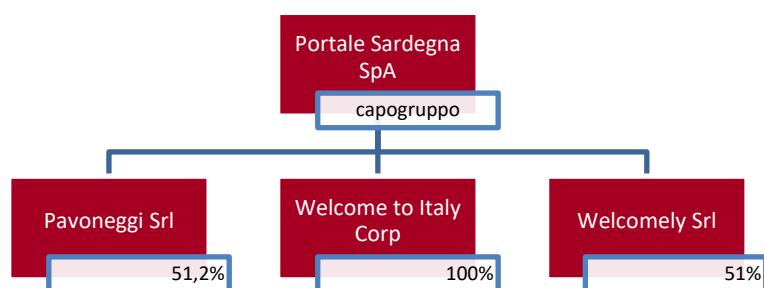
#### 4.1.2 L'evoluzione del gruppo Portale

L'evoluzione del gruppo Portale è così rappresentabile:

- 2001** costituzione di Portale Sardegna S.r.l e del sito di e-commerce Portalesardegna.com
- 2003** acquisisce la licenza di tour operator al fine di ampliare l'offerta dei propri servizi di viaggio
- 2004** apre l'agenzia di viaggi fisica a Nuoro con la denominazione Atlantidea e promuove programmi dedicati alla clientela
- 2015** acquisisce sia il portale web "*Sardegne.com*", realizzata attraverso il conferimento per un controvalore pari a Euro 360.000 del ramo d'azienda comprendente il portale *web*, sia il database clienti e agenzie relativi al portale stesso, per un controvalore complessivo pari a Euro 400.000
- 2017** quotazione all'Euronext Growth Milan
- 2018** acquisto del 100% del capitale sociale di Royal Travel Jet Sardegna S.r.l per un corrispettivo di Euro 1.100.000. Royal Travel Jet Sardegna S.r.l è una società attiva nei servizi di *tour operating online* in Italia, con *focus* sul turismo di lusso, titolare dei marchi del Network Charming
  - " acquisizione indiretta, per il tramite di Royal Travel Jet Sardegna S.r.l, del 51,25% del capitale sociale di Pavoneggi S.r.l, *software-house* titolare di HubCore, piattaforma *all-in-one* per la gestione integrata di servizi turistici interessata al ramo *Information Technology* e alla realizzazione di siti di e-commerce nel turismo.
- 2019** emissione di un prestito obbligazionario della durata di 5 anni per un importo massimo di Euro 4.000.000 al tasso del 5%
- 2020** accordo di partnership con Welcome Travel Group S.p.A, società partecipata al 50% da Alpitour e al 50% da Costa Crociere, per il rilancio del progetto Welcome to Italy e per la creazione di un nuovo modello di Incoming Italy
- 2021** fusione per incorporazione di Royal Travel Jet Sardegna S.r.l in Portale Sardegna S.p.A
  - " costituzione di Welcomely S.r.l e società posseduta al 51% da Portale Sardegna S.p.A. Welcomely S.r.l eroga servizi di *property management*
  - " acquisto del 51,2% delle quote di Pavoneggi S.r.l, *software-house* titolare di Hubcore, piattaforma *all-in-one* per la gestione integrata di servizi turistici interessata al ramo *Information Technology* e alla realizzazione di siti di e-commerce nel turismo.
- 2022** costituzione di Welcome to Italy Corp società americana controllata al 100% da Portale Sardegna S.p.A

Alla data della presente Relazione il gruppo Portale svolge l'attività caratteristica per mezzo della capogruppo Portale Sardegna S.p.A, società operativa specializzata nell'Incoming "B2C" mentre la società controllata Welcomely S.r.l svolge l'attività di *property management* e la controllata Pavoneggi S.r.l è la *software house* impegnata nella gestione dei servizi del Gruppo Portale. La società americana Welcome to Italy Corp. ha l'obiettivo di avviare il progetto di internazionalizzazione del prodotto Welcome to Italy, il sistema di promozione 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 appartenenza.

Il sociogramma del gruppo Portale è il seguente:



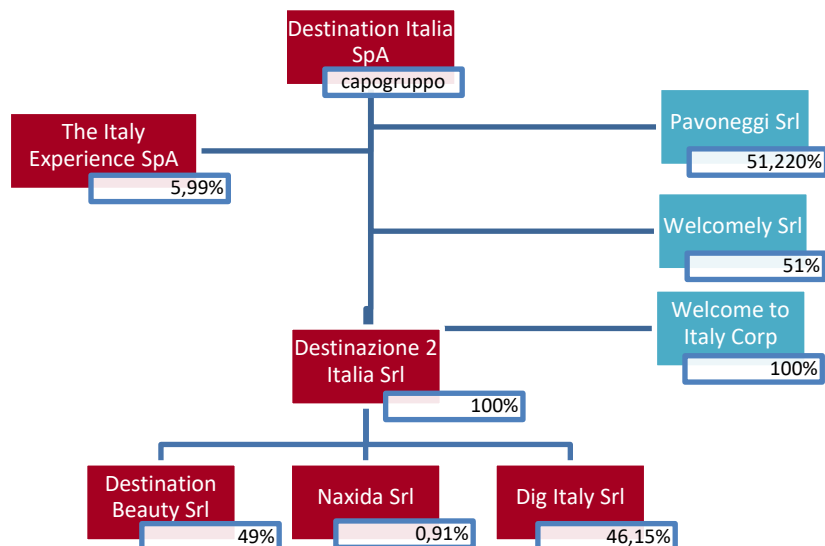
A seguito della riorganizzazione societaria e dell'Operazione Destination possiederà interamente il capitale sociale di Portale e le quote di partecipazioni nelle società minori Pavoneggi S.r.l, Welcome To Italy Corp e Welcomely S.r.l precedentemente partecipate da Portale.

Nella successiva Tabella sono indicati gli azionisti dell' Incorporante che, alla data della nostra Relazione, detengono una quota del capitale sociale o dei diritti di voto superiori al 3%.

Tabella n. 2" Gli azionisti di Portale Sardegna S.p.A"

Società	Capitale Sociale (Euro)	%
Massimiliano Cossu	155.995	9,46
Marco Demurtas	142.632	8,65
Flexagon Holdings Limited	112.720	6,84
Flexagon Industrial Investment Limited	20.578	1,25
Flexagon Capital Solutions LLP	15.500	0,94
Acacia Travel Holding Srl	127.586	7,74
Lamole Srls	110.012	6,67
Marco Zedda	90.214	5,47
MainTower SICAV	110.000	6,67
Flottante	<u>763.623</u>	<u>46,31</u>
<b>Totale</b>	<b>1.648.860</b>	<b>100,00</b>

Il societogramma del gruppo post Fusione sarà il seguente:



Ad esito della Fusione il capitale sociale di Destination sarà posseduto per il 35,51% da Lensed Star S.r.l.<sup>4</sup>, per il 13,09% da Lastminute.com NV, per il 3,34% da Intesa San Paolo, per il 2,36% da Massimiliano Cossu, per il 2,16% da Marco Demurtas, per l'1,93% da Acacia Travel Holding S.r.l, per l'1,71% da Flexagon Holdings Limited<sup>5</sup>, per l'1,67% da Lamole S.r.l.s, per l'1,67% da Main Tower SICAV, per l'1,37% da Marco Zedda, per lo 0,62% da Marco Ficarra, per lo 0,31% da Flexagon Industrial Investment Limited<sup>6</sup>, per lo 0,23% da Flexagon Capital Solutions LLP<sup>7</sup> e per il 34,03% dal Mercato.

#### 4.1.3 L'Accordo Vincolante e la Business Combination

In data 20 ottobre 2022 è stata sottoscritta tra Lensed Star S.r.l (socio per il 47,34% di Destination e società riconducibile a Secondina Giulia Ravera e Giulio Valiante Presidente del CDA di Destination), da una parte, e Massimiliano Cossu (AD e socio di Portale per il 9,46%), dall'altra, una lettera d'intenti non vincolante avente ad oggetto l'operazione di "Business Combination" tra Destination Italia S.p.A e Portale Sardegna S.p.A ("Lettera d'Intenti") volta a disciplinare l'operazione di aggregazione industriale tra Destination e Portale finalizzata a creare un nuovo gruppo integrato sinergicamente attivo nel settore della fornitura di servizi nel settore del turismo (l'"Operazione") soggetta alle relative approvazioni degli organi sociali rispettivamente di Destination e di Portale.

<sup>4</sup> società riconducibile a Dina Ravera, AU di Destination 2, per il 69,93% e a Giulio Valiante per il 30,07%

<sup>5</sup> società riconducibili a Daniele Bartoccioni Menconi

<sup>6</sup> società riconducibili a Daniele Bartoccioni Menconi

<sup>7</sup> società riconducibili a Daniele Bartoccioni Menconi

In data 9 novembre 2022, rispettivamente, il CDA di Destination e il CDA di Portale Sardegna, ciascuno per quanto di rispettiva competenza, hanno approvato l'avvio del processo finalizzato al compimento di tutte le attività e formalità propedeutiche e necessarie ai fini dell'esecuzione dell'Operazione.

In data 25 novembre 2022 è stata sottoscritta tra Destination Italia S.p.A, Portale Sardegna S.p.A, Lensed Star S.r.l (socio per il 47,34% di Destination), Vitaliano Borromeo (socio per il 3,05% di Destination), Massimiliano Cossu (socio per il 9,46% di Portale), e altri soci di Portale Sardegna S.p.A (detentori complessivamente del 42,86% di Portale), una lettera di impegno vincolante avente ad oggetto l'Operazione ad esito della quale Portale Sardegna S.p.A sarà fusa per incorporazioni in Destination Italia S.p.A. La lettera di impegno vincolante definisce i principali *milestones* del processo di approvazione, esecuzione e perfezionamento dell'Operazione, da atto delle rispettive attività di "*Due Diligences*" di natura fiscale, tecnologica/operativa e legale, definisce il rapporto di cambio di 1 a n. 2,45, ovvero ogni azione di Portale sarà cambiata con 2,45 azioni di nuova emissione di Destination conseguentemente, post perfezionamento dell'Operazione, il capitale sociale di Destination sarà detenuto per circa il 75% dagli azionisti di Destination per circa il 25% dagli azionisti di Portale Sardegna.

