

Fabilia	Italy	FTSE AIM Italia	Hotel
Rating: BUY	Target Price: € 3,13	Initiation of Coverage	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	N/A	N/A	N/A	N/A
to FTSE AIM Italia	N/A	N/A	N/A	N/A
to FTSE STAR Italia	N/A	N/A	N/A	N/A
to FTSE All-Share	N/A	N/A	N/A	N/A
to EUROSTOXX	N/A	N/A	N/A	N/A
to MSCI World Index	N/A	N/A	N/A	N/A

Stock Data

Price	€ 1,22
Target price	€ 3,13
Upside/(Downside) potential	156,8%
Bloomberg Code	FHR IM Equity
Market Cap (€m)	€ 7,42
EV (€m)	€ 11,89
Free Float	17,76%
Share Outstanding	6.080.000
52-week high	N/A
52-week low	N/A
Average daily volumes (3m)	N/A

Key Financials (€m)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Revenues	10,8	12,3	16,0	20,0
VoP	11,6	12,6	16,3	20,3
EBITDA	3,0	4,0	5,2	6,5
EBIT	0,0	0,3	1,5	2,2
Net Profit	0,5	0,1	0,6	1,0
EBITDA margin	27,3%	32,2%	32,2%	32,5%
EBIT margin	0,0%	2,4%	9,4%	11,0%
Net Profit margin	4,7%	0,8%	3,8%	5,2%

Main Ratios	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	4,0	3,0	2,3	1,8
EV/EBIT (x)	N/A	39,6	7,9	5,4
P/E (x)	14,5	72,2	12,4	7,1

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



Company Overview

Fabilia Group S.p.A. è attivo nel settore del turismo. Il modello di business di Fabilia si basa sulla gestione di strutture alberghiere attraverso contratti di affitto di azienda. Fabilia offre il prodotto "All Inclusive" per famiglie con bambini e ragazzi fino ai 16 anni, che include Free Bar & Food disponibile h24 e oltre 100 servizi dedicati. Oltre a questo, nelle strutture Fabilia, i bambini da 0-16 anni non pagano il soggiorno. Ad oggi, è già la più grande catena "All Inclusive" per famiglie in Italia: conta 6 hotel e 4 resort in 6 regioni per un totale di 10 strutture di cui 8 nel segmento Mare e 2 nel segmento Montagna.

Market

Fabilia opera nel settore turistico con particolare riferimento al segmento delle strutture alberghiere per famiglie, sia in località marittime sia in località di montagna. Le famiglie a cui offre servizi la Società sono quelle con almeno un figlio fino ai 16 anni di età. In Italia, il settore turistico risulta fondamentale per la produzione di PIL, generando direttamente una quota pari a circa 5% del totale. Tale quota supera il 13% considerando anche tutti i ricavi generati indirettamente. Nel 2019, il numero totale di arrivi in Italia è stato pari a oltre 128 mln, in linea con i dati del 2018, mentre il numero totale di presenze ha fatto registrare una crescita pari all'1,4%.

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Fabilia sulla base della metodologia DCF. Il DCF method (che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali anche un rischio specifico pari al 2,5%) restituisce un equity value pari a €19,0 mln. Il target price è di € 3,13, rating BUY e rischio MEDIUM.

Sommario

1.	Company Overview	3
1.1	L'attività	3
1.2	Storia Societaria	4
1.3	Struttura del Gruppo	5
1.4	Key People.....	6
2.	Il Business Model	7
2.1	Model	7
2.2	Portafoglio Prodotti e Servizi	9
2.3	Vacanza Libera & Sicura	12
2.4	Vacanza a Rate	13
2.5	Posizionamento Benefit	13
3	Il mercato	15
3.1	Turismo in Italia	15
3.2	Turismo in Italia 2020	17
3.3	Bonus Vacanze	18
3.4	Famiglie.....	18
3.4	Hotel in Italia.....	19
4	Posizionamento Competitivo	22
4.1	Swot	23
5	Economics & Financials	24
6	Valuation	31
6.1	DCF Method	31

1. Company Overview

1.1 L'attività

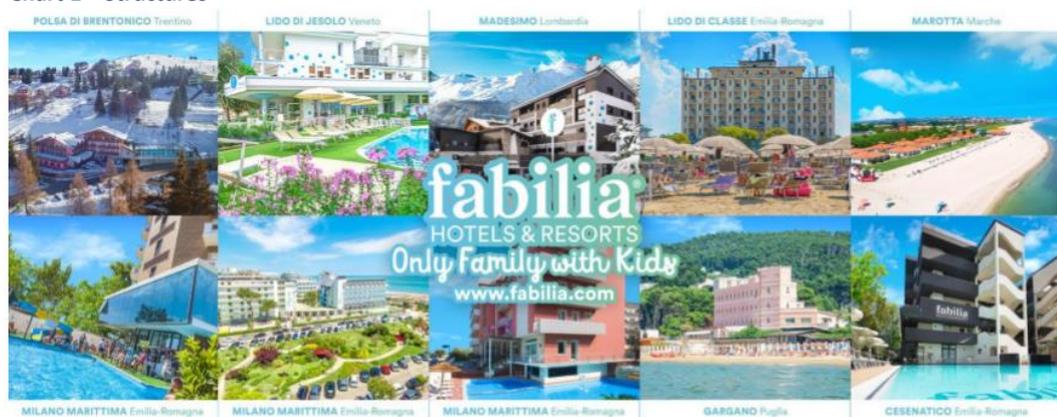
Fabilia Group S.p.A. ("Fabilia") fondata nel 2013 e basata a Milano Marittima (RA), è un Gruppo italiano attivo nel settore del turismo al mare e in montagna. Il modello di business di Fabilia si basa sulla gestione di strutture alberghiere attraverso contratti di affitto di azienda di medio termine, garantiti secondo standard di mercato competitivi: il Gruppo investe direttamente nell'adeguamento al format Fabilia delle strutture prese in gestione, per un rilancio estetico e funzionale dell'hotel per il nuovo format.

Fabilia è stata la prima catena in Italia ad industrializzare il prodotto "All Inclusive" per famiglie con bambini e ragazzi fino ai 16 anni (modello "only family with kids"), che include *Free Bar & Food* disponibile h24 per ogni ospite e oltre 100 servizi dedicati. Oltre a questo, nelle strutture Fabilia, i bambini da 0-16 anni non pagano il soggiorno. Ad oggi, è già la più grande catena "All Inclusive" per famiglie in Italia: conta sei hotel e quattro resort in sei regioni per un totale di dieci strutture (748 camere), di cui otto nel segmento Mare e due nel segmento Montagna. Il Gruppo, storicamente, ha fatto registrare un *occupancy rate* pari al 77%.

Il business di Fabilia si sviluppa su strutture caratterizzate da:

- 3 o 4 stelle;
- Dimensioni comprese tra le 50 e le 150 camere;
- Sale ristorante in grado di contenere almeno il 60% dei posti letto;
- Presenza di almeno una piscina, una spiaggia e un parco esterno;
- Spazi interni in grado di garantire un'area destinata al gioco della dimensione minima di 200 mq;
- Facilità nel raggiungimento di impianti balneari e sciistici.

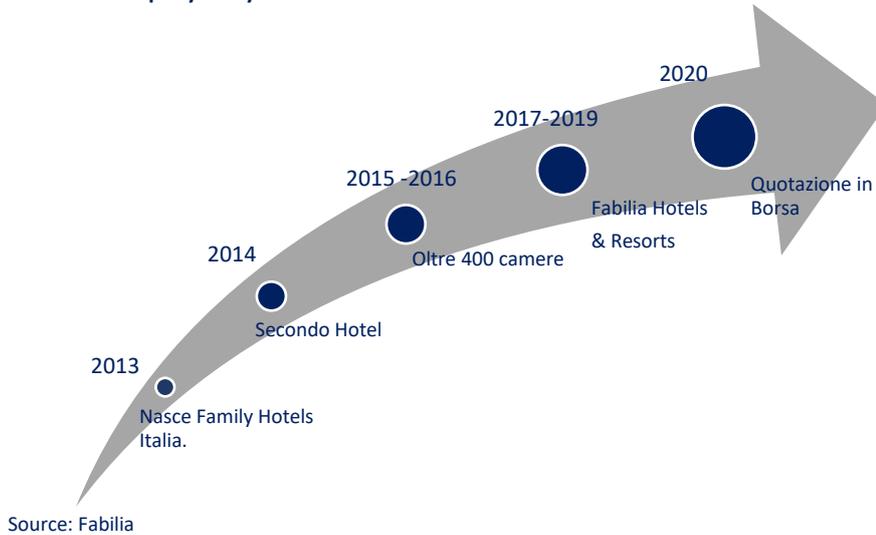
Chart 1 – Structures



Source: Fabilia

1.2 Storia Societaria

Chart 2 – Company Story



- Nel 2013, Mattia Bastoni, attuale presidente del CDA di Fabilia, costituisce Family Hotels Italia che, in seguito, diventerà Fabilia Group, la prima catena italiana di vacanze *All Inclusive* per famiglie con bambini. Il primo hotel gestito è Family Hotel Betulla (oggi denominato Fabilia Polsa - Trentino).
- Nel 2014, il Gruppo inizia il proprio processo di espansione, prendendo sotto la propria gestione, il Family Hotel Savini (oggi denominato Fabilia Savini Milano Marittima). Con l'aggiunta di questa seconda struttura, il Gruppo gestiva un totale di 116 camere.
- Tra il 2015 e il 2016, il Gruppo ha continuato la propria crescita, raggiungendo un totale di camere gestite pari a 404 tramite 2 hotel e 2 resort, tra i quali figuravano il Family Beach Resort Girasole (oggi denominato Fabilia Marotta - Marche) e il Family Resort Sole (oggi denominato Fabilia Gargano - Vico del Gargano).
- Tra il 2017 e il 2019, il Gruppo ha preso in gestione altre importanti strutture, arrivando, al termine dello scorso anno a gestire circa 700 camere tramite 4 hotel e 4 resort. Inoltre, nel 2018, il *brand* Family Hotels Italia è stato trasformato in Fabilia Hotels & Resorts.
- In data 11/08/2020 è avvenuta la quotazione della Società sul mercato AIM Italia.

