

EQUITY RESEARCH

KALEON
INITIATION DE COUVERTURE

ACHAT
OC 5.5€
Potentiel: 35%

Préserver le Patrimoine, Créer de la Valeur

Kaleon est l'unique acteur européen privé positionné sur l'Heritage Management à destination des propriétaires de biens patrimoniaux. Son modèle combine externalisation complète, revenus garantis et préservation intégrale de la propriété - une proposition de valeur unique sur un marché sans concurrent direct. Le groupe opère un portefeuille d'actifs iconiques dont la notoriété est établie depuis quatre siècles : les îles Borromées, qualifiées par le New York Times parmi les lieux les plus fascinants du monde.

La société se situe au croisement de trois dynamiques attractives : la demande croissante d'expériences culturelles exclusives, le besoin pressant des familles propriétaires de trouver des solutions de pérennisation et de valorisation, et l'attrait institutionnel pour des modèles asset-light durables. Kaleon offre un profil de croissance différencié, avec une proposition de valeur défendable à long terme.

Nous identifions quatre piliers d'investissement. **i) Un modèle économique asset-light**, différenciant et répliquable, générant des marges EBITDA supérieures à 25%. **ii) un marché structurellement porteur** : 6 Md€ de tourisme culturel en Italie, en croissance de 11-15% par an, et 44 000 propriétés historiques privées à valoriser. **iii) Une trajectoire de croissance visible** : un CAGR organique 2024-2029 de +8,8%, avec une optionalité significative liée à l'expansion externe. **iv) Un profil financier attractif** : une génération de cash attendue autour de 40% et une position financière nette positive estimée à 5 M€ fin 2025, après l'augmentation de capital de 16,5 M€ lors de l'IPO, offrant une base solide pour une stratégie d'investissement en expansion.

Au-delà de ces quatre piliers, nous voyons une optionalité non intégrée dans notre valorisation : le potentiel d'un adossement hôtelier. L'acquisition de Paris Society par Accor et le lancement d'Emblem illustrent l'intérêt croissant des majors pour des concepts ancrés dans des lieux culturels d'exception. Kaleon offrirait alors un atout différenciant : un accès privilégié au patrimoine privé italien, une légitimité auprès des familles propriétaires et 40 ans d'expertise en conservation. **C'est important signaler que ce scénario est le fruit de notre propre réflexion** et ne reflète pas une intention exprimée par le management de Kaleon. Il n'est pas intégré dans notre valorisation.

Nous initions la couverture de Kaleon avec une recommandation d'ACHAT et un OC de 5,50 € par action. À 7x EV/EBITDA 2026e, le titre se traite ~30% en dessous des comparables sélectionnés, malgré des attentes de croissance et des marges supérieures. Nous estimons que le groupe dispose d'un solide track record de croissance organique, démontrant la crédibilité de son expansion dans un segment de niche qui requiert des investissements ciblés et une exécution de premier ordre.

TP ICAP Midcap Estimates	12/24	12/25e	12/26e	12/27e	Valuation Ratio	12/25e	12/26e	12/27e
Chiffre d'affaires (m €)	21,7	23,3	26,3	28,8	VE/Sales	2,2	2,0	1,7
ROC (m €)	5,5	6,1	7,4	8,4	VE/EBITDA	8,6	7,1	6,0
MOC (%)	25,4	26,1	28,3	29,0	VE/EBIT	8,6	7,1	6,0
BPA (publié) (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	Source: TPICAP Midcap			
Dividende (€)	0,00	0,00	0,00	0,00				
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0				
FCF (m €)	1,6	-0,9	-0,5	3,4				

Key data

Prix actuel (€)	4,1
Secteur	Tourisme
Ticker	ALKLN-FR
Nb d'actions (M)	14,125
Capitalisation boursière	57,6
Prochain événement	Sales 2025 - 16.02.2026

Source: FactSet

Actionnaires (%)

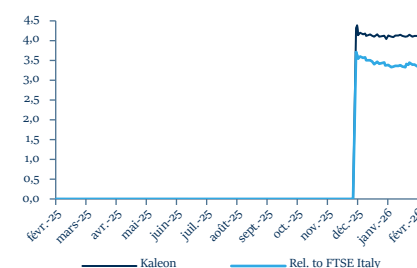
L6A4 S.r.l. (Vitaliano Borromeo)	70,8
Free float	29,2

Source: TPICAP Midcap estimations

BPA (€)	12/25e	12/26e	12/27e
Estimation	0,00	0,00	0,00
Changement de nos estimations (%)	na	na	na

Source: TPICAP Midcap estimations

Performance (%)	1D	1M	YTD
Evolution du cours	-0,9	-0,5	0,9
Rel FTSE Italy	-1,0	-0,9	-1,0



Source: FactSet

Analyst
Alessio Olmi
alessio.olmi@tpicap.com
+33149241801



Equity Strategist
Sarah Thirion
sarah.thirion@tpicap.com
+33153451072





PRÉSERVER LE PATRIMOINE, CRÉER DE LA VALEUR	1
DESCRIPTION	3
SWOT ANALYSIS	3
1 - PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ	4
2 - ANALYSE DE MARCHÉ	6
3 - STRATÉGIE DE CROISSANCE	12
4 - BUSINESS MODEL	17
5 - HISTORIQUE FINANCIER : PERFORMANCE ET RÉSILIENCE DU CASH-FLOW	24
6 - PROJECTIONS FINANCIÈRES : LE PROCHAIN CHAPITRE DE KALEON	28
7 - VALORISATION	33
ANNEXE 1: MANAGEMENT	40
FINANCIAL DATA	41

Description

Kaleon Heritage Management est spécialisée dans la préservation, la valorisation et la promotion du patrimoine historique, artistique et naturel. L'entreprise a démontré avec succès que des actifs familiaux de classe mondiale peuvent générer à la fois une valeur culturelle et des retombées économiques. S'appuyant sur l'héritage de la famille Borromeo, Kaleon a développé une plateforme de tourisme durable qui constitue un moteur économique clé pour la région du lac Majeur. Le groupe gère actuellement six sites appartenant à la famille Borromeo, accueillant environ 1 million de visiteurs par an, et continue d'élargir son portefeuille d'expériences liées au patrimoine. En combinant la conservation du patrimoine et le développement touristique innovant, Kaleon crée un modèle économique unique et à forte marge, où la valorisation culturelle et la rentabilité coexistent.