Previo avveramento delle condizioni sospensive<sup>8</sup>, con decorrenza dalla data di efficacia dell'Operazione le azioni di Portale verranno revocate dalle negoziazioni sul Mercato Euronext Growth Milan e annullate, ed i soci di Portale riceveranno azioni ordinarie di Destination secondo il Rapporto di Cambio.

Destination e Portale hanno condiviso l'opportunità di aggregare i due gruppi societari sulla base delle elevate complementarità degli asset (*know how*, canali distributivi, clientela, tecnologie) e potenziali impatti sinergici che potranno portare alla creazione di un leader dell'intermediazione turistica italiana con focus su clientela soprattutto internazionale enfatizzando le componenti esperienziali del prodotto (non solo *accommodation*). Gli aspetti distintivi della "*business combination*" sono stati individuati nella:

- integrazione dei Canali "*B2B*" e "*B2C*": con la possibilità di far leva sull'expertise "*B2C*" di Portale e "*B2B*" di Destination;
- focus sull'offerta turistica esperienziale - "*Viaggio su misura*": potenziamento dell'offerta di servizi esperienziali grazie al know-how di entrambe le società relativo alla creazione di pacchetti turistici la cui commercializzazione è scalabile in virtù dell'approccio multi market place della piattaforma tecnologica Hubcore;
- focus sul segmento luxury (not only mass-market): con la possibilità di far leva sul posizionamento della clientela internazionale *high spending* di Destination;
- elevata esposizione al mondo finanziario e istituzionale: con la possibilità di far leva sul network di investitori finanziari e industriali connesso al *management team* di Destination;

---

<sup>8</sup> entro il 27/01/2023: (i) conferma rispettivamente da parte di Destination e di Portale della volontà di procedere con esecuzione dell'Operazione per effetto dell'esito positivo della *Due Diligence*, da rilasciarsi formalmente lo stesso giorno in cui si terrà la riunione dei CDA chiamati a deliberare l'Operazione e(ii) rilascio - ove necessario ai sensi della applicabile regolamentazione di EGM ovvero richiesto da Borsa Italiana S.p.A. - da parte dell'EGA e delle società delle dichiarazioni previste dalla regolamentazione EGM al fine dell'effettuazione dell'Operazione.

- massimizzazione del network internazionale: le partnerships strategiche già avviate e quelle da avviare a partire dal mercato USA e Asiatico, consentiranno di massimizzare i risultati della nuova realtà;
- tecnologia proprietaria a disposizione di Destination che si integra con l'offerta del territorio (strutture ricettive), i contenuti inseriti dai Local Expert, la fabbrica prodotto 4.0 e mezzi di trasporto navale (GDS navi).

In sintesi, dall'Operazione nascerebbe un operatore integrato orizzontalmente con un vantaggio competitivo tecnologico, una base clienti globale, un prodotto turistico esperienziale, assistito da una spinta istituzionale.

## **4.2 Descrizione sintetica dell'Operazione**

L'Operazione consiste nell'aggregazione industriale (c.d. "*business combination*") delle attività del gruppo a cui è a capo Destination con le attività del gruppo a cui è a capo Portale, da realizzarsi mediante Fusione. Quest'ultima prevede l'incorporazione di Portale in Destination, ai sensi e per gli effetti di cui agli Articoli 2501 e seguenti del codice civile.

La Fusione comporterà, alla data di efficacia della stessa, l'estinzione dell'Incorporanda ed il subentro a titolo universale di Destination in tutte le attività e le passività, come i diritti e gli obblighi di Portale.

Destination darà attuazione alla Fusione mediante l'emissione di nuove azioni ordinarie, prive di indicazione del valore nominale espresso e a godimento regolare, che verranno assegnate ai soci di Portale in proporzione al capitale da essi detenuto nell'Incorporanda. Il Rapporto di Cambio è stato definito sulla base dei criteri e dei calcoli come illustrato nel successivo paragrafo 5.5.2 "La determinazione del Rapporto di Cambio". L'aumento di capitale a servizio del concambio sarà liberato con l'utilizzo della "*riserva da soprapprezzo azioni*".

La Fusione determina altresì l'annullamento della totalità del capitale sociale di Portale Sardegna S.p.A.

Sulla base di quanto precede – e più in particolare delle predette sinergie di carattere industriale, commerciale e finanziario – le Società partecipanti ritengono che il nuovo gruppo, risultante dalla Fusione, rappresenti la base per un ulteriore sviluppo, anche mediante successive aggregazioni e/o acquisizioni, e che possa portare Destination, *post* Fusione, a svolgere un ruolo di riferimento tra i primari operatori di mercato nel settore del turismo e nelle relative nicchie di riferimento.

## **4.3 Le società coinvolte nella Fusione e la loro governance**

Le società coinvolte nell'operazione e la loro governance sono le seguenti:

- (i) il capitale sociale, i soci e il numero di azioni e/o quote delle Società coinvolte nella Fusione sono i seguenti:

La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni

Tabella n. 3 "Capitale sociale (in Euro), i soci e il n° di azioni e/o quote"

Società	Cap Sociale	Soci	%	Azioni	
				Numero	Tipo
Destination	10.275.489,77	1	100	12.130.100	Ordinarie
Portale	82.443,57	2	100	1.648.860	Ordinarie

1 47,34% Lensed Star S.r.l, 29,94 Mercato, 17,45% Lastminute.com NV<sup>9</sup>, 4,46% Intesa San Paolo, 0,82% Marco Ficarra

2 46,31% Mercato, 9,46% Massimiliano Cossu, 8,65% Marco Demurtas, 6,84% Flexagon Holdings Limited

(ii) gli Amministratori e gli Organi di Controllo sono i seguenti:

Tabella n. 4 "Gli Organi Amministrativi e di Controllo"

Descrizione	Destination	Portale
Presidente CDA	Valiante Giulio	Atzeri Andrea
AD	-	Cossu Massimiliano
Consigliere	Colombo Edoardo	Atzeri Gian Luca
Consigliere	Simonetti Daniele	Di Davide Riccardo Maria
Consigliere		Demurtas Marco
Presidente Coll Sindacale	Sarubbi Stefano	La Croce Antonio
Membro	Magrì Alberto Carlo	Caboni Andrea
Membro	Venturini Alberto	Manca Francesco
Revisore Contabile	Crowe Bompani S.p.A	Audirevi S.p.A

Amministratori e Sindaci di Destination scadono con l'approvazione del bilancio chiuso al 31 dicembre 2022 mentre la società di revisione contabile scade con l'approvazione del bilancio chiuso al 31 dicembre 2024. Amministratori, Sindaci e società di revisione contabile di Portale scadono con l'approvazione del bilancio chiuso al 31 dicembre 2024.

Alla data della presente Relazione gli Strumenti Finanziari<sup>10</sup> di Destination e le azioni di Portale sono quotati su EGM. In particolare si riporta che l'ammissione alla quotazione di Destination è avvenuta in data 15 ottobre 2021 e nell'ambito del collocamento Destination ha raccolto circa Euro 3.500.000 mentre quella di Portale è avvenuta in data 14 novembre 2017 e nell'ambito del collocamento Portale ha raccolto circa Euro 1.300.000.

### 4.3.1 L'Attività svolta dal gruppo Destination

Il gruppo Destination è composto da Destination Italia S.p.A che controlla al 100% Destination 2 Italia S.r.l<sup>11</sup>. Destination Italia è una PMI Innovativa, costituitasi in data 28 settembre 2016,

<sup>9</sup> società quotata alla borsa di Zurigo SIX Swiss Exchange

<sup>10</sup> Destination: azioni ordinarie e warrant; Portale: azioni ordinarie e prestito obbligazionario

<sup>11</sup> costituita in data 14 dicembre 2016

operante nel settore del turismo Incoming "B2B" e risulta essere uno dei *leader* di questo segmento nel mercato italiano. In particolare, il gruppo si occupa di aggregare e strutturare le varie offerte proposte da *provider* e strutture ricettive presenti sul territorio italiano al fine di canalizzare la domanda di agenzie di viaggio e *tour operator* esteri globali che ricercano, per i propri clienti finali, pacchetti di viaggio ed esperienze personalizzate legate a servizi turistici in generale.

Il gruppo è in grado di svolgere questa attività attraverso l'utilizzo di una piattaforma tecnologica "Incoming Marketplace" accessibile sia dagli oltre 1.000 *tour operator* e *travel agency* internazionali, dislocati in 85 stati differenti (tra cui si annoverano a scopo illustrativo e non esaustivo Stati Uniti d'America, Australia, Canada e Russia), che hanno proposto servizi turistici ad oltre 500.000 viaggiatori, sia dalle oltre 10.000 strutture ricettive e turistiche presenti sul territorio italiano.

Il gruppo svolge la propria attività attraverso due marchi differenti di proprietà di Destination, il marchio Destination Italia dedicato al turismo incoming e il marchio "SONO" dedicato a viaggi di lusso da svolgere sempre sul territorio italiano e sempre rivolto a tour operato



L'offerta può essere suddivisa in n°3 segmenti principali:

1. servizi XML: un canale di vendita online implementato nel 2019 e ancora in corso di sviluppo per erogare i pacchetti turistici del gruppo in tutto il mondo;
2. segmento Lusso, coperto attraverso il brand "SONO": questo comparto comprende un insieme di pacchetti e servizi atti a soddisfare una clientela più esigente, proponendo esperienze distintive e un servizio di qualità;
3. segmento Mainstream: questo comparto rappresenta un insieme di pacchetti e servizi che hanno per oggetto mete italiane molto popolari.