1.3 Struttura del Gruppo

Chart 3 – Group

Azionisti	Quota di partecipazione
FI1 S.r.l.	55,81%
FI2 S.r.l.	26,43%
Mercato	17,76%

Source: Fabilia

Ad oggi, Fabilia Group S.p.A., che a sua volta detiene il 100% delle sussidiarie che gestiscono le singole strutture, è controllata per il 55,81% da FI1 S.r.l. (detenuta al 100% da Mattia Bastoni, fondatore e presidente del CDA), per il 26,43% da FI2 S.r.l. (detenuta al 100% da Mattia Casadio, Vice-Presidente del CDA) e per il restante 17,76% dal mercato. Fabilia Group S.p.A. opera come *provider* di tutti i servizi *corporate* (amministrazione, centro prenotazioni, marketing e commerciale e altri) per le controllate, che gestiscono i singoli hotel o resort del Gruppo.

1.4 Key People

Mattia Bastoni – Founder, Socio e Presidente del CDA

Figlio e nipote di albergatori cresce fin da bambino in hotel. Durante l'adolescenza, lavora presso terzi in Riviera Romagnola per fare esperienza esterna alle strutture di famiglia, ricoprendo tutti i ruoli dell'ospitalità. Una volta raggiunta la maggiore età, fa esperienze di lavoro a Miami, Londra ed in Costa Rica ed al ritorno apre un ristorante a Cesenatico. Nel 2013, fonda Family Hotels Italia, che nel 2018 diventa Fabilia Group.

Mattia Casadio – Socio e Vice-Presidente del CDA

Dopo aver conseguito la laurea presso l'Università Bocconi, lavora presso BNP Paribas, facendo esperienze nelle filiali di Roma, Milano e New York. Nel 1999, apre uno studio a Milano Marittima specializzato in consulenza agli hotel. Dal 2013, lavora come consulente per Fabilia Hotels & Resorts e ne diventa socio nel 2019. Oltre a questo, frequenta spesso convegni in materia di Turismo e Finanza in qualità di relatore.

Stefano Giorgi – General Manager

Vanta un'esperienza trentennale nel mondo alberghiero. È stato gestore e direttore di struttura presso alcuni hotel 4 e 5 stelle nella zona della Riviera Romagnola. Nel 2015 è entrato nel Gruppo in qualità di Resident Manager della struttura di Marotta. Nel 2018 è diventato il Corporate General Manager della catena.

Patrizio Battolla – Cost Controller

Laureato in Scienze Politiche presso l'Università "La Sapienza" di Roma, negli anni, ha maturato una lunga esperienza presso importanti realtà del settore ospitalità di lusso, ricoprendo il ruolo di manager Pianificazione e Controllo di gestione e Senior Advisor. Per Borgo Egnazia (Puglia, nel 2018 premiato come Miglior Resort Italiano ai World's Best Awards) e San Domenico House (Londra, UK) è stato Financial Controller e membro del board del gruppo.

Ludovica De Rinaldis – Quality Manager

Laureata con lode in Gestione delle Attività Turistiche e Culturali nel 2018, ha lavorato dal 2015 al 2018 presso JSH Hotels & Resorts – Acaya Golf Resort & Spa (Acaya, Lecce) come Hostess di Sala. Da maggio 2019 lavora presso Fabilia come Quality Manager. Nel 2019 ha concluso un Master in Economia del Turismo presso l'Università Bocconi di Milano.

2. Il Business Model

Il business di Fabilia è basato sul modello *only family with kids* che prevede una formula *All Inclusive* dedicata a famiglie con bambini al di sotto dei 16 anni. Tutte le strutture vengono gestite tramite contratti di affitto di azienda di medio termine. Gli hotel e i resort vengono adattati al *format* Fabilia tramite investimenti diretti.

Per l'efficiente implementazione della formula *All Inclusive*, il Gruppo ha standardizzato ed industrializzato la propria offerta, caratterizzata da:

- Modello *famliy room*: tutta la famiglia collocata nella stessa stanza, al fine di efficientare al massimo l'occupazione delle strutture;
- Servizi di animazione: ai bambini presenti nelle strutture, viene offerta una gamma molto ampia di servizi di intrattenimento innovativo specializzato per famiglie 7 giorni su 7 ad orario continuato (tate, educatrici, assistenti e altri). I costi relativi ai servizi di animazione dell'offerta *All Inclusive* vengono distribuiti sul numero totale degli ospiti;
- Scelta delle *location*: le strutture Fabilia si trovano in *location* di vacanza nel centro di primarie località marittime o montane e vengono scelte in modo da garantire tassi di occupazione alti ma affitti poco costosi;
- Offerta *food* semplice: basata su cibo di qualità, amato dai bambini ma ad alta marginalità (pizza, pasta, hamburger, patatine, gelati e altro). Inoltre, l'offerta di cibo avviene tramite sistemi a buffet, senza sprechi, ed è parametrata per le esigenze delle famiglie;
- Servizi ad alto valore aggiunto: oltre ai servizi di cibo e bevande e animazione, nell'offerta rientrano altri servizi ad alto valore aggiunto, quali l'accesso e l'utilizzo della spiaggia ed i suoi servizi al mare e lo *skipass* in montagna;
- Servizi extra a pagamento: vengono garantiti una serie di servizi *Extra*, in aggiunta a quelli già presenti nell'offerta *All Inclusive*. Questi servizi sono tendenzialmente rivolti al pubblico adulto e vanno a completare la già ampia offerta commerciale proposta. I servizi *Extra* includono bevande alcoliche e *merchandising* (magliette, zainetti, cappellini e altri *gadget* a logo Fabilia).

Oltre a questo, il Gruppo ha organizzato un centro prenotazioni interno in grado di generare oltre il 90% delle prenotazioni totali, questo garantisce un certo grado di disintermediazione che permette: a) di aumentare il livello di marginalità e b) di creare un *database* di clienti molto utile per le campagne *marketing*. Ad oggi, questo *database* conta oltre un milione di clienti e ha permesso di raggiungere una quota di *repeater* pari al 45%.

È inoltre importante sottolineare come la standardizzazione dell'offerta permetta un elevato grado di scalabilità del modello.

2.1 Model

Fabilia svolge la propria attività tramite un processo a quattro *step*: ricerca e affitto delle strutture, adeguamento delle strutture al *format* Fabilia, campagna vendite e gestione delle prenotazioni e gestione della struttura.

Chart 4 – Business Process



Source: Fabilia, elaborazione Integrae SIM

2.1.1 Ricerca e affitto delle strutture

Il modello di business Fabilia è basato sulla gestione in affitto delle strutture. La ricerca avviene tramite: contatti con *advisor* in ambito Real Estate, ricerca diretta e conoscenze personali. Una volta individuata una struttura in grado di soddisfare tutte le esigenze della Gruppo, il management avvia la contrattazione con i proprietari e, in caso di esito positivo, sigla il contratto di affitto di azienda.

I contratti di affitto di azienda sono normalmente caratterizzati da una durata di tre anni, periodo ottimale per permettere di comprendere se la struttura sia in grado di rispettare gli obiettivi di redditività fissati. Tutti gli accordi di affitto di azienda prevedono la possibilità da parte di Fabilia di recedere il contratto senza alcuna penale, al contrario, generalmente, ai locatori non viene garantito tale diritto. Unica eccezione è la struttura di Madesimo, dove i proprietari possono recedere anticipatamente il contratto in caso di vendita dell'immobile, rimborsando le spese di ristrutturazione sostenute da Fabilia negli anni. I canoni di affitto pagati da Fabilia sono mediamente superiori a quelli di mercato, questo rappresenta una protezione dal rischio che i proprietari insoddisfatti cerchino sul mercato migliori opportunità di affitto.

Per l'anno 2020, Fabilia ha stretto un accordo con i proprietari delle strutture: qualora nel 2020 il fatturato dovesse risultare inferiore a quello teorico utilizzato per la stima del canone d'affitto (da standard del Gruppo corrispondente a circa il 20% dei ricavi), il canone effettivo verrebbe ricalcolato in base al fatturato a consuntivo. Questo permetterà al Gruppo di risparmiare, nel caso in cui alcune strutture dovessero registrare performance al di sotto delle attese.

2.1.2 Adeguamento struttura al format Fabilia

Le strutture prese in gestione tramite contratto di affitto di azienda, generalmente, necessitano di alcune modifiche strutturali per essere adeguate al format Fabilia e per essere maggiormente appetibili per le famiglie. Tipicamente, gli investimenti includono: erba sintetica come copertura del suolo di alcune aree dell'hotel, unione di alcune camere precedentemente separate, *playground* e altri. Gli investimenti necessari alla ristrutturazione e al *reshaping* delle nuove strutture secondo il format Fabilia, in media, sono pari a € 2.600 per camera. In alcuni casi, in particolare per le nuove aperture, i lavori di maggior rilevanza vengono contrattualizzati e rifatturati ai proprietari (voce Altri Ricavi in bilancio) delle strutture.

2.1.3 Campagna vendite e gestione delle prenotazioni

Prima dell'apertura di una nuova struttura, Fabilia conduce una campagna marketing. Tali campagne, al fine di raggiungere la clientela *target* senza un eccessivo dispendio di risorse, vengono condotte online, utilizzando strumenti quali GoogleAds. L'ufficio prenotazioni *corporate*, composto da 14 persone, riceve le richieste, che vengono poi convertite in prenotazioni effettive. Poche camere vengono allocate tramite OTA (*Online Travel Agencies*): oltre il 90% delle prenotazioni viene generata e gestita internamente. Il pagamento avviene per il 30% in acconto al momento della prenotazione, mentre il restante 70% viene saldato al check-in in struttura. Infine, è importante sottolineare come i clienti delle strutture rimangano nelle *customer list* Fabilia, al fine di eliminare il rischio che il locatore decida di non rinnovare il contratto di affitto, con l'obiettivo di sfruttare il pacchetto clienti creato dal Gruppo.

2.1.4 Gestione della struttura

La gestione della struttura viene avviata seguendo gli standard e le *best practice* rivelatesi vincenti nelle strutture esistenti. Il format *All Inclusive* Fabilia viene riproposto senza modifiche in ognuna delle strutture, sia per quanto riguarda la gestione delle zone di intrattenimento sia per quanto riguarda la gestione del menù, del ristorante e di tutti gli altri servizi offerti.

2.2 Portafoglio Prodotti e Servizi

Fabilia opera in due diversi segmenti turistici: Mare e Montagna. Ad oggi, il Gruppo conta dieci strutture di cui otto in località di mare e due in montagna.

2.2.1 Mare

Le strutture in località marittime attualmente in gestione si trovano a: Jesolo, Lido di Classe, Milano Marittima, Cesenatico, Marotta e Vico del Gargano.