SWOT Analysis

Strengths

- Portefeuille d'actifs unique et prestigieux (îles Borromées)
- Track record de 40 ans, ~1 million de visiteurs annuels
- Modèle asset-light à forte marge (EBITDA >25%)
- Offre intégrée (culture, hôtellerie, F&B, événements)

Weaknesses

- Saisonnalité marquée (60-70% du CA sur mai-septembre) et sensibilité aux conditions météorologiques
- Concentration géographique sur le Lac Majeur
- Taille modeste limitant les économies d'échelle
- Dépendance aux actifs Borromeo (>90% du CA)

Opportunities

- Marché italien fragmenté (44 000 sites privés)
- Partenariat ADSI (4 500 membres, 15+ demandes)
- Croissance tourisme culturel (+11-15% CAGR)
- Candidature UNESCO Stresa (septembre 2025)

Threats

- Risque d'exécution sur l'expansion externe
- Sensibilité macro (crises sanitaires, géopolitiques, inflation des coûts)
- Concurrence potentielle de nouveaux entrants
- Perception de conflit d'intérêts (baux Borromeo)

1 – Présentation de la Société

1.1 – Historique et vision

Kaleon a été fondée en juin 1983 par la famille Borromeo comme structure dédiée à la préservation et la valorisation de leur patrimoine historique autour du Lac Majeur. Le nom « Kaleon » s'inspire du **grec ancien καλός (kalós)**, qui désigne la beauté mais aussi ce qui est noble et vertueux sur le plan moral et éthique. Cette étymologie reflète la philosophie du groupe : créer de la valeur économique tout en préservant et transmettant un héritage culturel d'exception.

La famille Borromeo est l'une des plus anciennes et prestigieuses dynasties du nord de l'Italie, dont les origines remontent au XII^e siècle. Elle possède les territoires du Lac Majeur depuis le XV^e siècle – Isola Madre depuis 1501, Rocca di Angera depuis 1449, Isola Bella depuis 1604. Contrairement à de nombreuses familles aristocratiques européennes qui ont vendu ou laissé périliter leur patrimoine face aux contraintes économiques et fiscales, les Borromeo ont toujours considéré leurs propriétés non comme une richesse privée à exploiter mais comme un héritage à valoriser, respecter, partager et transmettre aux générations futures.

Ce patrimoine d'exception a accueilli au fil des siècles des figures historiques majeures : Napoléon Bonaparte en 1797, les écrivains Stendhal et Gustave Flaubert (qui décrit Isola Madre comme « le lieu le plus voluptueux qu'il ait vu »), le compositeur Franz Liszt, et Ernest Hemingway qui situa les derniers chapitres de « L'Adieu aux armes » sur les îles Borromées. Plus récemment, les sites ont accueilli le sommet du G7 Finances en 2024 et le défilé Louis Vuitton Cruise 2024, témoignant de leur attractivité internationale persistante.

1.2 – Le modèle économique : trois piliers fondateurs

Le modèle économique de Kaleon repose sur **trois principes fondamentaux** qui le différencient radicalement des approches traditionnelles de gestion patrimoniale en Italie et en Europe :

- **Asset-light : focus opérationnel plutôt que propriétaire** - Kaleon n'acquiert pas les sites culturels qu'elle gère mais se spécialise dans leur transformation et leur exploitation via des leases long terme (10-15 ans). Cette approche présente plusieurs avantages stratégiques : i) limitation de l'intensité capitalistique et du risque bilanciel, ii) concentration des ressources sur l'expertise opérationnelle et la création de valeur, iii) possibilité d'expansion rapide sans contrainte de financement immobilier, et iv) alignement des intérêts avec les propriétaires qui conservent leur patrimoine tout en bénéficiant d'une valorisation professionnelle.
- **Écosystème intégré : approche centralisée créatrice de synergies** - Kaleon crée de la valeur en connectant son portefeuille de sites via une infrastructure et une expertise partagées. Les fonctions support (marketing, commercial, administration, achats) sont centralisées au niveau groupe, générant des économies d'échelle significatives. Cette approche constitue une rupture avec le modèle italien traditionnel, caractérisé par une gestion fragmentée et site par site, sans mutualisation ni vision d'ensemble.
- **Monétisation expérientielle : au-delà de la simple visite culturelle** - Kaleon enrichit les visites culturelles d'une offre de services complète - restauration, hébergement, retail, événements premium - qui élève simultanément la satisfaction visiteur et génère des flux de revenus diversifiés. Cette stratégie transforme une visite ponctuelle en expérience immersive multi-facettes, augmentant significativement le panier moyen et la durée de séjour. Les clients en séjour dépensent ainsi 3 à 4 fois plus que les visiteurs journée.