Nella Tabella successiva sono riportati i principali dati finanziari del gruppo Destination relativi al triennio 2019/2021:

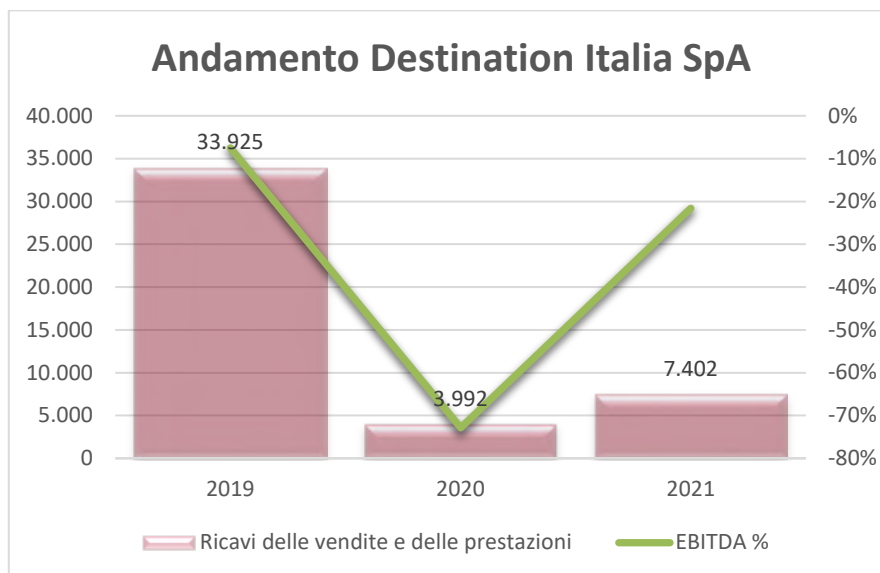
Tabella n.5 "Andamento economico del gruppo Destination nel triennio 2019/2021"

Descrizione	2019	2020	2021
Ricavi	33.925	3.992	7.402
EBITDA	(2.545)	(2.909)	(1.600)
Perdita	(2.892)	(2.445)	(1.974)

Nel triennio 2019/2021 i ricavi diminuiscono di circa Euro 26.523.000 infatti passano da circa Euro 33.925.000 del 2019 a circa Euro 7.402.000 del 2022, l'EBITDA pur rimanendo sempre negativo migliora di circa Euro 945.000 passando da circa Euro (2.545.000) del 2019 a circa Euro (1.600.000) del 2022 e la perdita si mantiene mediamente pari a circa Euro 2.437.000. Da



colloquio con il *management* emerge che il 2022 segna il ritorno alla quasi normalità conseguentemente i ricavi sono attesi in forte crescita rispetto al biennio passato.



La significativa riduzione dei ricavi nel 2020 e 2021 è dovuta agli effetti pandemici che hanno colpito l'intero settore turistico; inoltre va anche precisato che le perdite realizzate negli stessi anni sarebbero state ancora peggiori se la società non avesse beneficiato degli effetti positivi derivanti dalla sospensione degli ammortamenti concessa da specifiche norme di legge pensate dal legislatore per gestire lo stato di emergenza.

Destination attualmente possiede direttamente e indirettamente la seguente società:

#### **Destination Italia 2 S.r.l (100%)**

Costituita nel 2016 è operativa e specializzata nell'Incoming "B2B". La società opera con l'utilizzo della piattaforma "Incoming Marketplace" per gli intermediari Travel con un modello di servizio digitale e customizzato, con il quale i tour operators (più di mille) e le travel agency internazionali dislocate in 85 stati differenti vengono connessi con l'ecosistema di offerta turistica italiana. Inoltre alla stessa piattaforma sono connessi circa 10.000 experience provider, quali hotel, guide, altre esperienze turistiche di qualità. Destination 2 a sua volta possiede: Destination Beauty S.r.l, DIG Italy S.r.l e Naxida S.r.l allo 0,91%.

#### **Destination Beauty S.r.l (49%)**



Costituita nel dicembre 2022 è una *start-up* dedicata a promuovere l'Italian Beauty posseduta per il rimanente 51% da Francesco Fiume, imprenditore e *leader* nel settore *beauty & well-being*,



operativo da anni a Milano, dove cura il *look* di personalità dello spettacolo, dello sport, della comunicazione, dell'industria e della politica

Il *target* principale Destination Beauty è composto dai turisti stranieri alto-spendenti che viaggiano in Italia con SONO Travel Club, il *luxury brand* di Destination. Destination Beauty darà loro la possibilità di vivere, durante la permanenza in Italia, un'esperienza "trasformativa" del *look* personale, dall'*hair style* al *make-up*, dalla scelta degli abiti ideali in base al *body profile*, ai piccoli interventi di chirurgia estetica, accompagnati in ogni passo dal talento degli esperti di Destination Beauty. Si segnala infine che Destination ha un'opzione di acquisto sulle quote per accrescere la propria partecipazione dal 49% al 60%.

### **Dig Italy S.r.l (46,15%)**



Costituita nel maggio 2022 Dig Italy S.r.l è una *start-up* innovativa di *e-commerce* e *market maker* dei prodotti/esperienze italiane di eccellenza, dedicata al turismo *incoming* con la missione di soddisfare la domanda di prodotti italiani di qualità - proveniente da High Net Worth Individual, clienti di Destination - connettendola con il palcoscenico italiano rappresentato dalle PMI produttrici dell'eccellenza gastronomica, del *fashion* ed arredamento, dalla cultura di Borghi tra i più belli d'Italia e dalla ristorazione di qualità a kilometro zero. La parte rimanente del capitale di Dig Italy S.r.l pari al 53,85% è posseduta da un *team* di imprenditori e professionisti di elevato *standing*, i cui servizi di *e-commerce*, andranno ad integrare il portafoglio di Destination. Dig-Italy costituisce un ulteriore passo in avanti verso la creazione di un polo del turismo *tech* in grado di offrire ai turisti internazionali la connessione e l'accesso ad una grande vetrina di prodotti e servizi dell'eccellenza italiana rendendo i loro soggiorni in Italia. Si segnala infine che Destination ha un'opzione di acquisto sulle quote per accrescere la propria partecipazione dal 46,15% al 51%

### **The Italy Experience S.p.A (5,99%)**



The Italy Experience S.p.A è il veicolo costituito per la creazione di un polo di eccellenza volto a valorizzare il turismo esperienziale nelle mete del Sud Italia. Nel progetto sono coinvolte CDP Venture Capital SGR, attraverso il fondo "Italia Venture II - Fondo Imprese Sud", in qualità di *lead investor*, S.M.P. Holding S.r.l., in qualità di co-investitore, e i soci fondatori della stessa The Italy Experience S.p.A. Il progetto ha l'obiettivo di aggregare soggetti altamente specializzati nell'offerta turistica esperienziale, basata sull'erogazione di attività con un forte impatto emozionale, creando una piattaforma unica di servizi, localizzati in particolare nelle regioni del Mezzogiorno, rivolta principalmente al turismo straniero in Italia. Destination, anche tramite la sua controllata Destination 2, concorrerà allo sviluppo del nascente polo attraverso la commercializzazione, mediante la propria piattaforma, di servizi turistici forniti da The Italy Experience S.p.A e, allo stesso tempo avrà, attraverso un meccanismo di *work for equity*, subordinatamente al raggiungimento di determinati obiettivi commerciali da rendicontarsi con riferimento al triennio 2022-2024 (con possibilità di estensione di un ulteriore anno), la

possibilità di incrementare la partecipazione in The Italy Experience S.p.A. Nel contesto di tale operazione, Destination avrà anche la possibilità di esercitare un'opzione call nei prossimi 3-4 anni per acquisire la maggioranza di The Italy Experience S.p.A.

Alla data della presente Relazione la parte rimanente del capitale di The Italy Experience S.p.A pari al 94,01% è posseduta da CBPM S.r.l per l'80% da CDP Venture Capital SGR S.p.A per il 10% e da S.M.P Holding S.r.l per il 4%. Si segnala infine che Destination ha un'opzione di acquisto sulle quote e un contratto di work for equity che congiuntamente, potrebbero consentirle di accrescere la propria partecipazione dal 5,59% ad almeno il 70%.

### **Naxida S.r.l. (0,91%)**

E' una società che ha come missione la riqualificazione del Borgo di Naso, un comune siciliano situato in collina di fronte alle Eolie, che ha un grandissimo potenziale di attrazione per il turismo degli alto spendenti. Tra le varie peculiarità ce n'è una di grande rilevanza per la promozione internazionale: Naso ha una cittadina onoraria di eccellenza, Lady Gaga il cui cognome è Germanotta, essendo il comune di origine della famiglia dell'artista e il palazzo Germanotta rappresenta l'edificio principale del nostro albergo diffuso a 5 stelle.

Il progetto vede la partecipazione di attori di primo piano, oltre a Destination Italia: Invitalia, Banca Intesa, la catena alberghiera Marriott, alcuni Fondi immobiliari, Imprenditori locali e prevede un investimento di circa 65mn di euro, a cui faranno fronte i soci finanziari (Invitalia, Intesa San Paolo e i Fondi immobiliari). Il ruolo di Destination Italia è di costruire al meglio l'offerta turistica esperienziale di interesse dei turisti alto-spendenti stranieri e sarà di cruciale importanza per la promozione della destinazione alla propria clientela esclusiva.

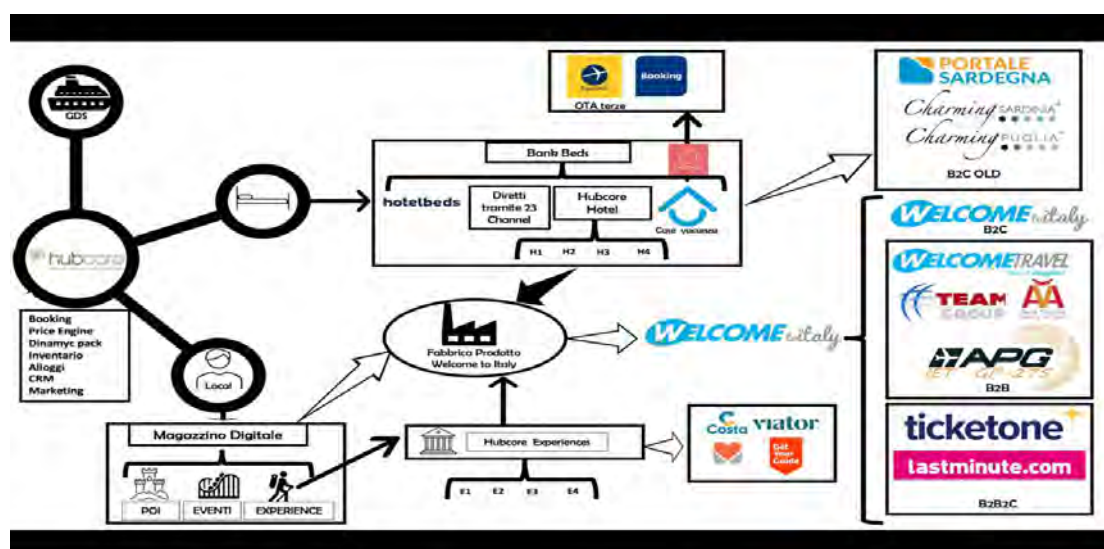
La quota di Destination passerà dall'attuale 0,91% al 10% nel momento in cui verrà fatto il prossimo aumento di capitale previsto verso fine Giugno 2023, ovvero nel momento in cui Invitalia darà l'approvazione finale del Contratto di sviluppo che prevede il suo apporto di Euro 20.000.000 a fondo perduto.