- Fabilia Family Hotel Jesolo



Struttura a 3 stelle con 74 camere collocata a Jesolo (VE), una delle prime mete S&B per le famiglie in Italia, l'hotel Alexander, preso in gestione a partire dall'estate 2019, all'interno di un piccolo parco privato, offre: piscina, solarium, parco giochi interno ed esterno, spiaggia privata, garage e tutti i servizi inclusi nel format di Fabilia.

- Fabilia Family Hotel Lido di Classe



Struttura a 3 stelle con 74 camere collocata a Lido di Classe (RA). Recentemente presa in gestione dal Gruppo, la struttura, ridisegnata secondo gli standard Fabilia, aperta nell'estate 2018, è posizionata direttamente sulla spiaggia e a pochi passi dalla pineta di Lido di Classe. Presenta tutti gli standard dell'esperienza Fabilia.

- Fabilia Family Resort Milano Marittima



Struttura a 3 stelle con 154 camere (distribuite su tre diversi hotel uniti da Fabilia) collocata a Milano Marittima (RA). Per dimensioni e particolare ricchezza di spazi esterni, fra i quali una piccola pineta privata di 2.000 mq, questo hotel è stato ribattezzato "Beach Resort" e rappresenta in modo completo l'espressione del format Fabilia. Collocato a pochi passi dalla spiaggia, il Resort dal 2018 è stato fuso con l'Hotel Royal, creando un unico complesso alberghiero. All'interno del perimetro allargato del complesso, trova spazio l'edificio che ospita gli uffici *corporate* del Gruppo.

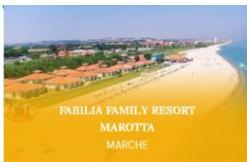
- Fabilia Family Hotel Savini



Struttura a 4 stelle con 64 camere collocata a Milano Marittima (RA). Gestito da Fabilia da 4 anni, questo hotel-resort è particolarmente ricco di aree all'aperto e ha una posizione assolutamente privilegiata, con accesso diretto alla spiaggia di Milano Marittima senza attraversamenti stradali.

La piscina riscaldata è equipaggiata con scivolo ad acqua e l'hotel è provvisto di parco gonfiabile e di un'ampia gamma di servizi.

- Fabilia Marotta



Struttura a 3 stelle con 104 camere collocata a Marotta (PU). Il Resort rappresenta la punta di diamante del *concept* Fabilia per ricchezza di dotazioni (spiaggia privata, bungalow fronte mare, campo polivalente per tennis, calcetto e basket) e posizionamento (a ridosso della spiaggia). Oltre ai classici servizi Fabilia, la gamma di *facilities* comprende: una grande piscina (201mq), giochi gonfiabili, lido privato e parco verde interno di 4.000 mq.

- Fabilia Family Hotel Delfino



Struttura a 3 stelle con 48 camere collocata a Milano Marittima (RA). Hotel vicinissimo alla spiaggia, situato in una posizione privilegiata. Caratteristiche dell'hotel sono: la piscina molto attrattiva per grandi e piccini, un'ampia corte esterna e una SPA attrezzata e moderna. Sono presenti inoltre tutte le *facilities* previste dal format Fabilia.

- Fabilia Family Hotel Cesenatico



Struttura a 4 stelle con 59 camere collocata a Cesenatico (FC). Hotel moderno localizzato nella zona verde di Cesenatico. Le camere sono mini-appartamenti e la struttura possiede spazi comuni dedicati alle *Play Room* e allo svago pomeridiano e serale. Il Fabilia Family Hotel Cesenatico è caratterizzato da: una grande sala attrezzata per colazioni e ristorazione, una grande piscina con estesa zona solarium e un parcheggio privato dedicato agli ospiti.

- Fabilia Family Hotel Gargano



Struttura a 3 stelle con 58 camere collocata a Vico del Gargano (FG). Il Resort, entrato nel circuito Fabilia, prima come struttura affiliata (*franchising*) e poi dal 2018 in gestione diretta grazie ai successi commerciali raggiunti, gode di un'ottima reputazione sul mercato pugliese e risulta fra i più apprezzati della catena. La struttura, dotata di tutti gli standard Fabilia, gode di una *location* privilegiata, con alle spalle la Foresta Umbra e di fronte la spiaggia con lido privato.

2.2.2 Montagna

Le strutture in località di montagna attualmente in gestione si trovano a Polsa di Brentonico e Madesimo.

- Fabilia Polsa



Struttura a 3 stelle con 40 camere collocata a Polsa di Brentonico (TN), si tratta di una struttura a doppia vocazione, invernale ed estiva, particolarmente ricca di *facilities* (Sauna, Acropark parco avventura, parcheggio interno), fra cui una grande piscina riscaldata (85 mq con copertura telescopica panoramica e superficie di 240mq), una malga (gestita come fattoria didattica), 5 campi da tennis e 2 da calcetto, oltre a tutti gli standard classici Fabilia. Le camere sono arredate in stile trentino. Gestito dalla catena dal 2013, il resort si è progressivamente arricchito di servizi (come la piscina panoramica) grazie ad alcuni investimenti diretti effettuati da Fabilia su aree ed attrezzature esterne.

- Fabilia Madesimo



Struttura a 3 stelle con 36 camere collocata a Madesimo (SO). Aperto nel dicembre del 2019, il Fabilia Madesimo è un hotel di montagna che gode di una eccellente posizione per l'accesso alle piste da sci Arlecchino, una delle principali di Madesimo, nel comprensorio della Valtellina. Comoda da raggiungere da Milano e altri capoluoghi lombardi, la destinazione è ottimale sia per la classica settimana bianca sia per vacanze *active* da giugno a settembre. L'Hotel è dotato di terrazza panoramica con vista sulle piste e dispone di una ampia sala discoteca e di piscina interna.

2.3 Vacanza Libera & Sicura

Fabilia, al fine di allinearsi alle attuali disposizioni del governo in tema di gestione delle strutture alberghiere e di garantire un'esperienza in totale sicurezza alle famiglie clienti, ha creato il manuale "Vacanza Libera & Sicura". Il manuale descrive nel dettaglio le linee guida osservate nelle strutture gestite da Fabilia:

- **Check-in e check-out:** è possibile effettuare il check-in online in modo veloce e pratico prima dell'arrivo, mentre i check-out vengono organizzati ad orari programmati;
- **Camere e Ambienti:** le camere vengono igienizzate con prodotti disinfettanti specifici, la biancheria e l'allestimento dei letti vengono sottoposti a lavaggio a 70° e gli ambienti, gli arredi e i parchi gioco, vengono sanificati ogni 2 ore. Inoltre, in tutta la struttura, sono presenti distributori di gel disinfettante per le mani;
- **Food & Drink H24:** il tradizionale sistema a buffet è stato mantenuto con alcune modifiche: i piatti sono serviti a vista dai collaboratori e l'orario di servizio è stato allungato con una maggiore flessibilità e libertà nella consumazione dei pasti. Oltre a questo, è possibile consumare i pasti al proprio ombrellone grazie ad un servizio di *delivery*;
- **Area mamme:** sono disponibili guanti e mascherine usa e getta e set di piatti e posate biodegradabili usa e getta, inoltre tutti gli utensili e le attrezzature sono sottoposti a procedure di igienizzazione e sanificazione ad ogni ora. Inoltre, è presente disinfettante per le mani specifico per bambini atossico e innocuo all'utilizzo;
- **Piscina:** vengono adottate misure per garantire il distanziamento sociale e la sanificazione degli arredi al cambio di ogni cliente. Gli ingressi sono consentiti fino al limite di capienza possibile e lettini e ombrelloni sono distanziati. I teli mare consegnati dall'hotel sono sottoposti a lavaggio e sanificati attraverso l'impiego di disinfettanti specifici;
- **Spiaggia:** ombrelloni e lettini sono distanziati secondo le normative di legge. Tutte le attrezzature sono sanificate quotidianamente con prodotti atossici e ipoallergenici. Le toilette vengono igienizzate e sanificate ogni 2 ore;
- **Intrattenimento e Divertimento:**
 - Tate (6-36 mesi): La nursery è fruibile a piccoli gruppi. Tutti i giochi a disposizione dei bambini vengono sanificati con prodotti atossici all'ingestione ed ipoallergenici. Gli ambienti al chiuso vengono igienizzati e sanificati prima di ogni apertura. Sono disponibili per tutti i bambini calzari usa e getta e mascherine colorate;
 - Mini Club (3-7 anni): il Mini Club è fruibile a piccoli gruppi. Sono privilegiati laboratori ecologici all'aria aperta con l'utilizzo di materiali monouso. Tutti i giochi vengono sanificati con prodotti atossici all'ingestione ed ipoallergenici. Gli ambienti al chiuso vengono igienizzati e sanificati prima di ogni apertura del Mini Club. Sono disponibili per tutti i bambini calzari usa e getta e mascherine colorate;
 - Juniores (8-13 anni) e Teenagers (13-17 anni): non ci sono particolari differenze per queste fasce di età;
 - Escursioni all'aria aperta: gran parte delle attività si svolgono all'aperto. Sono privilegiate attività sportive da due a quattro partecipanti per volta (beach tennis, bocce, freccette e altri). Le attività di gruppo sono organizzate in luoghi che consentono il distanziamento tra le persone di almeno due metri, mentre le attività sedentarie vengono organizzate nel rispetto del mantenimento delle distanze di sicurezza. Inoltre, tutte le attività vengono proposte su più turni durante la giornata così da garantire la partecipazione a tutti gli ospiti.

2.4 Vacanza a Rate

Il Gruppo, al fine di facilitare l'accesso alle vacanze alle famiglie in temporanea difficoltà economica, ha siglato una collaborazione con Compass, società finanziaria italiana di proprietà del gruppo Mediobanca, specializzata nel credito al consumo. La *partnership* prevede che i clienti possano pagare la propria vacanza a rate, a fronte di un finanziamento erogato da Compass, e a interesse zero: la quota di interessi sarà, infatti, completamente a carico di Fabilia.

Per accedere a questo tipo di servizio, è necessario che i clienti rispettino alcuni requisiti:

- essere persone fisiche;
- percepire un reddito regolare e dimostrabile;
- avere un buon merito creditizio e la disponibilità di un conto corrente.