1.3 – Portefeuille d'actifs : six sites d'exception à date

Le portefeuille d'actifs de Kaleon à l'IPO constitue un point d'entrée exceptionnel. Les îles Borromées ont été qualifiées par le New York Times en 2019 parmi les lieux les plus fascinants du monde, une reconnaissance qui s'inscrit dans une longue tradition : Montesquieu décrivait déjà l'archipel comme "le lieu de séjour le plus enchanteur du monde", tandis que Flaubert qualifiait les jardins d'Isola Madre de "lieu le plus voluptueux du monde".

En 2024, Louis Vuitton a choisi Isola Bella pour son défilé Cruise, confirmant le positionnement des sites dans l'imaginaire du luxe mondial. Or, ces actifs iconiques représentent le cœur du portefeuille Kaleon à date: Isola Bella et Isola Madre génèrent à elles seules plus de 70% du chiffre d'affaires du groupe. Complété par le Parco Pallavicino (en cours de transformation hôtelière), la Rocca di Angera (château médiéval abritant le plus grand musée de la poupée d'Europe), le Parco del Mottarone et les Castelli di Cannero, le portefeuille initial offre une diversité d'expériences - jardins baroques, forteresse médiévale, parc animalier, aventure montagne - sur une base d'actifs dont la notoriété internationale est déjà établie. Kaleon n'a pas à construire la réputation de ses sites : elle existe depuis quatre siècles.

Kaleon gère actuellement six sites patrimoniaux d'exception, tous situés dans la région du Lac Majeur, attirant collectivement près d'un million de visiteurs annuels et générant 21,7 M€ de chiffre d'affaires en 2024 .

Graphique 1 : Assets détenus par Kaleon actuellement



Source: TP ICAP, Company Data

Isola Bella constitue incontestablement le navire amiral du portefeuille. Initialement simple rocher avec maisons de pêcheurs au XVII^e siècle, l'île a été transformée par Vitaliano VI Borromeo en chef-d'œuvre baroque. Le palais Borromeo, avec ses salles ornées de peintures, tapisseries et sculptures, et ses grottes décorées de galets et coquillages, surplombe des jardins en terrasses spectaculaires formant le Teatro Massimo. Le site génère à lui seul plus de 12 M€ de revenus annuels.

2 – Analyse de Marché

2.1 – L'essor du tourisme culturel mondial

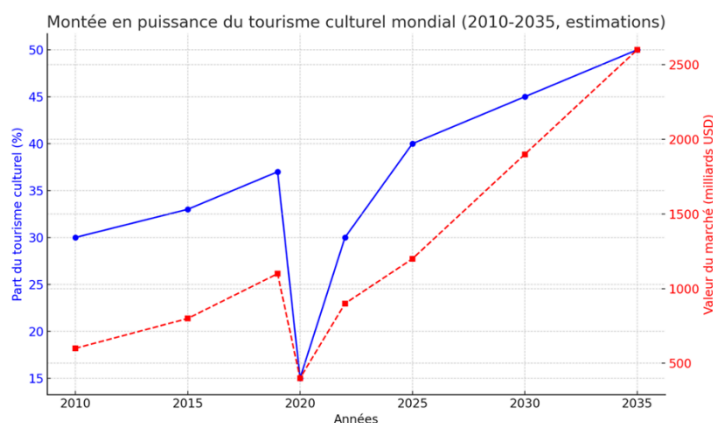
Le tourisme culturel - défini comme les déplacements motivés par les attractions et produits culturels tangibles et intangibles d'une destination - connaît une croissance structurelle portée par des tendances de fond convergentes.

Selon les estimations de McKinsey, *Coherent Market Insights* et *Data Bridge Market Research*, le marché mondial du tourisme culturel devrait croître de 11-15% par an entre 2025 et 2032, tiré par plusieurs facteurs :

- **Quête de sens et d'authenticité** : les voyageurs recherchent des expériences offrant découverte, émotion et connexion avec l'histoire et les cultures locales. La visite de sites historiques, musées et festivals répond à ce besoin de sens.
- **Émergence des classes moyennes mondiales** : une nouvelle base de clientèle capable de voyager internationalement, particulièrement vers l'Europe perçue comme un « musée à ciel ouvert ».
- **« Slow tourism » et séjours courts** : développement des connexions low-cost et régionales, dispersion des flux touristiques, montée du slow tourism (voyager moins loin, moins vite, mieux) et des séjours courts - tendance post-pandémique durable selon McKinsey.
- **Routes culturelles** : émergence d'itinéraires thématiques reliant monuments, musées, paysages et villages (routes UNESCO, routes culturelles du Conseil de l'Europe, routes des abbayes, Route de la Soie).
- **Destinations secondaires** : désir d'expériences authentiques et moins standardisées via la découverte de villes secondaires riches en patrimoine. Le Lac Majeur est une destination emblématique de cette dynamique.
- **Technologies immersives** : adoption de technologies enrichissant les visites, rendant le patrimoine plus compréhensible, immersif et attractif.

Une étude du marché du tourisme patrimonial en Europe montre que la sous-catégorie « patrimoine culturel » représentait 55,5% des revenus du segment tourisme patrimonial en 2024. Selon McKinsey (*The State of Tourism and Hospitality 2024*), les enthousiastes de culture et d'authenticité (18% des 5 000 répondants) sont des voyageurs actifs à budget élevé, dépensant généralement plus de 150\$/jour, appréciant les visites culturelles et prêts à payer pour des expériences uniques.