### **4.3.2 L'Attività svolta da Portale**

Portale Sardegna S.p.A., nata con specializzazione regionale nel segmento "Incoming", opera nel settore del turismo da oltre vent'anni in qualità di Online Travel Agency ("OTA"). La società dispone di un portafoglio di sistemi *software* e marchi di proprietà (Portalesardegna.com e i siti del *Network Charming*) ed opera prevalentemente nel mercato "B2C" nelle destinazioni Sardegna, Puglia, Sicilia e Toscana con clientela italiana e internazionale. Inoltre, nel triennio pregresso, ha sviluppato, attraverso una partnership strategica con Welcome Travel Group S.p.A. in esclusiva per l'Italia, 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. Sono questi ultimi che inseriscono nel Magazzino digitale i contenuti unici del territorio per poi, attraverso la fabbrica prodotto, costruire i viaggi *smart*, pacchetti dinamici che, oltre a valorizzare i contenuti, consentono al cliente di personalizzare il proprio viaggio. Altro elemento fondamentale e distintivo del modello di *business* è l'assistenza in loco degli stessi Local Expert.

La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni

Il gruppo Portale Sardegna è, inoltre, proprietario della piattaforma tecnologica "HubCore" (alcune sezioni appartengono direttamente a Portale, altre sezioni sono di proprietà della controllata Pavoneggi S.r.l.), che gestisce tutti i siti del gruppo Portale e che esprime diverse soluzioni di processo adattabili, scalabili ed economicamente sostenibili, mettendo a disposizione differenti prodotti e servizi nel turismo. Portale 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* ed esperienze attraverso le *property* digitali specializzate nei diversi segmenti di clientela italiana e straniera. L'ecosistema "HubCore" è così rappresentabile



Alla data della presente Relazione, Portale è titolare delle seguenti partecipazioni:

### Pavoneggi S.r.l (51,2%)



Pavoneggi S.r.l è una *software-house* titolare di "HubCore", la piattaforma software *All-in-One* per il turismo online. Hubcore rappresenta in questo momento una delle piattaforme più all'avanguardia nel mercato poiché in grado di gestire tutti gli *stake holder* del turismo garantendo disponibilità immediate, *usability* operativa, dinamicità. Negli anni 2020 e 2021 Portale ha effettuato degli investimenti diretti per lo sviluppo tecnologico di HubCore che hanno portato all'acquisizione diretta della proprietà intellettuale di alcune sezioni del software e, sul piano commerciale, all'incremento di valore dell'asset immateriale nel suo complesso. Gli ultimi investimenti effettuati nel corso degli anni di fatto aprono il mondo non *captive* ad Hubcore ma in una modalità che sia comunque profittevole per la capogruppo. La parte rimanente del capitale di Pavoneggi S.r.l pari al 48,8% è posseduta per il 40,00% da FA Travel S.r.l e per l'8,8% da 3C Lab S.r.l.

Una volta ultimati gli ultimi investimenti la società prevede di lanciare sul mercato i seguenti prodotti:

**Hubcore Destination marketing:** si tratta della piattaforma oggi utilizzata da Welcome to Italy, un modello completo in grado di gestire gli attrattori locali, le experience, la ricettività, la pachettizzazione in un modo estremamente innovativo. I futuri utilizzatori di Hubcore Destination in avranno a disposizione tutti i 5000 contenuti del magazzino digitale inseriti dai *Local Expert* ma soprattutto uno sbocco a tutti i canali distributivi che il gruppo Portale ha in questo momento contrattualizzato.

**Hubcore Hotel:** offre all'hotel la possibilità di avere il proprio sito agganciato a tutti i market places ma contestualmente avere a disposizione due opportunità fondamentali:

- l'accesso a tutti i nostri market places e alle OTA più importanti
- la possibilità di utilizzare i contenuti del Magazzino Digitale (Point of Interest, Experiences, Eventi) e quindi poter costruire dei pacchetti tematici utili per la «conquista» di nuovi mercati.
- strumenti di *Business Intelligence* per conoscere perfettamente il proprio mercato

**Hubcore Experiences:** dare la possibilità agli operatori che propongono esperienze di poter utilizzare direttamente Hubcore con la possibilità di:

- gestire la sincronizzazione delle disponibilità nelle varie OTA
- accedere a differenti Market Place
- inserire le loro esperienze all'interno dei pacchetti del mondo Welcome to Italy

### **Welcomely S.r.l (51%)**



Welcomely S.r.l nasce con la finalità di sviluppare il settore *extra* alberghiero attraverso la creazione e la gestione di una rete capillare di *property manager* nella destinazione Sardegna e dal 2023 nel resto d'Italia, in continuità con la crescita e il consolidamento della rete di Portale Sardegna Point

all'interno di un sistema di progettualità complessa promossa da Portale Sardegna S.p.A con il supporto del partner commerciale Bentu Experience S.r.l.s.. La costituzione di Welcomely S.r.l, in tale direzione, esprime l'azione strategica di consolidamento che mira a capitalizzare i risultati operativi e di gestione del progetto pilota "Portale Sardegna Point", attraverso la centralizzazione della titolarità dei contratti con i proprietari e l'internalizzazione delle attività chiave per la gestione di un portafoglio immobiliare diffuso, in un'ottica di crescita su scala nazionale.

Alla data della presente Relazione la parte rimanente del capitale di Welcomely S.r.l pari al 49% è posseduta da Bentu Experience S.r.l. Portale, vanta comunque un diritto di prelazione sulle quote possedute da Bentu Experience S.r.l.

### **Welcome to Italy Corp (100%)**



Costituita nel settembre 2022, ha sede a New York con l'obiettivo di avviare il progetto di

---

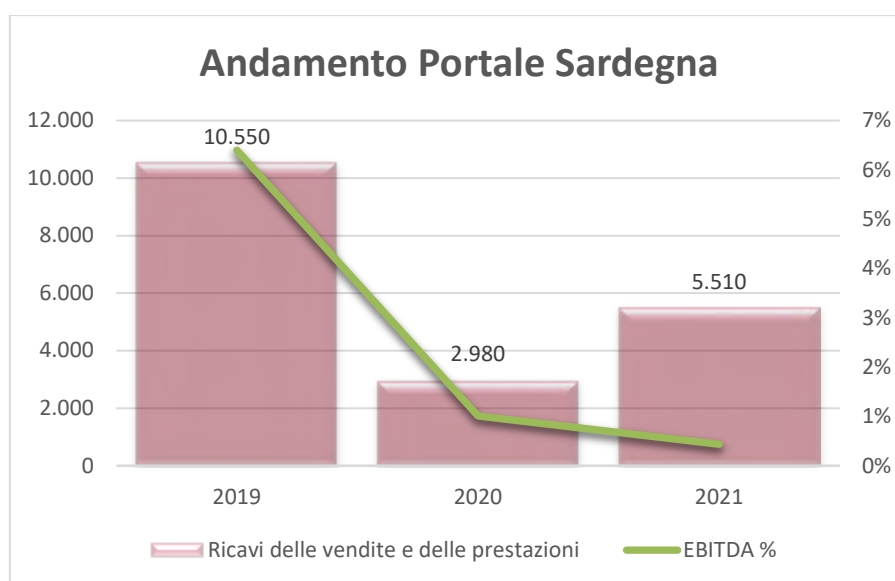
internazionalizzazione del prodotto Welcome to Italy, il sistema di promozione e distribuzione turistica locale su scala nazionale che intende trasformare il patrimonio turistico italiano in prodotti turistici che possano realizzare flussi incoming nei territori di appartenenza.

Nella successiva Tabella sono riportati i principali dati economici del gruppo Portale relativi al triennio 2019/2021:

Tabella n.6 " Andamento economico del gruppo Portale nel triennio 2019/2021"

Descrizione	2019	2020	2021
Ricavi	10.550	2.980	5.510
EBITDA	675	30	24
Perdita	(66)	(235)	(230)

Nel triennio i ricavi decrescono di Euro circa 5.040.000 infatti passano da circa Euro 10.550.000 del 2019 a circa Euro 5.510.000 del 2021, l'EBITDA decresce di circa Euro 651.000 passando da circa Euro 675.000 del 2019 a circa Euro 24.000 del 2021 e la perdita cresce di circa Euro 164.000 passando da Euro (66.000) del 2019 a circa Euro (230.000) del 2021. Da colloquio con il *management* emerge che il 2022 segna il ritorno alla quasi normalità conseguentemente i ricavi sono attesi in forte crescita rispetto al biennio passato.



La significativa riduzione dei ricavi nel 2020 e 2021 è dovuta agli effetti pandemici che hanno colpito l'intero settore turistico; inoltre va anche precisato che le perdite realizzate negli stessi anni sarebbero state ancora peggiori se la società non avesse beneficiato degli effetti positivi derivanti dalla sospensione degli ammortamenti concessa da specifiche norme di legge pensate dal legislatore per gestire lo stato di emergenza.

## **5 I METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO**

Gli organi amministrativi delle Società partecipanti alla Fusione sono giunti alla determinazione del Rapporto di Cambio a seguito di una ponderata valutazione, tenendo conto della natura dell'operazione ed adottando metodi di valutazione comunemente utilizzati, anche a livello internazionale, per operazioni di tale natura, per imprese operanti nei settori di riferimento ed adeguati alle caratteristiche di ciascuna Società partecipante alla Fusione.