2.5 Posizionamento Benefit

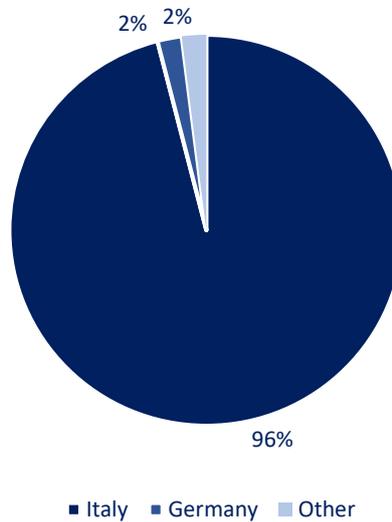
In tema di posizionamento Benefit, il Gruppo si è impegnato in alcune importanti iniziative e ha siglato *partnership* significative, tra le quali:

- **Emergency:** Fabilia è *partner* Emergency, associazione umanitaria italiana, fondata nel 1994 per fornire soccorso chirurgico nei Paesi in guerra, per poi estendere il raggio delle sue attività alla cura delle vittime della povertà in Paesi in cui non esistono strutture sanitarie gratuite;
- **Treedom:** in partnership con Treedom, piattaforma web che permette di piantare un albero a distanza e seguirlo online, Fabilia ogni settimana planterà un albero, per contribuire a combattere le emissioni di CO2;
- **Fabilia Save the Planet:** Fabilia ha eliminato la plastica mono-uso, ha introdotto "Bicchierino" per evitare gli sprechi di plastica, un innovativo bicchiere pieghevole e portatile da utilizzare, nel rispetto dell'ambiente, in tutti i distributori di bevande fredde e calde e di *soft ice*;
- **B Corporation:** Fabilia è al lavoro per ottenere la certificazione B Corporation®, rilasciata ad aziende meritevoli per le performance ambientali e sociali da B Lab, ente *non-profit* internazionale.

2.6 Clienti

La totalità dei clienti di Fabilia è rappresentata da famiglie con figli fino ai sedici anni, tra queste il 70% è rappresentato da famiglie con bambini al di sotto dei sei anni.

Chart 5 – Customers Breakdown by Countries



Source: Integrae SIM

Una quota pari al 96% del totale dei clienti è di provenienza italiana, la restante parte è composta principalmente da turisti provenienti da Stati vicini: il 2% è di provenienza tedesca, circa l'1% è di provenienza svizzera e un ulteriore 1% è di provenienza austriaca. Gli altri Paesi più rappresentati risultano essere Belgio e Regno Unito, i quali, tuttavia, rappresentano meno dell'1% del totale.

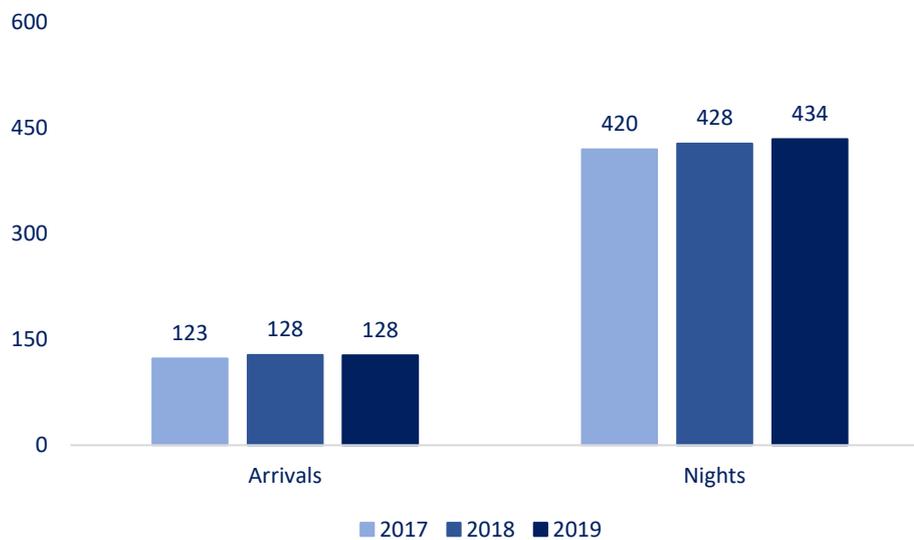
3 Il mercato

Fabilia opera nel settore turistico con particolare riferimento al segmento delle strutture alberghiere per famiglie, sia in località marittime sia in località di montagna. Le famiglie a cui Fabilia offre servizi sono quelle con figli fino ai 16 anni di età.

3.1 Turismo in Italia

In Italia, il settore turistico risulta fondamentale per l'economia, generando direttamente una quota pari a circa 5% del totale del PIL. Tale quota supera il 13% considerando anche tutti i ricavi generati indirettamente.

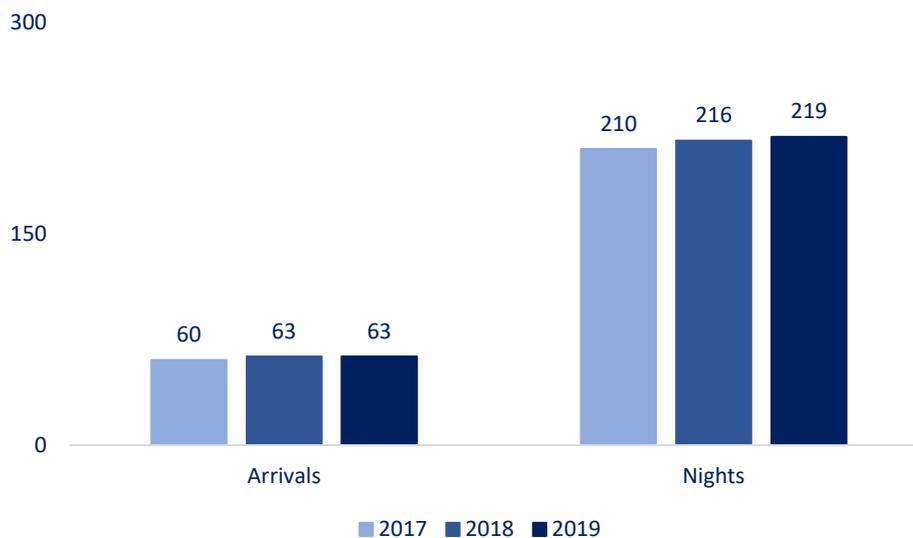
Chart 6 – Arrivals and Nights 2017-2019 (Data in mln)



Source: Istat Movimento Turistico In Italia 2018/2019

Nel 2019, il numero totale di arrivi (ovvero il numero di clienti che hanno effettuato il check in negli esercizi ricettivi nel periodo di riferimento) in Italia è stato pari a oltre 128 mln, in linea con i dati del 2018. Il numero totale di presenze (ovvero numero delle notti trascorse dai clienti negli esercizi ricettivi nel periodo di riferimento), invece, ha fatto registrare una crescita pari all'1,4%, che ha segnato il passaggio da circa 428 mln a oltre 434 mln.

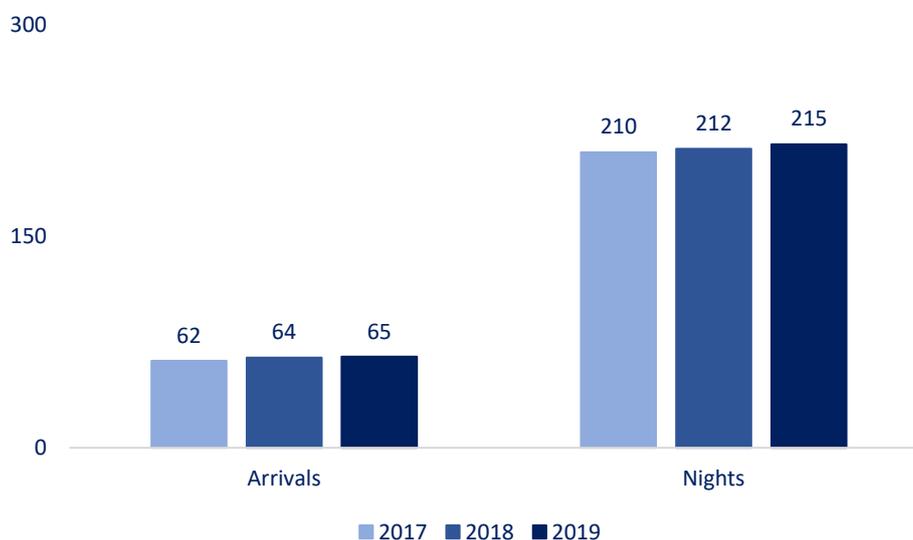
Chart 7 – Arrivals and Nights 2017-2019 Foreign Tourists (Data in mln)



Source: Istat Movimento Turistico In Italia 2018/2019

Nel 2019, il numero totale di arrivi attribuibili a viaggiatori stranieri in Italia è stato pari a oltre 63 mln, sostanzialmente in linea con il dato osservato nel 2018. La crescita del numero totale di presenze attribuibili a viaggiatori stranieri, invece, è stata pari al 1,3%, che ha segnato il passaggio da circa 216 mln a quasi 219 mln.

Chart 8 – Arrivals and Nights 2017-2019 Italian Tourists (Data in mln)

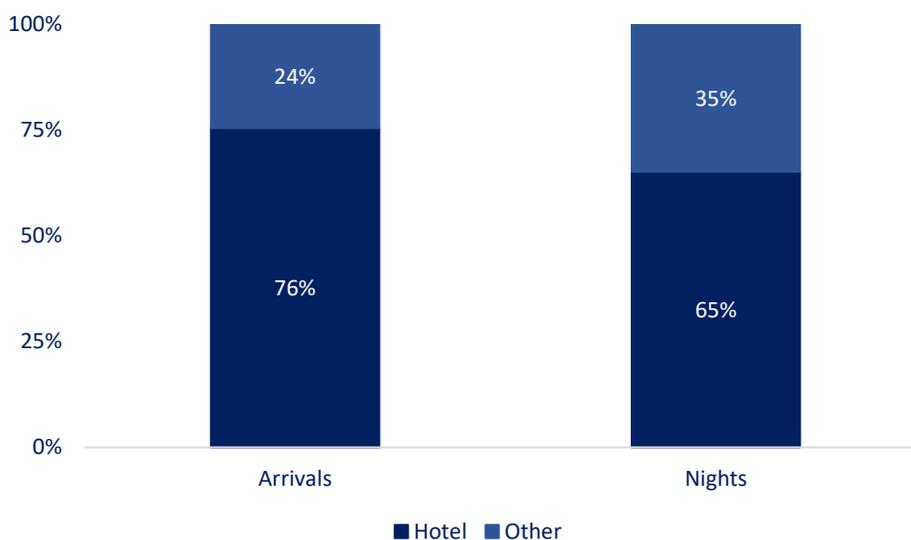


Source: Istat Movimento Turistico In Italia 2018/2019

Nel 2019, il numero totale di arrivi attribuibili a viaggiatori italiani in Italia è stato pari a oltre 65 mln, in crescita dell'1% rispetto ai circa 64 mln del 2018. La crescita del numero totale di presenze attribuibili a viaggiatori italiani, invece, è stata pari all'1,6%, che ha segnato il passaggio da circa 212 mln a circa 215 mln. Questi dati mostrano come il turismo su suolo

italiano sia diviso in maniera sostanzialmente equa tra turisti italiani e turisti non residenti in Italia.