Graphique 2 : Croissance estimée du marché mondial du tourisme culturel



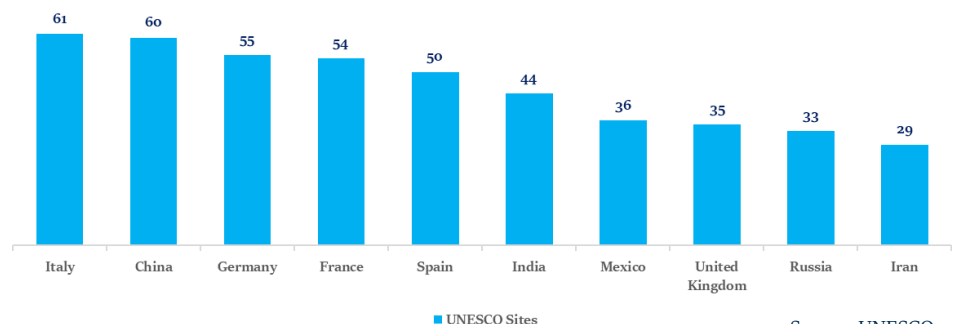
Source: Estimations TP ICAP Midcap 2025-2035 fondées sur les projections du FMI (marché mondial du tourisme culturel à 1,2 trillion USD en 2025 et env. 2,6 trillions USD en 2035), Data Bridge, Grand View Research.
2020 : effondrement de 74 % des arrivées internationales pour toutes les formes de tourisme (OMT/UNESCO).

2.2 – Le tourisme culturel italien : un marché de 6 Md€ structurellement porteur

L'Italie occupe une position absolument singulière dans le paysage mondial du tourisme culturel, combinant des atouts structurels qu'aucun autre pays ne peut prétendre réunir. Cette configuration exceptionnelle crée un environnement de croissance particulièrement favorable pour Kaleon.

L'Italie détient le record mondial de sites inscrits au patrimoine mondial de l'UNESCO, avec 61 sites répertoriés, devant la Chine et l'Espagne. Le pays regroupe plusieurs capitales universelles de l'art et de l'histoire – Rome, Florence, Venise, Naples, Milan – ainsi qu'une densité incomparable de musées, monuments et vestiges antiques. En 2024, l'Italie a accueilli près de 60 millions de visiteurs internationaux (57,8 millions selon le World Tourism Ranking), se classant ainsi au troisième rang européen. Les nuitées dans les hébergements touristiques ont atteint 458,4 millions (+2,5%), dont plus de 250 millions générées par des touristes étrangers (+6,8%, soit 55% du total). Parallèlement, les dépenses touristiques internationales ont dépassé 56,7 milliards d'euros en 2024 (+10% par rapport à 2023), et devraient atteindre 77,4 milliards d'euros d'ici 2034, avec un taux de croissance annuel moyen de 3,2%. Dans ce contexte, le marché italien du tourisme culturel – estimé à 6 milliards d'euros – devrait croître de 11 à 15% par an entre 2024 et 2028 (selon McKinsey, *Coherent Market Insights et Data Bridge Market Research*), porté par la recherche d'expériences authentiques et significatives, par l'expansion des classes moyennes mondiales qui considèrent l'Europe comme un "musée à ciel ouvert", ainsi que par le développement du slow tourism, favorisant des séjours culturels de proximité.

Graphique 3 : L'Italie, premier pays au monde par nombre de sites UNESCO



La situation géographique de l'Italie, au cœur du bassin méditerranéen, renforce cette attractivité grâce à une accessibilité exceptionnelle et à une demande transfrontalière structurelle provenant de la France, de la Suisse, de l'Autriche et de la Slovaquie. La combinaison des plages ligures et adriatiques, des massifs alpins et dolomitiques, des lacs du Nord et des collines toscanes offre un éventail complet d'expériences qui constitue un avantage structurel permettant une attractivité touristique tout au long de l'année et une extension naturelle de la saison. À cette dynamique s'ajoute une convergence d'investissements publics et privés : les dépenses privées consacrées aux propriétés historiques ont progressé de +27% en six ans (1,5 Md€ en 2017 à 1,9 Md€ en 2023, selon l'ADSI), tandis que le PNRR (Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza) injecte 3,8 Md€ dédiés à la restauration des sites et à la digitalisation des parcours visiteurs, témoignant d'un engagement systémique visant à moderniser l'accès au patrimoine.

L'Italie bénéficie également d'un "effet glamour" unique, régulièrement entretenu par des mariages de célébrités (George Clooney en 2014, Jeff Bezos en 2025), des tournages emblématiques ("House of Gucci" en 2021) ou encore des événements majeurs de la mode. Cette aura culturelle et esthétique, associée à l'imaginaire de la Dolce Vita, au design et au luxe, attire une clientèle premium, et les Jeux Olympiques d'hiver Milan-Cortina 2026 renforceront davantage cette visibilité internationale. Milan, Rome, Florence et Naples demeurent par ailleurs des centres historiques d'excellence artisanale et abritent des maisons iconiques telles que Gucci, Prada, Valentino, Armani ou Dolce & Gabbana, dont les initiatives créent des synergies naturelles avec le patrimoine culturel, confirmant le potentiel de monétisation "premium" des sites d'exception.

Une caractéristique structurante distingue néanmoins l'Italie d'autres pays européens : contrairement à la France, où la Révolution de 1789 a entraîné la nationalisation de la plupart des monuments historiques, l'Italie conserve une proportion exceptionnelle de patrimoine privé, avec 43 700 propriétés historiques protégées, dont près de 20 000 partiellement ou totalement inactives faute de ressources. Cette configuration unique crée un vivier considérable d'opportunités pour un opérateur spécialisé et représente un avantage compétitif structurel sans équivalent en Europe.