Ai fini dell'analisi dell'operazione e della propria valutazione del Rapporto di Cambio, i CDA di Destination e quello di Portale hanno tenuto conto delle considerazioni valutative del *Financial Advisor*.

La scelta dei metodi di valutazione, le descrizioni delle metodologie utilizzate dagli Amministratori, le difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori e i risultati emersi dalle valutazioni effettuate dagli Amministratori sono riportate nei successivi paragrafi.

### **5.1 La scelta del metodo di valutazione**

Nella fusione tra società, l'obiettivo della valutazione è la determinazione dei valori relativi dei capitali economici e del conseguente Rapporto di Cambio, cioè della proporzione fra il numero delle azioni della società incorporanda ed il numero delle azioni che l'incorporante assegna ai soci dell'incorporanda. Lo scopo principale delle valutazioni delle società interessate da fusioni, quindi, più che la stima dei valori assoluti del capitale economico, è rappresentato dall'ottenimento di valori relativi raffrontabili ai fini della determinazione del rapporto di cambio. Le società oggetto dell'operazione devono pertanto essere valutate in base a criteri omogenei, in modo che i risultati delle analisi valutative siano pienamente confrontabili.

Come indicato nelle rispettive Relazioni degli Amministratori, gli organi amministrativi di Destination e di Portale, preso atto delle considerazioni valutative elaborate dall'Advisory Finanziario, hanno selezionato i criteri di valutazione ritenuti più coerenti con le finalità dell'analisi, che consistono nella determinazione del Rapporto di Cambio tra le azioni di Destination e le azioni di Portale nell'ambito della Fusione.

La selezione dei metodi di valutazione è stata operata, come di consueto nella prassi professionale, nell'intento di identificare valori significativamente raffrontabili per la determinazione del Rapporto di Cambio, avendo riguardo agli azionisti e ai soci delle Società partecipanti alla Fusione. Al fine di esprimere valori raffrontabili, per la determinazione del Rapporto di Cambio sono state quindi adottate dagli Amministratori metodologie di valutazione per le Società partecipanti alla Fusione in ipotesi di continuità gestionale delle aziende in oggetto, ed i relativi risultati non possono essere considerati rappresentativi di una valutazione a sé stante delle due Società partecipanti alla Fusione, né messi a confronto con eventuali prezzi di acquisizione o cessione. Dette valutazioni possono quindi differire rispetto ad altre valutazioni effettuate in contesti o con finalità diverse, anche con riguardo alla selezione dei criteri e delle metodologie utilizzati.

Gli Amministratori sottolineano che i valori, determinati sulla base dei presupposti precedenti, indicati nei paragrafi che seguono, non riflettono il valore derivante dalle sinergie conseguenti all'integrazione delle due aziende.



Tenuto conto di quanto precede, anche sulla base di quanto indicato dall'Advisory Finanziario di Destination e di Portale, gli Amministratori di entrambe le Società hanno scelto come metodologia valutativa il DCF anche per tener conto delle medesime caratteristiche delle Società (entrambe operative nel settore turistico e più precisamente Destination è specializzata nel "B2B" mentre Portale lo è nel "B2C"); inoltre non hanno utilizzato i metodi di controllo in quanto esplorati ma non rappresentativi di valutazioni ragionevoli e comparabili (si vedano i motivi del mancato utilizzo dei metodi di controllo nel successivo paragrafo 5.3.3 "Metodi di Controllo").

## **5.2 La data di riferimento**

Ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2501-*quater* del codice civile, la Fusione verrà deliberata sulla base delle situazioni patrimoniali al 30 settembre 2022 sia per quanto attiene all'Incorporante che all'Incorporanda; tuttavia ai fini valutativi gli organi amministrativi delle Società hanno preso come base di partenza i valori patrimoniali, economici e finanziari proiettati al 31 dicembre 2022.

L'Esperta ritiene ragionevole e condivisibile l'approccio seguito dagli organi amministrativi delle Società partecipanti alla Fusione anche alla luce del fatto che tale differente base di partenza non ha compromesso i risultati emersi dai metodi di valutazione utilizzati; inoltre nel trimestre ottobre/dicembre 2022 non si sono verificati eventi e/o fatti successivi che possano avere un impatto particolarmente significativo sulla situazione al 30 settembre 2022.

## **5.3 Descrizione delle metodologie utilizzate dagli Amministratori**

La descrizione dei metodi principali e di controllo utilizzati dagli Amministratori sono dettagliatamente riportati nei successivi paragrafi.

### **5.3.1 Metodi principali**

Come riportato precedentemente, gli Amministratori delle Società hanno utilizzato come metodi principali il DCF per le valutazioni di entrambe le Società. Il DCF è stato utilizzato per determinare il valore del capitale della società, in considerazione delle caratteristiche di tale metodo, quali la flessibilità e la capacità di cogliere e valutare la generazione di cassa, la redditività, la crescita e il profilo di rischio specifici della società.

Il metodo del DCF prevede l'attualizzazione dei flussi monetari che la società sarà in grado di generare e stima il valore economico di un'azienda sulla base dei seguenti aggregati:

- flussi di cassa operativi netti attualizzati che la società sarà presumibilmente in grado di generare in un periodo di previsione analitico esplicito
- flussi di cassa operativi netti attualizzati stimati successivamente al periodo di previsione esplicita (il valore terminale, calcolato come valore attuale di una rendita perpetua di ammontare pari ad un flusso di cassa operativo netto ritenuto sostenibile in "Perpetuity")

il tutto al netto dell'indebitamento finanziario e degli interessi di terzi, come espresso dalla seguente formula:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1 + WACC)_t} + \frac{VT}{(1 + WACC)_n} + IFN$$

dove:

W= Valore del capitale economico della società

FC<sub>t</sub> = Flusso di cassa operativo netto annuale atteso nel periodo t

VT= Valore Terminale

IFN = Indebitamento Finanziario Netto al momento t=0

N = Numero di periodi di proiezioni

WACC = Costo medio ponderato del capitale (Weighted Average Cost of Capital)

I flussi di cassa operativi netti sono relativi all'attività caratteristica della società oggetto di valutazione. Tali flussi sono stimabili come segue:

- + Reddito operativo
- effetto fiscale figurativo sul reddito operativo
- = *NOPAT (Net Operating Profits After Taxes)*
- + ammortamenti/accantonamenti/svalutazioni non monetarie
- +/-  $\Delta$  capitale circolante netto
- +/-  $\Delta$  fondi
- investimenti netti
- = *Flusso di cassa operativo netto*

Il Valore Terminale, invece, rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa operativi netti previsti per il periodo successivo all'orizzonte temporale esplicito di riferimento; esso è stimato come segue:

$$VT = \frac{FCF_{(n+1)}}{(WACC - g)}$$

dove:

g = tasso nominale di crescita perpetuo del flusso di cassa operativo netto atteso nel periodo successivo al periodo esplicito

$FCF_{t(n+1)}$  = flusso di cassa operativo normalizzato (sostenibile) dal primo anno dopo il periodo esplicito di previsione (n)

WACC = costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital*)

Il tasso utilizzato per l'attualizzazione dei flussi di cassa operativi netti attesi e del valore terminale è calcolato come media ponderata del costo del capitale proprio e dell'indebitamento mediante la seguente formula:



$$WACC = \left( \frac{D}{D + E} \right) \times K_d \times (1 - t) + \left( \frac{E}{D + E} \right) \times K_e$$

dove:

D = indebitamento finanziario proprio della società

E = valore del capitale proprio della società

$K_d$  = costo dell'indebitamento

$K_e$  = costo del capitale proprio

Il costo del capitale di debito rappresenta il tasso di finanziamento a lungo termine applicabile a società o attività economiche di simile rischiosità rettificato della componente fiscale. Il costo del capitale proprio riflette il rendimento atteso dell'investitore e viene stimato nella prassi prevalente sulla base del Capital Asset Pricing Model (CAPM), definito dalla seguente formula:

$$K_e = R_f + \beta \times R_m + R_s$$

dove:

$R_f$  = (*Free Risk premium*) tasso di rendimento delle attività prive di rischio

$\beta$  = fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un'azione e il rendimento complessivo del mercato azionario di riferimento

$R_m$  = (*Market risk premium*) premio di rendimento richiesto dal mercato azionario di riferimento rispetto ad investimenti privi di rischio

$R_s$  = (*Specific risk premium*) eventuale premio di rendimento specifico attribuito alla società rispetto alle caratteristiche delle aziende quotate;

L'applicazione del metodo DCF ha comportato quindi le seguenti fasi operative:

- stima dei flussi di cassa relativi al periodo di proiezione esplicita dei risultanti delle proiezioni economico-finanziarie dei Piani delle società oggetto di fusione.
- attualizzazione dei flussi di cassa sopra descritti attraverso l'utilizzo di un appropriato tasso di sconto
- stima del Terminal Value. In particolare, il Terminal Value è stato calcolato prendendo come riferimento il flusso di cassa dell'ultimo periodo di proiezione esplicita, opportunamente rettificato per tener conto del normale andamento del CCN e degli investimenti, sulla base della formula della rendita perpetua crescente e l'applicazione di un tasso di crescita di lungo periodo ("g") appropriato oltre che attualizzato
- all'Enterprise Value così ottenuto è stato sottratto il valore di bilancio dell'indebitamento finanziario netto, eventualmente opportunamente rettificato;
- non sono stati evidenziati surplus di asset quali partecipazioni non consolidate e/o immobili non strumentali all'attività ordinaria;
- non vi sono *minorities* da considerare

Gli Amministratori hanno così ottenuto un valore del capitale economico di Destination<sup>12</sup> pari a Euro 19.487.000 (*Enterprise Value*) a cui sottraendo la PFN di Euro 1.795.000 sono giunti a un *Equity Value* di Euro 17.692.000 mentre il valore del capitale economico di Portale<sup>13</sup> è risultato pari a Euro 11.459.000 (*Enterprise Value*) a cui sottraendo la PFN di Euro 5.641.000 sono giunti a un *Equity Value* di Euro 5.818.000.