Chart 9 – Arrivals and Nights 2018 by Structure (Data in mln)



Source: Istat Movimento Turistico In Italia 2018/2019

Nel 2018, sul totale degli arrivi, una quota pari al 76% era attribuibile a strutture alberghiere, la restante parte era attribuibile a strutture extra-alberghiere. Considerando il numero di presenze, la quota delle strutture alberghiere risultava pari al 65%

3.2 Turismo in Italia 2020

Nonostante il turismo continui ad essere un settore strategico per l'economia italiana, l'epidemia Covid 19 e le relative misure imposte dal governo potrebbero avere effetti, ad oggi difficili da stimare, fortemente negativi. Il turismo, infatti, potrebbe essere impattato: dalla possibile limitazione degli spostamenti tra regioni, dalla mancata libertà di viaggiare tra diversi Stati e dai maggiori costi necessari a garantire il rispetto di tutte le norme igieniche e di sicurezza. Ad oggi, tali rischi sembrerebbero drasticamente diminuiti grazie al miglioramento osservato nello sviluppo dell'epidemia, nelle ultime settimane.

La pandemia ha già avuto effetti molto significativi sul primo semestre del 2020, nel quale, secondo i dati raccolti dal CNA del turismo (Confederazione Nazionale dell'Artigianato), è stato registrato un decremento del fatturato pari al 73% rispetto all'anno precedente, in ragione del sostanziale azzeramento dei ricavi prodotti nei mesi primaverili. Tuttavia, tale decremento del fatturato, non può essere collegato al Gruppo Fabilia, infatti, le strutture gestite, durante il periodo di *lockdown*, osservavano il naturale periodo di chiusura stagionale.

Le stime più recenti, per l'anno 2020 sul settore turistico, sono state pubblicate in data 10 giugno da Enit. In base a tali stime, ci si aspetta una diminuzione del 44% del totale dei visitatori (nazionali ed internazionali). In particolare, Enit prevede una diminuzione del 55% del numero di visitatori internazionali e del 31% dei visitatori italiani. A questo, si unisce una previsione di minor spesa dei turisti, dovuta alla situazione di incertezza economica e alla differente pianificazione delle rotte da parte delle compagnie aeree. Tali valori, tuttavia, risultano poco rappresentativi per il business proposto da Fabilia, le cui strutture sono frequentate solamente da famiglie (prevalentemente italiane) con bambini che, generalmente, non necessitano di

lunghi viaggi per raggiungere gli hotel e i resort. Oltre a questo, è importante sottolineare come le strutture Fabilia siano tendenzialmente situate in zone non particolarmente colpite dall'epidemia Covid 19.

3.3 Bonus Vacanze

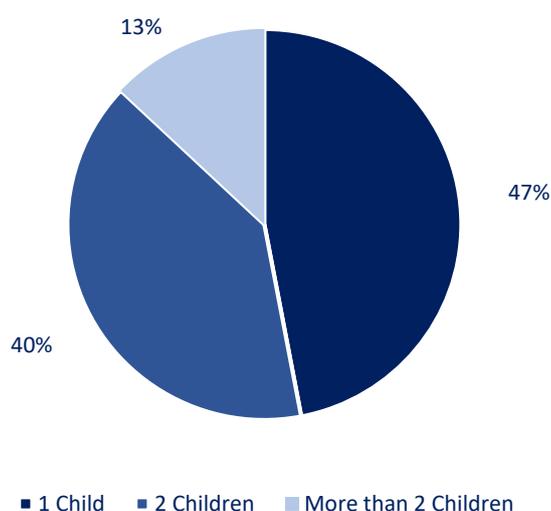
Il cosiddetto bonus vacanze potrebbe rappresentare un fattore positivo per il rilancio del settore turistico italiano per l'anno 2020. Il bonus vacanze, inserito nel decreto Rilancio e pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale in data 19/05/2020, prevede un contributo fino a € 500 per le famiglie che prenotano in strutture ricettive italiane, agriturismi e *bed & breakfast*. Il bonus, fino ad un massimo di € 500, sarà erogato ai nuclei familiari con un ISEE non superiore a € 40.000 e soltanto un membro del nucleo familiare potrà beneficiarne. Il bonus sarà utilizzabile per una quota pari all'80% come sconto (utilizzabile dall'albergatore tramite credito di imposta cedibile a terzi) e, per il restante 20%, come detrazione fiscale. Il bonus è utilizzabile nel periodo compreso tra l'1/07/2020 e il 31/12/2020. Per il riconoscimento del bonus sarà necessario rispettare alcune regole:

- le spese devono essere sostenute in un'unica soluzione, in relazione ai servizi resi da una singola impresa turistico-ricettiva;
- il totale del corrispettivo deve essere documentato da fattura elettronica o documento commerciale, in cui viene indicato il codice fiscale del soggetto che intende usufruire del credito;
- il pagamento del servizio deve avvenire senza l'ausilio, l'intervento o l'intermediazione di soggetti che gestiscono piattaforme o portali telematici diversi da agenzie di viaggio e *tour operator*.

3.4 Famiglie

Nell'ambito del turismo, Fabilia si rivolge solamente alle famiglie con almeno un figlio con un'età massima pari a 16 anni.

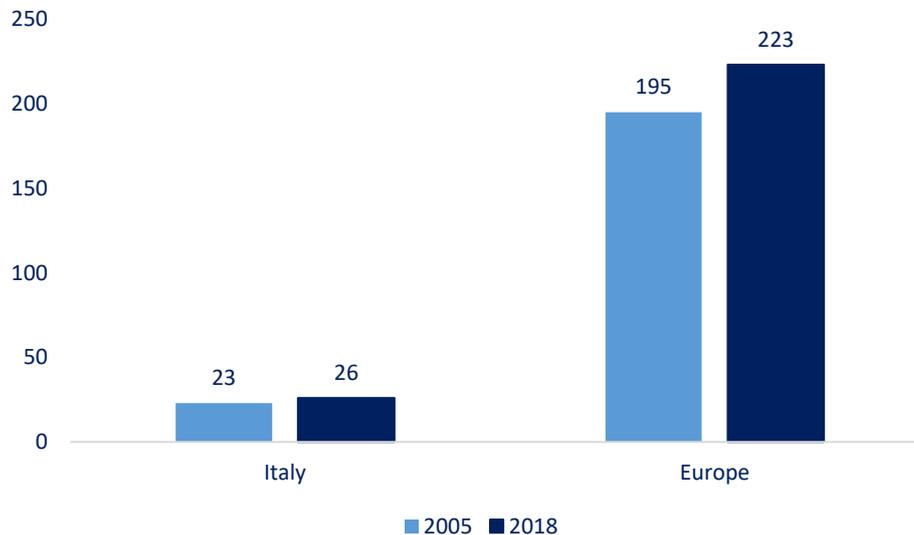
Chart 10 – Family Composition in Europe



Source: Eurostat Households with children in the EU 2018

Secondo quanto stimato nel report Eurostat “Households with children in EU”, il numero di famiglie presenti in Europa alla fine del 2018 era pari a circa 223 mln, di queste, il 47% aveva un solo figlio, il 40% aveva due figli e il restante 13% aveva più di 2 figli. Il numero di famiglie in Italia è cresciuto ad un tasso del 12%, passando da 23 mln nel 2005 a 26 mln nel 2018.

Chart 11 – Total N° of Families in Europe and in Italy 2005-2018

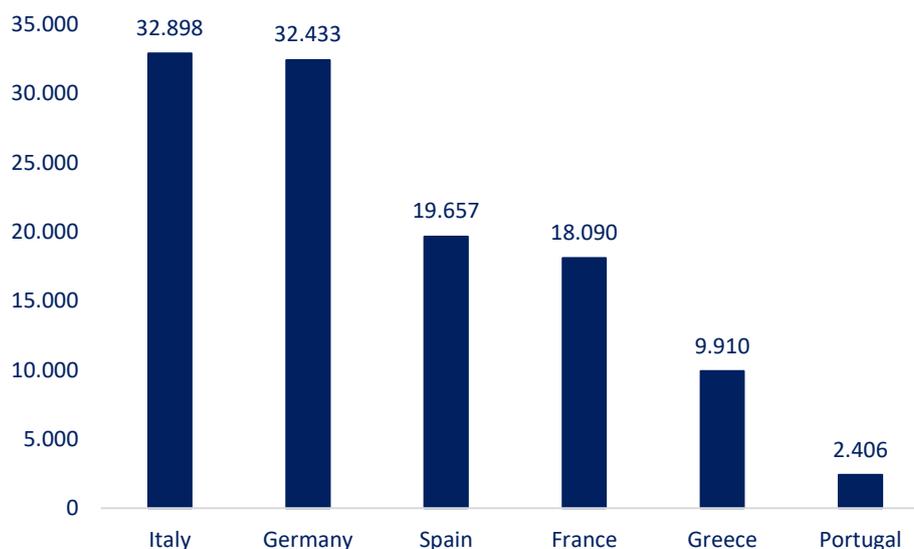


Source: Eurostat Households with children in the EU 2018

Il numero di famiglie, secondo Eurostat, dal 2005 al 2018, in Europa, è cresciuto del 14% passando da 195 mln a 223 mln. In Italia, invece, nello stesso periodo, in Italia, la crescita è stata pari al 13% (sostanzialmente in linea con quella europea), passando da 23 mln a 26 mln, tra queste, nel 2018, la quota di famiglie con bambini era prossima al 30%.