Enfin, le contexte européen offre un cadre particulièrement favorable grâce à un volume de temps libre nettement supérieur à celui d'autres régions du monde : entre 30 et 36 jours de congés annuels selon les pays, auxquels s'ajoutent 10 à 15 jours fériés, contre rarement plus de deux semaines aux États-Unis et 10 à 20 jours dans de nombreux pays asiatiques. Cette disponibilité structurelle garantit une base de clientèle locale stable, facilite le remplissage des périodes hors saison et soutient le développement d'offres courtes à forte dimension culturelle.

2.3 – Les échecs des modèles existants en gestion patrimoniale

Le marché de la gestion patrimoniale se caractérise par une fragmentation extrême et une inefficience généralisée des opérateurs existants. Cette situation crée un vide que Kaleon est positionné pour combler avec son modèle intégré.

Institutions publiques : inefficacité économique structurelle

Les institutions nationales en charge de la gestion patrimoniale échouent systématiquement en termes de rentabilité et de viabilité économique. En France, les ventes de billets et l'autofinancement ne couvrent en moyenne que 50% des coûts de maintenance. Le Sénat critique la gestion coûteuse du patrimoine : pour le Centre des Monuments Nationaux (CMN), l'État doit contribuer plus de 100 M€ chaque année. Le Sénat recommande explicitement d'améliorer la rentabilité, soulignant que le prix moyen du billet au CMN est de seulement 5€ par visiteur.

Europa Nostra, ONG européenne pour le patrimoine culturel présente dans plus de 50 pays et travaillant en partenariat avec l'UNESCO, l'UE et le Conseil de l'Europe, reste vulnérable du fait de sa dépendance aux financements publics dans un contexte de contraintes budgétaires.

Initiatives privées : le dilemme propriété vs rentabilité

Les initiatives privées, qu'elles soient associatives ou sous forme de trusts, contribuent à la préservation du patrimoine mais échouent à réconcilier rentabilité économique et maintien de la propriété par les ayants droit légitimes :

Modèle Trust (National Trust UK) : le propriétaire transfère généralement la propriété au Trustee qui gère le bien pour les bénéficiaires (public, communautés, héritiers), tout en conservant éventuellement certains droits d'usage. Ce modèle implique une perte de contrôle patrimonial pour les familles.

Conservation Easements (États-Unis) : le propriétaire reste titulaire mais accorde au Trust le contrôle sur l'usage ou les modifications, préservant l'intégrité paysagère ou architecturale sans exploitation économique.

Heritage Partnership Agreements (UK) : le propriétaire conserve la propriété mais certains aspects de l'usage ou de la gestion sont réglementés, sans opérationnalisation complète au-delà du cadre réglementaire.

Usufruit (droit civil) : le propriétaire conserve la nue-propriété tout en transférant temporairement l'usage ou l'exploitation à un tiers, sans offrir de modèle touristique ou culturel structuré ni d'expertise en valorisation.

FAI (Fondo per l'Ambiente Italiano) : fondation privée à but non lucratif créée en 1975 sur le modèle du National Trust britannique. Son motto : « Per il paesaggio, l'arte e la natura. Per sempre, per tutti. » Contrairement à Kaleon, le FAI acquiert les propriétés pour les préserver dans un modèle de fondation – incompatible avec le souhait de transmission familiale.

Opérateurs italiens : focus public, pas privé

La plupart des acteurs opérant dans l'environnement immédiat de Kaleon sont publics/in-house ou des coopératives/entreprises privées agissant davantage comme prestataires de services techniques et/ou extensions opérationnelles des autorités publiques :



Scabec : société in-house de la région Campanie dédiée à la promotion du patrimoine régional, opérant dans la conception et gestion d'événements. Aucune expertise en gestion clé-en-main de propriétés privées.



Civita Mostre & Musei : entreprise culturelle romaine focalisée sur les expositions et services muséaux. Non impliquée dans l'exploitation durable de résidences privées, ciblant naturellement ministères, musées publics et collectivités locales.



Arthemisia : leader des expositions d'art, concevant et organisant des expositions temporaires. Modèle événementiel, non adapté à la gestion patrimoniale continue.



Gebart : opérateur privé fondé fin des années 1980, spécialisé dans les services muséaux additionnels (billetterie, boutiques, édition). Sert les musées d'État via appels d'offres, ne gère pas de propriétés privées globalement.



Zetema Progetto Cultura : société détenue par la ville de Rome depuis 2005, bras opérationnel de Rome pour la culture et le tourisme. Adresse les services culturels municipaux et musées civiques.



CoopCulture : coopérative nationale gérant accueil, billetterie et visites pour des sites majoritairement publics. Sert l'État, les parcs archéologiques et musées, non positionnée pour les propriétaires privés.



Opera Laboratori : opérateur privé de services muséaux, particulièrement en Toscane. Opère billetterie, boutiques, événements et itinéraires culturels, servant les musées sous concession. Ne gère pas de propriétés privées.



ALES (Arte Lavoro e Servizi S.p.A.) : société in-house du ministère de la Culture soutenant la préservation et promotion du patrimoine culturel via services techniques, administratifs et de gestion. Bras opérationnel du MiC, sans activité sur les résidences privées.

2.4 – Le Positionnement Unique de Kaleon

Toutes ces initiatives partagent une lacune fondamentale : aucune ne propose simultanément les trois éléments que recherchent les propriétaires de patrimoine privé -conservation de la pleine propriété, expertise opérationnelle complète et rentabilité économique. **Les institutions publiques savent gérer mais ne savent pas rentabiliser.**

Les trusts et fondations (National Trust, FAI) savent préserver et parfois rentabiliser, mais exigent un transfert de propriété -incompatible avec le souhait de transmission familiale qui caractérise l'aristocratie italienne.