### **5.3.2 Metodi di controllo**

Gli organi amministrativi di entrambe le Società hanno cercato di applicare i seguenti metodi di controllo: i) i Multipli da Transazioni comparabili<sup>14</sup> e ii) i Multipli di Mercato di società comparabili quotate; tuttavia entrambe le metodologie, applicate in modo rigoroso e ragionato e cioè partendo dall'estrazione di un campione di società appartenenti allo stesso settore con quello, alla formazione di una short list di imprese comparabili, alla pulizia del campione con l'eliminazione dei multipli privi di significato non hanno consentito di arrivare alla scelta finale dei multipli appropriati ai fini della valutazione di Destination e di Portale. In particolare:

- la metodologia delle Transazioni Comparabili ha presentato alcuni limiti, stante la difficoltà di identificare precisamente gli effettivi comparabili delle Società oggetto di valutazione. Tali limiti sono relativi alle differenze che si sono presentate in termini di tipologia di attività svolta, dimensioni, grado di diversificazione delle attività, grado di diversificazione internazionale, governance e politiche finanziarie;
- data la natura dei Multipli di Mercato<sup>15</sup>, è risultata particolarmente critica l'affinità, da un punto di vista operativo e finanziario, fra le società incluse nel campione di riferimento e le Società oggetto di valutazione. La significatività dei risultati è risultata compromessa stante la scarsa confrontabilità delle società incluse nel campione; inoltre i titoli prescelti non sempre presentavano un buon grado di liquidità inoltre gli Amministratori non erano sufficientemente confidenti che le società include nel campione avessero dei corsi non influenzabili da particolari situazioni contingenti.

### **5.4 Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori**

Ai fini dell'Art. 2501-*quinquies* n. 3 del C.C, gli Amministratori di Destination e di Portale hanno evidenziato nelle loro Relazioni di aver incontrato taluni limiti e difficoltà, che possono così sintetizzarsi:

---

<sup>12</sup> WACC utilizzato per Destination pari all' 8,83%

<sup>13</sup> WACC utilizzato per Portale pari al 9,27%

<sup>14</sup> l'analisi dei multipli di valore relativi a transazioni comparabili avrebbe consentito di ottenere significative informazioni in merito al "probabile prezzo di mercato" di un'impresa. Va però sottolineato che il prezzo negoziato in operazioni di fusione e acquisizione può differire anche sostanzialmente dalla quotazione in Borsa di un titolo azionario, in quanto, oltre che dalle variabili di natura fondamentale, dipende anche dalle condizioni che qualificano la specifica transazione.

<sup>15</sup> secondo il metodo dei Multipli di Mercato, il valore di una società dipende dalle indicazioni fornite dal mercato borsistico con riguardo a società aventi caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione. Il metodo si basa sulla determinazione di multipli calcolati come rapporto tra valori di Borsa e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione di società comparabili. I multipli così determinati vengono applicati, con le opportune integrazioni e aggiustamenti, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, al fine di stimarne un intervallo di valori.

- ricorso all'effettuazione di stime e di assunzioni soprattutto per il metodo del "Discounted Cash Flow". Non è possibile prevedere che tali stime ed assunzioni, pur basandosi sull'esperienza e conoscenza, nonché sui dati storici disponibili saranno effettivamente mantenute o confermate. In tal senso la soggettività delle stime del *management* con particolare riguardo ad accadimenti futuri (quali crescita delle vendite, margini operativi dell'attività e investimenti necessari per assicurare la crescita ipotizzata) stante il fatto che il settore di riferimento di entrambe le Società partecipanti è significativamente influenzato anche da fenomeni esogeni quali guerre, pandemie etc.
- non adeguato utilizzo di "comparables" in relazione all'incerto contesto del mercato fortemente impattato, nel corso del biennio 2020-2021 dalla pandemia Covid-19 che ha reso le *performances* storiche e di conseguenza i multipli poco rappresentativi;
- quotazioni di borsa non pienamente rappresentative del valore economico delle Società anche per via di una sofferenza dei mercati dovuta agli attuali contesti geopolitici e inflazionistici.

## 5.5 Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori

La sintesi della valutazione effettuata dagli Amministratori delle Società e la determinazione del Rapporto di Cambio sono riportati nei successivi paragrafi 5.5.1 "La valutazione di Destination e di Portale" e 5.5.2 "La determinazione del Rapporto di Cambio"

### 5.5.1 La valutazione di Destination e di Portale

Sulla base delle valutazioni fatte, gli Amministratori delle Società hanno identificato i seguenti valori derivanti dall'applicazione dei metodi principali (DCF) per entrambe le Società:

Tabella n.7 "Riepilogo del valore delle Società con i Metodi principali"

Società	Metodo di Valutazione	Euro	Prezzo per Azione (Euro)
Destination	DCF	17.692.000	1,46
Portale	DCF	5.818.000	3,53

Come si può notare l'*Equity Value* di Destination, pari a Euro 17.692.000 è circa tre volte quello di Portale pari a Euro 5.818.000.

#### Conclusioni sulla valutazione

Sulla base dei risultati emersi con i criteri descritti precedentemente e tenendo in considerazione il processo negoziale, gli Amministratori hanno:

- attribuito a Destination un valore ai fini della Fusione pari a Euro 17.692.000 e a Portale un valore di Euro 5.818.000
- calcolato il valore unitario delle azioni Destination dividendo il valore complessivo di Destination per il numero di azioni rappresentative del capitale sociale della società, pari a n°12.130.100, pervenendo così alla determinazione del valore unitario pari a Euro 1,46

- calcolato il valore unitario delle azioni Portale dividendo il valore complessivo di Destination per il numero di azioni rappresentative del capitale sociale della società, pari a n° 1.648.860, pervenendo così alla determinazione del valore unitario pari a Euro 3,53.

### **5.5.2 La determinazione del Rapporto di Cambio**

Sulla base dei valori unitari delle azioni di Destination e di Portale riportati precedentemente, gli organi amministrativi hanno proceduto alla determinazione del Rapporto di Cambio.

In particolare, gli Amministratori, anche a seguito delle negoziazioni fra i rappresentanti delle due Società coinvolte nell'Operazione, hanno individuato, coerentemente con le risultanze dell'applicazione dei metodi principali il seguente Rapporto di Cambio da sottoporre alle rispettive Assemblee dei Soci: n° 2,45 azioni ordinarie di Destination Italia S.p.A, prive di indicazione del valore nominale espresso e medesima data di godimento delle azioni ordinarie di Destination Italia S.p.A in circolazione alla data della Fusione, per ogni n° 1 azione ordinaria di Portale Sardegna S.p.A, prive di indicazione del valore nominale espresso e medesima data di godimento delle azioni ordinarie di Portale Sardegna S.p.A in circolazione alla data della Fusione.

Non sono previsti conguagli in denaro e non saranno emesse azioni frazionarie. Pertanto, nel caso in cui in applicazione del Rapporto di Cambio, agli azionisti della società Incorporanda non venisse attribuito un numero intero di azioni, i resti saranno annullati senza liquidazione del relativo controvalore

Infine gli Amministratori ribadiscono che le Società sono state valutate separatamente ed in ipotesi *stand alone*, con criteri relativamente omogenei e coerenti avendo riguardo sia ai rispettivi settori di riferimento e caratteristiche gestionali dell'attività aziendale svolta, sia alla disponibilità dei dati, ovvero a prescindere da considerazioni inerenti agli effetti che la *Business Combination* potrà avere in futuro sulla Società post Fusione, quali, ad esempio, sinergie di costo oppure effetti sulla quotazione di mercato della medesima società Post Fusione.

## **6 IL LAVORO SVOLTO**

La descrizione del lavoro svolto, le situazioni patrimoniali di riferimento, i Piani previsionali, i metodi utilizzati dalla Società per la determinazione del rapporto di Cambio, la documentazione utilizzata, i commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte e i limiti specifici incontrati dall'Esperta nell'espletamento dell'Incarico sono dettagliatamente riportati nei successivi paragrafi.

### **6.1 La descrizione del lavoro svolto**

Il lavoro svolto sulle situazioni economiche-patrimoniali al 30 settembre 2022 di Destination e di Portale, sui Piani e sui metodi utilizzati dalle Società per la determinazione del Rapporto di Cambio sono riportati nei paragrafi 6.1.1 "Le situazioni patrimoniali di riferimento", 6.1.2 "I Piani Previsionale" e 6.1.3 "I metodi utilizzati dalle Società per la determinazione del Rapporto di Cambio. Abbiamo inoltre:

- letto criticamente la documentazione relativa alla *Business Combination* nel suo complesso, ivi inclusa quella relativa all'Accordo Vincolante
- letto criticamente, anche con l'ausilio di interviste effettuate al *management* delle Società:
  - il bilancio civilistico e consolidato di Destination al 31 dicembre 2019, 2020 e 2021
  - il bilancio civilistico e consolidato di Portale al 31 dicembre 2019, 2020 e 2021
  - il bilancio civilistico di Destination 2 Italia S.r.l al 31 dicembre 2021
  - le situazioni economico-patrimoniali infra annuali di Destination e di Portale al 30 settembre 2022.

### **6.1.1 Le situazioni patrimoniali di riferimento**

Come indicato in precedenza, le situazioni economico-patrimoniali al 30 settembre 2022 di Destination e di Portale, saranno approvate dai rispettivi CDA in data 26 gennaio 2023 e sono state assunte quali situazioni patrimoniali ai sensi dell'Art. 2501-*quater* del Codice Civile.

In relazione alle predette situazioni, abbiamo svolto gli approfondimenti ritenuti necessari, tramite incontri con i rispettivi referenti, finalizzati a rilevare i principi contabili utilizzati e i fatti salienti concernenti la redazione delle situazioni contabili prese a riferimento ai fini della determinazione del concambio di Fusione; abbiamo inoltre effettuato, con le Direzioni di entrambe le Società, le discussioni e gli approfondimenti ritenuti necessari per analizzare le principali poste contabili esposte nelle predette situazioni, anche con riferimento alle variazioni intervenute rispetto al bilancio d'esercizio chiuso al 31 dicembre 2021 e alle situazioni semestrali al 30 giugno 2022.