3.4 Hotel in Italia

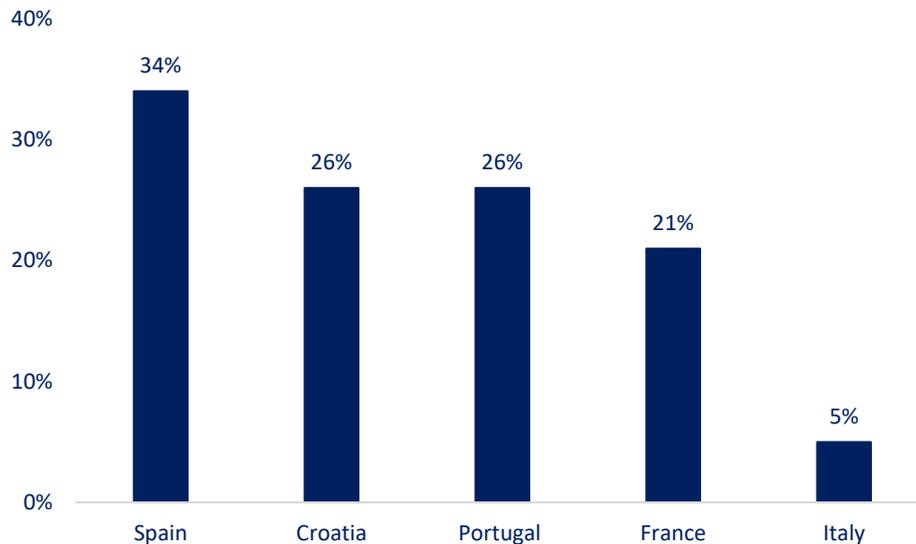
Chart 12 – N° of Hotels in Europe by Country



Source: Horwath HTL European Chains & Hotels Report 2020

L'Italia è il primo Paese europeo per numero di Hotel, con un valore pari a 32.898, seguita dalla Germania con 32.433 strutture. Paesi più simili all'Italia per tipologia di turismo presentano valori significativamente inferiori. In particolare, la Spagna e la Francia, simili all'Italia per caratteristiche turistiche e demografiche mostrano rispettivamente valori pari a 19.657 e 18.090.

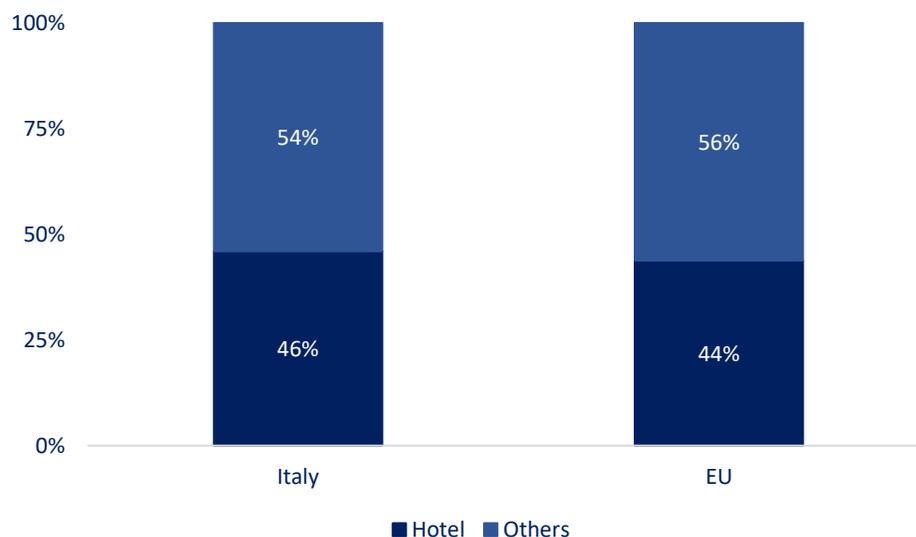
Chart 13 – Hotel Chain Market Share by Country



Source: Horwath HTL European Chains & Hotels Report 2019

In Italia, la percentuale di hotel gestito da catene alberghiere, nel 2018, era pari a circa il 4,8%. Tale dato, seppur in crescita rispetto al 4,5% dell'anno precedente, rimane significativamente inferiore a quello di altri Stati con caratteristiche turistiche simili. Infatti, la quota di mercato delle catene alberghiere, nello stesso anno, era pari al 34% in Spagna, al 26% in Croazia, al 26% in Portogallo e al 21% in Francia. Questo mostra come le catene alberghiere, in Italia, abbiano un certo spazio di crescita.

Chart 14 – Bed Places Share by Accomodation Establishments



Source: Eurostat Households with children in the EU 2018

In Europa, il numero totale di posti letto riservati al settore turistico, nel 2018, era pari a circa 32 mln, tra questi, circa 14 mln di posti letto derivanti da strutture alberghiere, pari a circa il 44% del totale.

In Italia, il totale dei posti letto disponibili era pari 5 mln, di cui circa 2,3 mln derivanti da strutture alberghiere, pari a circa 46% del totale, sostanzialmente in linea con la quota europea.

4.1 Swot

Strenghts:

- *First-mover* e unico Gruppo nel mercato degli hotel per famiglie;
- *Brand awareness*: la catena alberghiera è già accreditata e riconosciuta dalle famiglie;
- Standardizzazione ed industrializzazione dell'offerta;
- Scalabilità del modello di business sia in Italia sia all'estero;
- *Occupancy rate* storico elevato: circa 77%
- Buona gestione delle economie di scala;
- Capacità creative in grado di offrire un servizio sempre più innovativo;
- *Track record* positivo sulle strutture gestite;
- Menzioni su circuiti internazionali e specializzati quali: Bimbo in viaggio, Familien Hotels, de, Tripadvisor e Family Go;
- Centro di prenotazione che garantisce un ottimo livello di disintermediazione;
- Forza contrattuale nei confronti dei proprietari delle strutture;
- Quota significativa di *reapeter*: intorno al 45%;
- Ampio *database* di clienti: oltre 1 mln;
- Mercato di riferimento molto ampio;
- Presenza territoriale estesa.

Weaknesses:

- Concentrazione geografica delle strutture nella zona della Riviera Romagnola;
- Necessità di trovare strutture adatte agli standard Fabilia;
- Livello di indebitamento piuttosto elevato;
- Forte dipendenza del fatturato dal mercato italiano;
- Forte stagionalità dei ricavi legata alla natura del business;
- Necessità di investimenti al fine di adattare le strutture agli standard Fabilia.

Opportunities:

- Possibilità di espansione in nuove aree geografiche italiane;
- Possibilità di espansione in nuove aree geografiche internazionali;
- Possibilità di espansione in nuovi segmenti (città d'arte, terme e altri).

Threats:

- Impossibilità di proteggere il *know-how* dai *competitor*;
- Possibilità di replica del business da parte dei proprietari delle strutture;
- Ingresso nel segmento di grandi *player* internazionali;
- Evoluzione dello scenario legato all'epidemia Covid 19.

5 Economics & Financials

Table 2 – Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mIn)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Revenues	9,03	10,81	12,25	16,00	20,00
Other Revenues	0,10	0,80	0,30	0,30	0,30
Value of Production	9,13	11,61	12,55	16,30	20,30
COGS	1,71	2,54	2,30	3,00	3,75
Services	2,71	2,86	3,40	4,35	5,35
Use of assets owned by others	0,18	0,15	0,10	0,15	0,20
Employees	1,89	2,80	2,50	3,30	4,10
Other Operating Expenses	0,26	0,30	0,30	0,35	0,40
EBITDA	2,38	2,95	3,95	5,15	6,50
<i>EBITDA Margin</i>	26,4%	27,3%	32,2%	32,2%	32,5%
D&A	1,89	2,96	3,65	3,65	4,30
EBIT	0,50	0,00	0,30	1,50	2,20
<i>EBIT Margin</i>	5,5%	0,0%	2,4%	9,4%	11,0%
Financial Management	(0,28)	0,39	0,20	(0,20)	(0,20)
EBT	0,21	0,39	0,50	1,30	2,00
Taxes	0,10	-0,12	0,40	0,70	0,95
Net Income	0,11	0,51	0,10	0,60	1,05

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mIn)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Fixed Assets	5,18	6,95	5,35	6,95	7,00
Account receivable	0,08	0,87	0,15	0,20	0,25
Inventories	0,05	0,45	0,35	0,45	0,60
Account payable	1,68	3,88	2,75	3,05	3,75
Operating Working Capital	(1,55)	(2,56)	(2,25)	(2,40)	(2,90)
Other receivable	3,10	2,15	2,10	2,80	3,65
Other payable	0,38	1,06	1,60	2,50	3,20
Net Working Capital	1,17	(1,47)	(1,75)	(2,10)	(2,45)
Severance Indemnities & Other Provisions	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
NET INVESTED CAPITAL	6,34	5,47	3,59	4,85	4,54
Share Capital	0,05	0,05	0,16	0,16	0,16
Reserves	0,33	0,44	2,32	2,42	3,02
Net Income	0,11	0,51	0,10	0,60	1,05
Equity	0,49	1,00	2,58	3,18	4,23
Cash & Cash Equivalent	0,31	0,37	3,04	3,95	5,05
Short Term Debt to Bank	2,92	2,78	2,70	3,65	3,90
M/L Term Debt to Bank	3,25	2,06	1,35	1,97	1,47
Net Financial Position	5,86	4,47	1,01	1,67	0,32
SOURCES	6,34	5,47	3,59	4,85	4,54

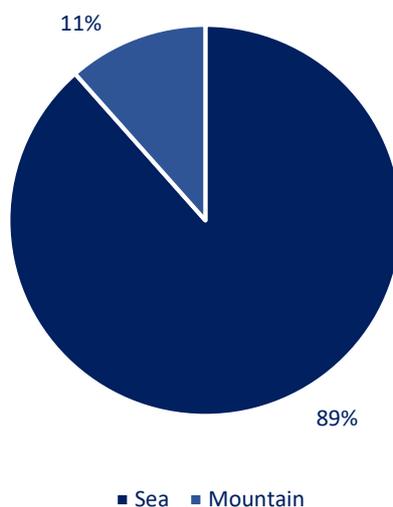
CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mIn)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EBIT		0,00	0,30	1,50	2,20
Taxes		-0,12	0,40	0,70	0,95
NOPAT		0,12	-0,10	0,80	1,25
D&A		2,96	3,65	3,65	4,30
Change in receivable		(0,79)	0,72	(0,05)	(0,05)
Change in payable		2,20	-1,13	0,30	0,70
Change in others		1,63	0,59	0,20	-0,15
<i>Change in NWC</i>		<i>3,04</i>	<i>0,18</i>	<i>0,45</i>	<i>0,50</i>
Change in provisions		0,00	0,00	0,00	0,00
OPERATING CASH FLOW		6,11	3,73	4,90	6,05
Capex		(4,7)	(2,1)	(5,3)	(4,4)
FREE CASH FLOW		1,39	1,67	(0,35)	1,70
Financial Management		0,39	0,20	(0,20)	(0,20)
Change in Debt to Bank		(1,32)	(0,79)	1,57	(0,25)
Change in Equity		(0,00)	1,48	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY		0,46	2,56	1,02	1,25

Source: stime Integrae SIM

5.1 FY19A Results

Nel 2019, è stato registrato un incremento delle *revenues* YoY del 19,6%: il valore della produzione è passato dai € 9,17 mln del 2018 a € 11,54 mln. A questa crescita hanno contribuito anche le entrate di alcune nuove strutture. Nel corso dell'anno l'*occupancy rate* è stato di poco superiore al 75%.