Les mécanismes juridiques (Conservation Easements, usufruit, Heritage Partnership Agreements) préservent la propriété mais n'offrent ni expertise touristique ni modèle de valorisation économique structuré.

Les opérateurs italiens (CoopCulture, Civita, Zetema, Opera Laboratori, Arthemisia, Gebart, ALES) sont des prestataires de services techniques focalisés sur le secteur public - ils répondent à des appels d'offres ministériels pour des musées d'État, pas aux besoins spécifiques des familles propriétaires.

Kaleon, opérateur issu de la gestion des sites Borromeo, prend en charge l'intégralité de la gestion patrimoniale - conservation, exploitation touristique et valorisation culturelle - tout en laissant au propriétaire la pleine propriété de son bien. Le groupe cible principalement les propriétaires privés, avec 40 ans d'expertise dans la gestion de sites vivants.

Il est le seul acteur à combiner : (i) maintien de la pleine propriété par la famille, (ii) prise en charge complète de la gestion - conservation, exploitation touristique, valorisation culturelle - avec 40 ans d'expertise sur sites vivants, **(iii) génération d'une rentabilité économique structurelle (marge EBITDA >25%), et (iv) capacité d'investissement initial soulageant financièrement les propriétaires.** Cette proposition de valeur unique répond directement aux besoins des 44 000 propriétés patrimoniales privées italiennes - un marché jusqu'alors sans opérateur dédié.

Graphique 4 : Paysage Concurrentiel – Gestion du Patrimoine en Italie

Modèle de Gestion	Conservation propriété	Expertise opérationnelle	Rentabilité économique
Institutions publiques (CMN, ALES)	N/A	✓	✗
National Trust/FAI	✗	✓	Variable
Conservation Easements	✓	✗	✗
Usufruit	✓	✗	✗
Opérateurs italiens (CoopCulture, Civita, etc)	N/A	Partielle	Variable
Kaleon	✓	✓	✓

Source: TP ICAP, Company Data

2.5 – Le cas d'école : Loire vs Vénétie

Les Châteaux de la Loire constituent le cas d'étude parfait démontrant le potentiel de Kaleon sur le marché italien fragmenté. Le succès des Châteaux de la Loire repose sur une coordination centralisée intégrant réservations (site web unique), mobilité (500 trains/jour, 900 km de pistes cyclables) et programmation culturelle (événements toute l'année), **générant 4,7 millions de visiteurs annuels.** Cette approche transforme 300 sites dispersés en une destination cohérente et monétisable.

En comparaison, les 323 Villas Vénitiennes, gérées individuellement sans coordination, peinent à attirer des visiteurs enregistrés et restent largement sous-exploitées malgré leur reconnaissance UNESCO antérieure. L'écart de performance entre Loire et Vénétie démontre concrètement le potentiel de création de valeur : transformer des sites isolés en un réseau attractif multipliant visiteurs et revenus.

Le marché italien, actuellement entravé par sa fragmentation administrative, offre ainsi à Kaleon un avantage compétitif considérable en tant qu'agrégateur et gestionnaire intégré capable de répliquer le succès français. Critiquement, contrairement au modèle français où la propriété réside typiquement chez l'État ou des fondations, la structure asset-light de Kaleon permet aux propriétaires privés de conserver la pleine propriété tout en accédant à une gestion professionnelle intégrée - proposition de valeur différenciée répondant directement aux besoins des 44 000 propriétés patrimoniales privées italiennes.



2.6 – Le cas Paris Society / Accor : validation du modèle par un leader mondial

Paris Society illustre parfaitement le potentiel d'un opérateur asset-light spécialisé dans les lieux d'exception. Depuis 2013, le groupe a bâti sa croissance en transformant des icônes du patrimoine français en expériences premium : Maxim's (restaurant Art Nouveau Belle Époque), Lapérouse (institution parisienne du XVIII^e siècle), Apicius (Hôtel de Gesvres, hôtel particulier classé), Monsieur Bleu (Palais de Tokyo), CoCo (Opéra Garnier). Comme Kaleon, Paris Society opère via baux, concessions ou contrats de gestion - les propriétaires publics ou privés confient leurs sites au groupe pour assurer une mise en scène haut de gamme, attirer une clientèle internationale et générer des revenus.

En 2022, Accor a acquis 100% de Paris Society pour une valorisation de 330 M€, soit environ 4,5 M€ par établissement – comparable aux 4,4 M€ de CA par site que génère Kaleon. Cette transaction démontre l'appétit des grands groupes hôteliers pour les opérateurs capables de transformer des lieux patrimoniaux en destinations expérientielles.

Plus significatif encore : Accor développe désormais Emblem, une nouvelle marque dédiée à l'hôtellerie dans des lieux culturels d'exception. Ce positionnement stratégique valide la convergence entre hospitalité premium et patrimoine historique - exactement le créneau que Kaleon occupe en Italie. Le groupe pourrait ainsi intéresser, à terme, un acteur hôtelier majeur cherchant à répliquer le modèle Paris Society sur le marché italien du patrimoine privé, le plus profond d'Europe.

3 – Stratégie de Croissance

La stratégie de croissance de Kaleon repose sur deux piliers complémentaires : l'optimisation organique du portefeuille existant et l'expansion externe via l'intégration de sites tiers. L'IPO constitue le catalyseur de cette double ambition.