Abbiamo inoltre raccolto, attraverso discussione con le Direzioni di entrambe le Società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la chiusura delle situazioni patrimoniali di riferimento che potrebbero avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del nostro esame e ci è stato confermato che, dalla data di chiusura delle predette situazioni alla data di emissione della presente Relazione, non si sono verificati eventi o circostanze che richiedano una modifica della valutazione delle Società partecipanti alla Fusione e/o una modifica del Rapporto di Cambio.

### **6.1.2 I Piani previsionali**

Le Direzioni delle Società partecipanti alla Fusione hanno predisposto Piani previsionali ed in particolare uno per Destination e uno per Portale. La necessità di predisporre, ai fini valutativi, i Piani previsionali sta nel fatto che gli organi amministrativi delle Società hanno, ragionevolmente ritenuto, che il miglior modo per rappresentare il valore corrente di Destination e di Portale fosse l'utilizzo della metodologia dei flussi di cassa (DCF); conseguentemente si è reso necessario redigere un Piano previsionale *ad hoc* per entrambe le Società. Entrambi i Piani previsionali sono relativi al periodo 2023/2025.

Con riferimento ad entrambi i Piani previsionali e alle conseguenti previsioni dei flussi di cassa, fermi restando le incertezze e i limiti connessi a ogni tipo di dato previsionale, abbiamo discusso con le Direzioni delle Società le principali caratteristiche del processo di previsione e i criteri utilizzati per la redazione dei citati Piani ed in particolare:

- analisi e discussione con il *management* delle assunzioni sottostanti la predisposizione dei Piani, tra le quali:
  - (i) dinamica dei ricavi
  - (ii) andamento delle principali voci di costo
  - (iii) dinamica dell'indebitamento lungo l'orizzonte di Piano
  - (iv) livello atteso degli investimenti lungo il periodo di Piano
  - (v) principi contabili di riferimento utilizzati per l'elaborazione del Piano
- verifica di coerenza tra le ipotesi formulate dal *management* e la relativa quantificazione.

### **6.1.3 I metodi utilizzati dalle Società per la determinazione del Rapporto di Cambio**

Circa i metodi utilizzati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio abbiamo:

- a) svolto un esame critico delle metodologie che hanno condotto alla stima del valore delle due società (DCF per entrambe le Società) e quindi alla determinazione del Rapporto di Cambio, verificando l'idoneità tecnica, nelle specifiche circostanze, dei predetti metodi
- b) ripercorso le metodologie utilizzate dagli Amministratori, verificandone la ragionevolezza, sulla base della prassi e della dottrina più diffuse, e la corretta applicazione delle stesse
- c) verificato la ragionevolezza dei parametri utilizzati ivi inclusa la stima del tasso utilizzato per l'attualizzazione dei flussi di cassa.

Abbiamo, inoltre, svolto le seguenti procedure:

- lettura critica dei Progetti di Fusione che saranno approvati dal CDA di Destination e di Portale in data 26 gennaio 2023 e delle Relazioni degli Amministratori redatte ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* del C.C che saranno approvati dal CDA di Destination e di Portale in data 26 gennaio 2023
- verifica della completezza e uniformità dei procedimenti seguiti dagli Amministratori nella determinazione del Rapporto di Cambio, nonché della coerenza dei metodi di valutazione rispetto alle caratteristiche delle Società
- sviluppato analisi di sensitività sulle valutazioni fatte dagli Amministratori, con l'obiettivo di verificare quanto il Rapporto di Cambio sia influenzabile da variazioni nelle ipotesi e nei parametri ritenuti significativi
- verifica della coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e alla "Documentazione utilizzata" descritta al successivo paragrafo 6.2 "La documentazione utilizzata"
- letto criticamente il Piano previsionale di Destination 2023/2025<sup>16</sup> approvato dal CDA in data 25 febbraio 2022. Inoltre si osserva che i dati previsionali 2023 riaggiornati, saranno approvati dal CDA che si terrà in data 26 gennaio 2023
- letto criticamente il Piano previsionale di Portale 2023/2025 che sarà approvato dal CDA in data 26 gennaio 2023

---

<sup>16</sup> sostanzialmente allineato al Piano approvato dal CDA del 30/09/2021 redatto ai fini della quotazione traslato di un anno a causa dell'effetto Covid-19



La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni

---

- verifica della correttezza matematica del calcolo dei rapporti di valori derivanti dall'applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori
- verifica della correttezza matematica della determinazione del numero di azioni di nuova emissione in applicazione del Rapporto di Cambio proposto
- colloqui con le Direzioni delle Società per discutere in merito all'attività svolta, alle problematiche incontrate e alle soluzioni adottate.

Considerando le finalità dell'Incarico conferitoci, con riferimento alla redazione delle situazioni delle Società e dei Piani, per le conseguenti previsioni dei flussi di cassa, non sussistono motivi per ritenere che le assunzioni fatte dagli Amministratori non siano ragionevoli. Le sopradescritte attività sono state svolte nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'Incarico conferitoci.

Infine, l'Esperta ha ottenuto, prima dell'emissione della Relazione, una conferma scritta sulla completezza e correttezza delle informazioni fornite dal *management* e contenute nella Relazione nonché l'attestazione che, per quanto a conoscenza del *management*, alla data della presente Relazione non sono maturate situazioni modificative dei dati e dei contenuti della documentazione analizzata, né si sono verificati eventi ulteriori, tali da modificare in maniera sostanziale le considerazioni svolte a supporto dei valori di riferimento.

## **6.2 La documentazione utilizzata**

Ai fini della presente Relazione di stima il *management* delle Società ci ha fornito, tra le altre, le seguenti documentazioni e/o informazioni:

- bilancio d'esercizio di Destination e di Portale al 31 dicembre 2019, 2020 e 2021
- bilancio consolidato di Destination e di Portale al 31 dicembre 2019, 2020 e 2021
- situazione economico-patrimoniale infraannuale di Destination e di Portale al 30 settembre 2022
- relazioni della società di revisione PwC S.p.A emesse in data 13 aprile 2022 sul bilancio d'esercizio e consolidato di Destination chiuso al 31 dicembre 2021. Le relazioni della società di revisione non presentano rilievi ma un "richiamo d'informativa" sul fatto che le società del gruppo nei propri bilanci di esercizio chiusi al 31 dicembre 2021 si sono avvalse della facoltà di non effettuare gli ammortamenti dei beni materiali e immateriali ai sensi della Legge 25/02/2022, n.15 di conversione con modificazioni del D.L. 30/12/2021 n.228
- relazione della società di revisione Audirevi S.p.A emessa in data 8 giugno 2022 sul bilancio d'esercizio e consolidato di Portale chiuso al 31 dicembre 2021. Le relazioni della società di revisione non presentano rilievi ma un "richiamo d'informativa" sul fatto che le società del gruppo (tranne Pavoneggi S.r.l) nei propri bilanci di esercizio chiusi al 31 dicembre 2021 si sono avvalse della facoltà di non effettuare gli ammortamenti dei beni materiali e immateriali
- relazione del collegio sindacale sul bilancio d'esercizio di Destination al 31 dicembre 2021 emessa in data 13 aprile 2022. La relazione non presenta particolari rilievi
- relazione del collegio sindacale sul bilancio d'esercizio di Portale al 31 dicembre 2021 emessa in data 10 giugno 2022. La relazione non presenta rilievi
- le informazioni pubbliche relative all'andamento dei prezzi di mercato dei titoli Destination e Portale e le relative valutazioni fornite dagli analisti di mercato

- Lettera d'Intenti sottoscritta in data 20 ottobre 2022
- Lettera d'Impegno sottoscritta in data 25 novembre 2022
- verbali del CDA di Destination (in bozza) e di Portale datati 9 novembre 2022
- ulteriori documenti ed informazioni, di provenienza interna ed esterna, necessari per lo svolgimento dell'incarico
- visure camerali e statuti delle società partecipanti alla Fusione
- lettera di attestazione congiunta sulle informazioni ricevute firmate dai legali rappresentanti di Destination e di Portale datata 25 gennaio 2023.

L'Esperta ha lavorato prevalentemente sulla documentazione in bozza di alcuni dei documenti sopra elencati e ha poi verificato che il loro contenuto fosse riflesso nel Progetto di Fusione e nella Relazione degli organi amministrativi di Destination e di Portale.

Infine, allo scopo di raccogliere i documenti e di analizzare i dati, sono stati svolti incontri e conversazioni telefoniche con il *management* delle Società, in particolare nelle seguenti persone: dott.ssa Secondina Ravera (Amministratore Unico di Destination 2) e dott. Giulio Valiante (Presidente CDA Destination), Massimiliano Cossu (CEO Portale) avv.to Roberto Nigro (Almasta S.r.l), avv.to Adriano Pala Ciurlo (studio legale Grimaldi), avv.to Elena Sacco (studio legale Grimaldi), dott. Daniele Simonetti (CFO Destination), dott.ssa P. Porcu (FD Portale), dott. Stefano Pellegrino e Leonardo Di Pilato (*Financial Advisor* di Terzi&Partners).

### **6.3 Commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte**

Con riferimento al presente Incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori consiste in una stima dei valori relativi alle singole Società, effettuata attraverso l'applicazione di medesi criteri per le Società partecipanti alla Fusione e tali da ottenere risultati omogenei ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Nelle valutazioni per operazioni di Fusione, infatti, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle società interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del Rapporto di Cambio. Per tale ragione, le valutazioni per le operazioni di Fusione hanno significato unicamente nel loro profilo e non possono essere assunte quali stime del valore assoluto delle Società in relazione ad operazioni diverse dalla Fusione.