Chart 15 –Revenues Breakdown by Business Line



Source: Integrae SIM

In termini di ricavi generati, la principale linea di business è la linea Mare, con una quota pari all'89% circa del totale. La *business line* Montagna, invece, ha generato una quota all'11% circa.

Anche il valore dell'EBITDA risulta in crescita, passando da €2,37 mln a € 2,96 mln. Questo segna un miglioramento della marginalità che, in termini di EBITDA Margin, passa da 26,3% a 27,4%, grazie ad una significativa decrescita dell'incidenza dei costi per servizi e dei costi per godimento dei beni di terzi. Tali decrescite hanno più che compensato l'incremento delle incidenze della voce COGS e dei costi del personale. L'incremento delle incidenze delle voci COGS e costi del personale è principalmente collegato all'avviamento di tre strutture (Madesimo, Jesolo e Rosolina): la struttura di Madesimo, rimanendo aperta solo pochi giorni nel corso del 2019A, ha generato una quota di costi piuttosto elevata senza produrre i relativi ricavi, mentre Rosolina, struttura di 250 camere che ha generato costi proporzionati alla dimensione, non ha prodotto un livello di ricavi soddisfacente, motivo per cui la gestione è stata terminata.

Nonostante la crescita dell'EBITDA, per l'anno 2019A, si registra un decremento dell'EBIT che passa da € 0,50 mln a - € 0,003, in ragione di un significativo aumento degli ammortamenti dei diritti di uso, relativi ai contratti di affitto di azienda siglati con i proprietari delle strutture.

Gli ammortamenti dei diritti d'uso sono collegati all'applicazione del principio IFRS 16 Leases, che si applica a tutti i contratti che contengono il diritto ad utilizzare un bene (*Right of Use*) per un certo periodo di tempo, in cambio di un determinato corrispettivo. In particolare, nel caso di Fabilia, tale principio è utilizzato nella rilevazione contabile dei canoni di affitto pagati ai proprietari delle strutture gestite. In ragione dell'applicazione di tale principio contabile, i canoni di affitto alimentano la voce passività finanziarie, per un valore pari all'attualizzazione dei canoni che verranno pagati. Le passività finanziarie generate trovano riscontro nell'attivo

di Stato Patrimoniale, tra le immobilizzazioni immateriali, sottoforma di diritti d'uso. I diritti d'uso vengono sottoposti ad un piano di ammortamento basato sulla durata del contratto di affitto di azienda (generalmente tre anni). In ragione di questa rilevazione contabile, i canoni di affitto pagati da Fabilia non figurano nella voce costi per godimento beni di terzi, ma nella voce D&A.

Infine, il Net Income registra un incremento significativo, passando da € 0,11 mln a € 0,51 mln, grazie all'apporto positivo dei proventi finanziari, dovuti alle plusvalenze delle cessioni degli immobili di Fabilia Marotta e Fabilia Piscina.

Per quanto riguarda il circolante, è possibile osservare una decrescita della voce *operating working capital* rispetto all'anno precedente, in ragione dell'aumento dei debiti commerciali. A livello di Capex, risultano investimenti pari a circa € 4,7 mln relativi alle nuove strutture in gestione e agli investimenti necessari a trasformarle in strutture in linea con gli standard di Fabilia. Come spiegato in precedenza, nella voce Capex, rientrano anche i canoni di affitto pagati ai proprietari delle strutture.

La PFN risulta in miglioramento rispetto all'anno precedente, passando da € 5,86 mln a € 4,47 mln. Il miglioramento della PFN testimonia la capacità del Gruppo di generare flussi di cassa positivi.

5.2 FY20E Estimates

Per l'anno 2020E, a fini prudenziali, le stime delle crescite del valore della produzione e della marginalità sono state piuttosto conservative. Per il 2020E, infatti, ci aspettiamo un valore della produzione pari a € 12,55 mln. Per quanto riguarda la marginalità, invece, ci aspettiamo che l'EBITDA raggiunga quota € 4,00 mln, corrispondente ad un EBITDA Margin del 32,7 %. Infine, abbiamo stimato un EBIT pari a € 0,35 mln, corrispondente ad un EBIT Margin del 2,8 %.

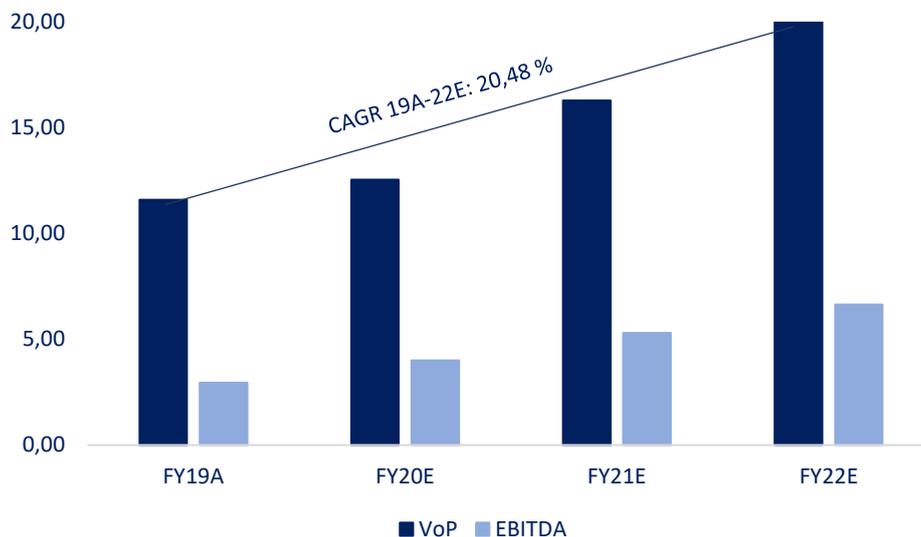
Tali stime sono il frutto delle seguenti *assumption*:

- diminuzione dell'*occupancy rate* del 10% rispetto all'anno 2019A per le strutture esistenti. Mentre per le nuove strutture di Cesenatico e Delfino Milano Marittima, abbiamo stimato un *occupancy rate* in linea con le altre strutture in riviera romagnola;
- nessun aumento generalizzato dei prezzi, ritocchi selettivi su Jesolo, Mima Resort e Palsa già programmati in listino da gennaio 2020;
- crescita dei ricavi derivante quasi esclusivamente dalle nuove strutture aggiunte al perimetro del Gruppo;
- i costi per materie prime: sono stati ipotizzati in linea con il 2018 (l'andamento anomalo del 2019 è legato principalmente all'hotel di Rosolina in provincia di Rovigo, poco efficiente a causa del numero di camere troppo elevato);
- costi per servizi in linea con quelli degli anni precedenti, con l'aggiunta dei costi fissi di quotazione;
- il costo per il personale (composto da salari e stipendi, oneri sociali, TFR) è stato ipotizzato in linea con il 2018 (l'andamento anomalo del 2019 è dovuto ad un minore utilizzo di apprendisti, una scelta del manager chiamato a gestire il personale nel 2019, che si è rivelata troppo costosa, per questo motivo la scelta non è stata riconfermata);
- il Gruppo ha stretto un accordo con le proprietà delle strutture per il quale, qualora nel 2020 il fatturato fosse inferiore a quello teorico su cui era stato stimato il canone d'affitto (da standard del Gruppo corrispondente a circa il 20% dei ricavi), il canone

effettivamente pagato verrebbe riparametrato al fatturato a consuntivo e l'eccedenza sarebbe considerata come provento finanziario.

5.3 FY20E – FY23E Estimates

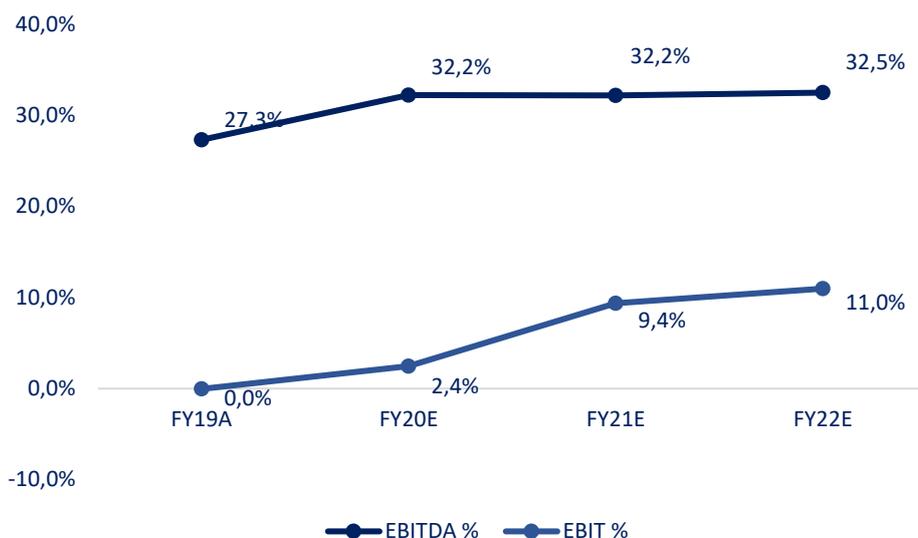
Chart 16 – VoP, EBITDA19A-22E



Source: elaborazione Integrae SIM

Per i prossimi anni, ci aspettiamo un incremento del valore della produzione che, secondo le nostre stime, passerà da € 11,61 mln del 2019 a € 20,30 mln del 2022E (CAGR19A-22E: 20,48%), grazie ai seguenti *driver* di crescita:

- Consolidamento del mercato: le catene alberghiere rappresentano solo il 5% del mercato totale, quota decisamente inferiore a Stati come Spagna (34%) e Portogallo (26%);
- Incremento del numero di strutture gestite, secondo le nostre stime, le strutture passeranno da 10 a 13 dal 2020E al 2022E: due nuove strutture al mare e una in montagna;
- Ampliamento del numero di clienti grazie ad attività di marketing;
- Incremento dell'*hit rate* (tasso di conversione richieste/prenotazione);
- Crescita dell'*occupancy rate*: per il 2021 e il 2022 abbiamo stimato *occupancy rate* rispettivamente pari a circa 83% e 87%;
- Aumento della quota di clienti *reapeter* sul totale;
- Leggero aumento dei prezzi, giustificato dal miglioramento del posizionamento *green e benefit*;
- Creazione di un'offerta sempre più innovativa dal punto di vista delle attività proposte ai bambini.