3.1 – Pilier 1 : Croissance Organique

Le portefeuille existant recèle un potentiel de croissance significatif via sept leviers identifiés:

1. Nouveaux développements 2026-2027

Nouveau café et restaurant (format déjeuner rapide) sur Isola Bella (2026), extension hôtelière Isola Bella (2027), point de vente à Stresa (librairie, info point, agence voyages - 2026), nouvelles villas à Stresa (2027), transformation Villa Pallavicino en 12 suites luxe + restaurant gastronomique (2027), accords de transport inter-îles (en négociation). Contribution attendue : ~3,5 M€ sur 2026-2027, potentiel de doublement à maturité.

2. Yield management en trois phases

2025 : différenciation date fixe/date ouverte .

2026 : tarification semaine/week-end + hausse générale 4-5% (~1,1 M€ de contribution). Demande Isola Bella considérée comme relativement inélastique.

2027+ : tarification dynamique temps réel selon occupation et météo.

3. Extension de la saison touristique

Situation actuelle : 87% des visiteurs et 82% du CA concentrés sur mai-septembre, sous-utilisation de 5 mois dont 3 de maintenance. Stratégies : programmation culturelle hors-saison (expositions, festivals, programmes scolaires), événements indoor moins météo-dépendants, packages corporate (retraites, team building, wellness), tarification dynamique équilibrant pic/hors-pic.

Potentiel : extension de 6 à 7-8 mois = revenus additionnels + amélioration des marges via absorption des coûts fixes.

4. Développement hôtellerie & restauration

Les clients en séjour dépensent 3-4x plus que les visiteurs journée. Expansion hôtelière via transformation de bâtiments historiques sous-utilisés, nouvelles capacités Isola Bella + Stresa 2027, Villa Pallavicino packages « visite-dîner-séjour ». Élévation F&B : upgrade des cafétérias vers restaurants , menus locaux/historiques, monétisation événements privés (mariages, dîners corporate) générant des revenus/convive très supérieurs aux admissions standard.

5. Maximisation cross-selling

Route Borromeo : itinéraires intégrés mutualisant marketing et ressources.

Pass Isola Bella-Isola Madre : 2ème produit en volume, validant le concept. Transformation de la visite journée mono-site en expérience multisites prolongée.

6. Diversification des usages

Nouveaux cas d'usage : événements privés (mariages, défilés mode, shootings), MICE B2B (Meetings, Incentives, Conferences, Exhibitions), culture vivante (expositions temporaires, concerts, académies d'été), programmes exclusifs (cercles patrons, adhésions corporate, expériences VIP).

Bénéfices : revenus horaires supérieurs (estimation dîner corporate 100 personnes = 30-50 K€/soirée), demande contra-cyclique, élévation de marque.

7. Catalyseur UNESCO Stresa

Candidature patrimoine mondial UNESCO déposée en septembre 2025.

Impact attendu : visibilité internationale accrue et attractivité renforcée de la région sans augmentation des contraintes réglementaires.

8. Le potentiel du Lac Majeur

Le Lac Majeur offre une proposition culturelle supérieure aux lacs de Garde et Côme mais une performance touristique en deçà du potentiel. Cette **sous-performance s'explique** par trois facteurs: **(i) un déficit d'orchestration et de coordination entre les sites, (ii) un manque de storytelling unifié de la destination, et (iii) une insuffisance de capacité et de qualité hôtelière haut de gamme.**

Sur ce dernier point, le Lac de Côme a construit un écosystème luxe complet (Villa d'Este, Grand Hotel Tremezzo, Mandarin Oriental) que Stresa ne peut pas répliquer à court terme. La destination souffre de handicaps structurels : éloignement relatif de Milan (~1h15 vs 45 min pour Côme), absence d'effet "célébrité" comparable à George Clooney, offre limitée au-delà des îles Borromées.

Kaleon peut adresser les deux premiers facteurs (orchestration, storytelling) grâce à son modèle intégré. Sur le troisième, l'expansion de son offre d'hébergement (12 suites Villa Pallavicino, villas Stresa) reste modeste mais pourrait jouer un rôle de catalyseur : en élevant l'attractivité globale de la destination, Kaleon crée les conditions susceptibles d'attirer à terme un opérateur hôtelier premium. L'événement Louis Vuitton 2024 à Isola Bella et la candidature UNESCO Stresa (septembre 2025) sont des signaux encourageants.

3.2 – Pilier 2 : Expansion externe via sites tiers

Le but de l'IPO a été de permettre à Kaleon de déployer son modèle vertueux au-delà du portefeuille Borromeo, s'affirmant comme le consolidateur naturel d'un marché italien fragmenté et sous-exploité. Cette stratégie d'expansion externe constitue le principal vecteur de création de valeur à moyen terme.

Le patrimoine historique privé italien représente un gisement d'opportunités exceptionnel, sans équivalent en Europe :

- **43 700 propriétés historiques privées protégées recensées en 2024** selon l'Osservatorio sul Patrimonio Culturale Privato
- **8 200 résidences actuellement ouvertes au public** selon l'ADSI
- **~11 000 propriétaires (~24% du stock) déclarent être intéressés** par le développement d'activités commerciales
- **~20 000 propriétés partiellement ou totalement inutilisées**, les propriétaires citant le manque de ressources financières comme principal obstacle

Graphique 5 : Répartition géographique des propriétés historiques

Région	% stock	Sites ouverts	Candidats	Caractéristiques
Toscane	~20%	~2 000	~3 000	Villas Médicis, palais, jardins, domaines
Lombardie	~15%	~1 000	~2 000	Lac de Côme, Lac Majeur, villas patriciennes
Vénétie	~10%	~1 000	~1 000	Vérone, Riviera del Brenta, villas
Piémont	~8%	~600	~1 200	Résidences Savoie, châteaux du Monferrato
Émilie-Romagne	~7%	~500	~800	Palais de Bologne, Ferrare, Parme