Ferme restando le considerazioni in precedenza svolte circa la valenza, la portata e i limiti delle valutazioni nell'ambito delle operazioni di Fusione, si osserva che:

- i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori sono normalmente adottati nella prassi professionale italiana e internazionale, hanno consolidate basi dottrinali e si basano su parametri determinati dagli Amministratori attraverso un percorso metodologico di generale accettazione
- i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori nella valutazione di Destination e di Portale, quali metodologie principali, appaiono adeguate nella fattispecie, in considerazione delle caratteristiche delle Società



- la stima dei flussi di cassa futuri e della PFN di Destination e di Portale ai fini della valutazione con il metodo DCF è stata effettuata in base a criteri di normalizzazione di taluni fenomeni aziendali ciclici, quali la formazione del capitale circolante, coerenti con le finalità dell'indagine svolta
- conformemente al contesto valutativo richiesto in sede di Fusione, i metodi sono stati sviluppati in ottica *stand alone*, pertanto le valutazioni sono state effettuate in ipotesi di continuità di gestione delle Società e non sono state considerate stime relative alla possibilità di realizzazione di sinergie tra le due aziende
- la mancata applicazione da parte degli Amministratori dei metodi di controllo quali ad esempio il metodo dei Multipli da Transazioni comparabili e/o dei Multipli di Mercato trova giustificazione nel fatto che non è stato individuato un paniere di società e/o di transazioni sufficientemente rappresentativo e pertanto appare accettabile, nelle circostanze.

Pur essendo consapevoli della non completa rappresentatività dei valori delle Società derivanti dalle quotazioni di borsa, per le ragioni riportate in precedenza, riteniamo che ai fini della verifica del solo rapporto di Cambio tali limitazioni possano essere considerate meno rilevanti; conseguentemente in sede di verifica del rapporto di Cambio, abbiamo anche provveduto a confrontare i risultati raggiunti dagli organi amministrative delle Società con quelli espressi dalle quotazioni e a tal fine abbiamo ritenuto ragionevole e opportuno utilizzare, i prezzi medi espressi dal mercato negli 12, 6 e 3 mesi.

La successiva Tabella riporta le quotazioni:

Tabella n.8 "Media quotazioni azioni Destination e Portale ultimi 12, 6 e 3 mesi (in Euro)"

Media quotazioni	Azione Destination	Azione Portale	rapporto di Cambio Portale/Destination
ultimi 12 mesi	1,1513	3,1828	2,76
ultimi 6 mesi	1,1406	3,2265	2,83
ultimi 3 mesi	1,1508	3,2338	2,81

I valori di mercato<sup>17</sup> esprimono un rapporto di Cambio medio pari a circa 2,80 e dunque leggermente superiore a quello stabilito dagli Amministratori delle Società; tuttavia a parere dell'Esperta tale differenza appare ragionevolmente giustificabile dalle seguenti considerazioni:

- in concomitanza dell'annuncio di futuri accordi commerciali, il titolo Portale ha registrato un notevole picco nel giugno 2021<sup>18</sup> che alla data della presente Relazione, considerando sia l'andamento del titolo (*trendline* in decrescita) che il ridotto numero di scambi, è ragionevole pensare che non si sia ancora completamente riassorbito;
- necessità per Portale di trovare un partner commerciale e finanziario strutturato in grado di supportare sia le strategie di sviluppo che di ridurre l'esposizione finanziaria che nell'attuale situazione potrebbe limitarne la crescita.

<sup>17</sup> con riferimento alla data del 13 gennaio 2023

<sup>18</sup> Euro 7,25 per azione

Infine, si tenga presente che il Rapporto di Cambio calcolato dagli Amministratori è sottoposto al potenziale effetto diluitivo derivante dall'esercizio dei Warrant<sup>19</sup> già in circolazione e, In questo caso gli Amministratori hanno ritenuto che l'esercizio dell'opzione sia da considerare un evento aleatorio nella sua quantificazione. Trattandosi di un evento futuro e al di fuori del controllo degli Amministratori l'Esperta non dispone ad oggi di sufficienti elementi per valutare il potenziale impatto sul Rapporto di Cambio nel momento del loro eventuale esercizio; tuttavia osserva che:

- alla data della Relazione le quotazioni del titolo Destination sono inferiori rispetto al costo per l'esercizio del Warrant conseguentemente non risulta conveniente l'esercizio dello stesso;
- analoga situazione si è verificata nel periodo dal 7 novembre 2022 al 21 novembre 2022 quando sono stati convertiti n° 3.000 Warrant a fronte di un totale di n°3.630.000, pari allo 0,08%. L'esercizio ha comportato l'emissione di n°1.500 nuove azioni pari allo 0,01% del totale. Gli Amministratori hanno correttamente considerato queste nuove azioni nella determinazione del Rapporto di Cambio.

#### **6.4 I Limiti incontrati dall'Esperta nell'espletamento dell'Incarico**

Il lavoro svolto dall'Esperta si basa sulle ipotesi e limitazioni riportate di seguito:

- la responsabilità sulla qualità e correttezza dei dati ottenuti e delle informazioni contenute nei documenti elaborati dal *management* compete alle Società, con la conseguenza che l'Esperta non assume alcuna responsabilità in merito alla qualità, correttezza e completezza di tali dati ed informazioni
- le stime dei valori assoluti del capitale economico delle Società, sono state da noi utilizzate solo ed esclusivamente quali valori confrontabili in sede di determinazione del Rapporto di Cambio ma non anche come valore *stand alone* delle Società
- non siamo entrati nel merito delle scelte dei singoli parametri presi a riferimento dagli Amministratori come base per il calcolo del valore economico delle Società
- l'Incarico non ha previsto lo svolgimento di verifiche e accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura fiscale, contrattuale, giuslavoristi a, previdenziale, connesse a problematiche non riportate nei bilanci e nell'informativa finanziaria
- ai fini della redazione della presente Relazione sono stati verificati dati e informazioni per ragionevolezza e coerenza complessiva, con il supporto delle necessarie analisi
- il lavoro da noi svolto si è basato su dati e informazioni storiche e prospettive delle Società e su informazioni pubbliche disponibili. Nell'utilizzo dei dati che ci sono stati forniti, abbiamo presupposto che questi siano stati preparati in modo obiettivo su elementi che riflettano le migliori informazioni attualmente disponibili e le migliori stime prudenzialmente prevedibili sulle performance delle Società
- i dati prospettici, essendo basati su ipotesi di eventi futuri e su azioni del *management*, sono caratterizzati da connaturati elementi di soggettività e da incertezze e, in particolare, dalla

---

<sup>19</sup> "Warrant Destination Italia 2021 - 2024" da convertire nel rapporto n. 1 warrant ogni n. 2 azioni in differenti periodi di cui il primo già terminato (dal 7 novembre 2022 al 21 novembre 2022). Alla data della presente Relazione risultano in circolazione n° 3.627.000 Warrant quotati sull'EGM con codice ISIN IT0005454001. Si tenga inoltre presente che ai possessori di "Warrant" sarà accordato un periodo straordinario per l'esercizio del diritto di conversione entro la data dell'assemblea dei soci chiamati ad approvare il Progetto di Fusione. Il prezzo di esercizio sarà pari a Euro 1,150 vale a dire pari al "Prezzo del Secondo Periodo di Esercizio" come definito nel regolamento dei Warrant.

rischiosità connessa al fatto che eventi preventivati ed azioni dai quali traggono origine possano non verificarsi ovvero possano verificarsi in misura diversa da quella prospettata, mentre potrebbero verificarsi eventi ed azioni non prevedibili al tempo della loro predisposizione. Pertanto, gli scostamenti fra valori consuntivi e valori preventivati potrebbero essere significativi

- l'analisi effettuata si fonda sul presupposto che le Società coinvolte nella Fusione implementino le azioni programmate previste nei rispettivi programmi, seguendo le tempistiche ipotizzate
- il mantenimento dello scenario competitivo e legislativo di riferimento su cui poggia il Piano
- la nostra attività si basa sulle condizioni economiche e di mercato esistenti alla data di riferimento delle analisi o alla data in cui le stesse sono state fornite all'Esperta. Eventuali futuri cambiamenti delle condizioni generali di mercato che dovessero discostarsi in modo sostanziale dalle ipotesi formulate dal *management* potrebbero portare significativi cambiamenti nei risultati ottenuti e pertanto alle conclusioni dell'Esperta
- l'analisi è stata effettuata alla luce di elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e, pertanto, non tiene conto di eventi esterni futuri straordinari o inattesi
- in nessun caso le analisi svolte ai fini del presente documento possono essere intese come giudizio professionale o altra sorta di opinione espressa a garanzia dei dati previsionali e delle ipotesi alla base degli stessi, o come opinione sull'opportunità o convenienza in relazione all'effettuazione dell'operazione di prospettata Fusione
- non ci sono state comunicate violazioni di regolamenti e/o norme di alcun genere i cui effetti avrebbero dovuto essere presi in considerazione ai fini della presente Relazione

## **7 LE CONCLUSIONI**

Le conclusioni dell'Esperta devono essere lette ed interpretate nell'ambito delle ipotesi e delle limitazioni di cui al precedente paragrafo 6.4 "I limiti incontrati dall'Esperta nell'espletamento dell'Incarico" di questa Relazione, tenendo conto di quanto riportato nei precedenti paragrafi 5 "I metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio" e 6.3 "Commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte". Infine, per quanto specificatamente non riportato nella presente Relazione, si rimanda alla documentazione di supporto predisposta dagli organi amministrativi delle Società che per completezza fornisce tutte le informazioni necessarie alla comprensione della "*Business Combination*".

Sulla base di quanto precedentemente riportato riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società partecipanti alla Fusione siano adeguati in quanto, nelle circostanze, ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio delle azioni pari a:

**n° 2,45 azioni ordinarie di Destination Italia S.p.A, prive di indicazione del valore nominale espresso e medesima data di godimento delle azioni ordinarie di Destination Italia S.p.A in circolazione alla data della Fusione, per ogni azione ordinaria di Portale Sardegna S.p.A, prive di indicazione del valore nominale espresso e medesima data di godimento delle azioni ordinarie di Portale Sardegna S.p.A in circolazione alla data della Fusione.**

La presente Relazione è stata predisposta esclusivamente ai fini di quanto previsto dall'Art. 2501-sexies del Codice Civile, nell'ambito del Progetto di Fusione tra Destination e Portale e non può essere utilizzata in tutto o in parte per altri scopi.

Non si assume la responsabilità di aggiornare la presente per eventi o circostanze, ivi compreso gli effetti dell'eventuale esercizio del diritto di conversione dei Warrant, che dovessero manifestarsi dopo la data odierna.

WPartners S.r.l



Cesare Claudio Sala  
(Revisore Contabile)

WPartners S.r.l



Paolo Moris Busata  
(Revisore Contabile)