Chart 17 - EBITDA% and EBIT% 19A-22E


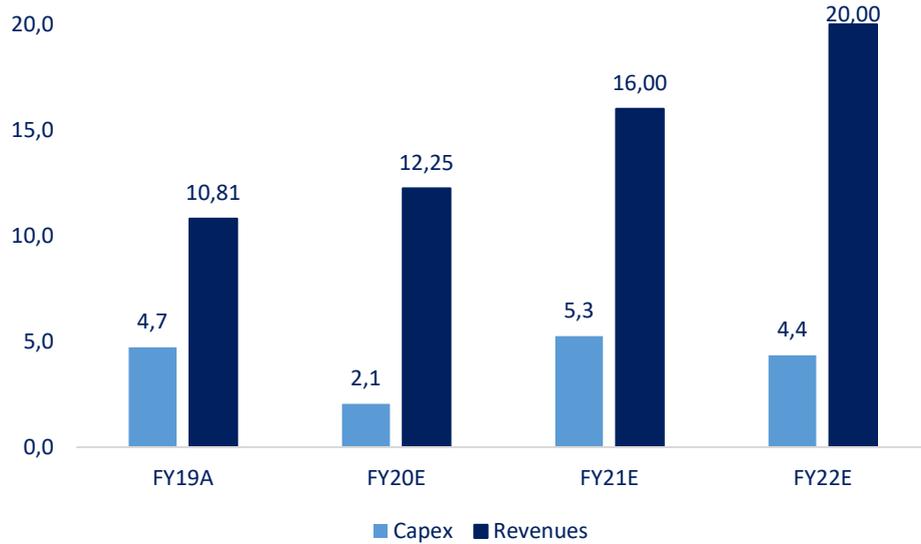
Source: elaborazione Integræe SIM

Allo stesso modo, ci aspettiamo un incremento dell'EBITDA e dell'EBIT che, secondo le nostre stime, passeranno rispettivamente da € 2,95 mln del 2019 a € 6,50 mln del 2022E e da € 0,00 mln del 2019 a € 2,20 mln del 2022E, grazie ai seguenti driver di crescita:

- Peso sempre minore della struttura *corporate* (centro prenotazioni, marketing, pubblicità, amministrazione) sui numeri complessivi del Gruppo, grazie allo sfruttamento di economie di scala;
- Ottimizzazione dei costi, grazie all'assunzione di un manager dedicato al controllo di costi e gestione;
- Aumento della forza contrattuale con i fornitori, grazie ad economie di scala su tutti gli acquisti;
- Diminuzione dell'incidenza dei costi per servizi grazie alla scalabilità del modello, che permette di ridurre l'incidenza dei costi per consulenze e dei costi di marketing e pubblicità;
- Diminuzione dell'incidenza delle voci COGS e costi del personale che secondo le nostre stime, negli anni 2021E e 2022E, si avvicineranno ai valori mostrati nel 2018A, dopo l'incremento osservato nel 2019A. Infatti, queste voci, nel corso del 2019A, come precedentemente descritto, sono state negativamente impattate dalle nuove aperture delle strutture di Rosolina e Madesimo e dal minor utilizzo di apprendisti.

L'incidenza dei costi per servizi, nei prossimi anni, sarà incrementata dai costi di *on-going* derivanti dalla quotazione. I costi di IPO, invece, non avranno effetto sul Conto Economico in ragione dei principi contabili seguiti dal Gruppo (IAS 32). Infatti, i costi sostenuti per la quotazione fanno riferimento unicamente al patrimonio netto della Società.

Chart 18 – Revenues, Capex 19A-22E



Source: elaborazione Integrae SIM

Il valore della voce Capex, per la natura del business di Fabilia, risulta influenzato dalla voce ammortamento dei diritti d'uso che, come spiegato in precedenza, è assimilabile ai canoni di affitto pagati dal Gruppo ai proprietari delle strutture gestite.

Oltre a questo, gli investimenti sono principalmente ascrivibili: al *reshaping* iniziale delle nuove strutture prese in affitto (necessario per l'adeguamento al format Fabilia) ed al periodico rinnovamento delle strutture esistenti. I costi di *reshaping* sono stati stimati a € 2.600 per camera, in linea con i dati osservati negli anni 2018 e 2019. Tra il 2020E e il 2022E, secondo le nostre stime, le strutture gestite da Fabilia passeranno da 10 a 13: due nuove strutture al mare e una in montagna.

Tali investimenti, aggiuntivi ai canoni di affitto, sono stimati pari a circa € 3 mln nel corso dei tre anni di piano.

Chart 19 - NFP 19A-22E



Source: elaborazione Integrae SIM

La NFP mostra un sensibile miglioramento nel 2020E, grazie alla raccolta derivante dall'operazione di IPO.

5.4 Use of Proceeds

Fabilia ha portato a termine la quotazione sul mercato AIM Italia al fine di reperire risorse finalizzate alla prosecuzione del processo di crescita. In particolare, il Gruppo ha pianificato di continuare la propria crescita per linee interne e per linee esterne.

- Per quanto riguarda le linee interne, Fabilia ha in piano di:
 - Ampliare la propria base clienti grazie alla cosiddetta “vacanza a rate”, grazie ad un accordo con Compass per la costruzione di opzioni di finanziamento ripagabili in 12 mesi;
 - Incrementare le attività di marketing al fine di attrarre nuova clientela sia italiana sia estera;
 - Migliorare il proprio posizionamento Benefit attraverso la certificazione B-Corp. Infatti, Fabilia è al lavoro per ottenere la certificazione B Corporation®, rilasciata da B Lab, un ente non-profit internazionale, ad aziende meritevoli per le proprie performance ambientali e sociali.

- Per quanto riguarda le linee esterne, Fabilia ha in piano di:
 - Aggiungere nuove strutture al proprio portafoglio sia in località marittime sia in località di montagna, in alcune località selezionate in Italia (Liguria, Toscana, Campania, Puglia, Valle d'Aosta, Lombardia, Trentino) e all'estero (Costa Azzurra, Deux Alpes, Svizzera, Austria, Croazia);
 - Acquisire tramite operazioni di M&A piccole catene locali di gestione di strutture alberghiere.

6 Valuation

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

6.1 DCF Method

Table 3 – WACC

WACC		5,16%
Risk Free Rate	0,44% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	8,46% Beta Adjusted	1,00
D/E (average)	400,00% Beta Relevered	3,88
Ke	11,40% Kd	5,00%

Source: Integrae SIM

In particolare:

- Il Risk-Free Rate è rappresentato dal Rendistato di luglio 2020 con scadenza compresa tra i 3 anni e 7 mesi e 4 anni e 6 mesi;
- Il Market Premium coincide con il premio per il rischio del mercato italiano calcolato dal Professor A. Damodaran;
- D/E è calcolato in base alle stime di Integrae SIM;
- Ke è stato calcolato tramite CAPM;
- Alfa, ovvero rischio specifico aggiuntivo, tipico degli investimenti azionari in imprese caratterizzati da ridotte dimensioni operative. Trattandosi di piccole dimensioni, lo small cap risk addizionale è stato assunto pari al 2.5%, valore medio tra quelli suggeriti dai principali studi in materia (Massari Zanetti, Valutazione Finanziaria, McGraw-Hill, 2004, pag. 145, A. Damodaran, Cost of Equity and Small Cap Premium in Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets, III edizione 2012, Guatri Bini, Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende, 2009 pag. 236);
- Il Beta è uguale al Beta di mercato poiché non è possibile selezionare un panel di competitor;
- Kd coincide con l'attuale costo del debito del Gruppo.

Utilizzando questi dati, risulta un WACC di 5,16%.

Table 4 – DCF Valuation

DCF Equity Value		19,0
FCFO actualized	3,7	16%
TV actualized DCF	19,9	84%
Enterprise Value	23,5	100%
NFP (FY19A)	4,5	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, ne risulta un **equity value di €19,0 mln**. Il target price è quindi di € 3,13, rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 5 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		3,7%	4,2%	4,7%	5,2%	5,7%	6,2%	6,7%
Growth Rate (g)	2,5%	73,9	50,6	38,1	30,2	24,9	21,0	18,0
	2,0%	51,5	38,7	30,8	25,3	21,4	18,4	16,0
	1,5%	39,4	31,3	25,8	21,8	18,7	16,3	14,4
	1,0%	31,9	26,2	22,2	19,0	16,6	14,6	13,0
	0,5%	26,7	22,6	19,4	16,9	14,9	13,3	11,9
	0,0%	23,0	19,8	17,2	15,2	13,5	12,1	10,9
	-0,5%	20,1	17,6	15,5	13,8	12,4	11,2	10,1

Source: Integrae SIM

Table 6 – Implied Multiples – Sensitivity Analysis

Equity Value (€/mln)	EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
16,0	5,2x	4,0x	3,1x	68,2x	13,6x	9,3x
17,0	5,4x	4,2x	3,3x	71,6x	14,3x	9,8x
18,0	5,7x	4,4x	3,5x	74,9x	15,0x	10,2x
19,0	5,9x	4,6x	3,6x	78,2x	15,6x	10,7x
20,0	6,2x	4,8x	3,8x	81,6x	16,3x	11,1x
21,0	6,4x	4,9x	3,9x	84,9x	17,0x	11,6x
22,0	6,7x	5,1x	4,1x	88,2x	17,6x	12,1x

Source: Integrae SIM

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

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

Disclaimer

This publication was produced by INTEGRAE SIM SpA. INTEGRAE SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of March 29th, 2011. INTEGRAE SIM SpA performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

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

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

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

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

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

Rating system (long term horizon: 12 months)

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

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

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

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

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

Conflict of interest

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

- Integræ SIM S.p.A. It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Nominated Adviser of the Fabilia;
- Integræ SIM S.p.A. It pays, or has paid in the past 12 months inside of the engagement of specialist, research services in favor of Fabilia;
- Integræ SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Fabilia.

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