Source: TP ICAP, ADSI

Kaleon offre un modèle sans équivalent aux propriétaires de patrimoine historique, répondant à leurs trois préoccupations majeures :

- **Préservation de la propriété et de l'héritage familial** : contrairement aux institutions comme le FAI ou les trusts anglo-saxons qui requièrent un transfert de propriété, Kaleon permet aux familles de conserver la pleine propriété de leurs actifs. Le modèle préserve l'identité, l'héritage et la valeur patrimoniale tout en confiant les opérations quotidiennes à des professionnels.
- **Soulagement financier et accès à l'investissement** : Kaleon assume les investissements initiaux nécessaires à la revitalisation et au lancement des sites culturels, réduisant significativement la charge financière des propriétaires. Les familles héritières font face à des coûts d'entretien de 3-5% de la valeur du bien par an, une fiscalité successorale contraignante et une absence d'expertise touristique - autant de freins que Kaleon lève.
- **Valorisation professionnelle et génération de revenus** : l'expertise de 40 ans de Kaleon en gestion de sites vivants - conservation, exploitation touristique, valorisation culturelle - permet de transformer des actifs dormants en destinations rentables. Le groupe déploie une gamme complète de services : gestion administrative et du personnel, marketing, opérations, supervision logistique, développement touristique, conservation, billetterie et gestion des flux visiteurs.

3.3 – Pilier 3 : Le potentiel imaginable – la convergence patrimoine-hospitalité

La convergence patrimoine – hospitalité est une tendance de fond. L'industrie hôtelière haut de gamme opère une mutation stratégique majeure : la différenciation par l'expérience prime désormais sur la standardisation. Les voyageurs premium recherchent des séjours "narratifs" - dormir dans un lieu chargé d'histoire, pas dans une chambre interchangeable. Cette évolution pousse les grands groupes à s'intéresser aux actifs patrimoniaux, traditionnellement hors de leur périmètre.

Pour Accor, l'acquisition de Paris Society répondait à un double objectif : (i) capturer l'expertise en valorisation de lieux d'exception que le groupe ne possédait pas en interne, et (ii) enrichir l'offre expérientielle pour sa clientèle premium (synergies avec Raffles, Sofitel, Orient Express).

Accor développe désormais Emblem, une nouvelle marque dédiée à l'hôtellerie dans des lieux culturels d'exception. Ce positionnement confirme la volonté du groupe de répliquer la logique Paris Society sur le segment hébergement : transformer des bâtiments historiques sous-exploités en expériences hôtelières premium.

Mais Accor fait face à un défi majeur : l'accès au pipeline. Les propriétaires de patrimoine historique -aristocratie, familles héritières, institutions - ne sont pas des interlocuteurs naturels d'un groupe hôtelier. Ils recherchent un partenaire comprenant les enjeux de conservation, respectant l'identité des lieux, et capable de gérer la complexité réglementaire du patrimoine classé.

Kaleon pourrait être un partenaire naturel pour un groupe hôtelier de luxe, dans plusieurs formes possibles d'alliances :

- **Partenariat opérationnel** (plus probable à court terme) : co-développement de sites où Kaleon apporte l'actif et gère les activités culturelles (billetterie, visites, événements, conservation), tandis qu'Accor/Emblem opérerait l'hébergement et la restauration haut de gamme sous sa marque.
 - Exemple concret : Villa Pallavicino pourrait devenir un "Emblem by Accor" avec 12 suites gérées par Accor, restaurant gastronomique co-brandé, tandis que Kaleon conserve la gestion du parc, de la billetterie et des événements.
 - Avantages Kaleon : accès à l'expertise hôtelière et au réseau de distribution Accor, investissement partagé, crédibilité renforcée auprès des propriétaires ("nous travaillons avec Accor").
 - Avantages Accor : accès au pipeline italien sans avoir à développer l'expertise patrimoniale, modèle asset-light, différenciation Emblem.
- **Prise de participation minoritaire** : Accor entre au capital de Kaleon post-IPO (10-20%) pour sécuriser un droit de première offre sur les futures opportunités hôtelières du pipeline. Cette opération pourrait être comparable aux participations stratégiques d'Accor dans Faena, Ennismore ou 25hours où le groupe sécurise l'accès à un segment/pipeline sans intégrer totalement.
- **Acquisition à terme (horizon 3-5 ans)** : Si Kaleon atteint 8-10 sites gérés avec un pipeline actif, il devient une cible d'acquisition naturelle pour un Accor cherchant à accélérer Emblem en Italie.
 - Valorisation indicative : **Paris Society a été valorisée ~4,5 M€/site.** Appliqué à un **Kaleon à 10 sites** avec pipeline actif et marge EBITDA >25%, la **valorisation pourrait atteindre 80-120 M€** - soit un multiple significatif par rapport à la capitalisation post-IPO.

Accor n'est pas le seul acteur susceptible de s'intéresser à Kaleon : **LVMH Hospitality** (Cheval Blanc, Belmond) présente un positionnement ultra-luxe et un appétit marqué pour les actifs patrimoniaux italiens ; **Belmond** détient déjà le Cipriani à Venise et le Splendido à Portofino —, constituant un référentiel pertinent pour des alliances ou des opérations stratégiques. **Four Seasons** poursuit une trajectoire de développement agressif en Italie, en quête de différenciation via des expériences à forte identité et des localisations iconiques. **Aman**, fort d'un ADN patrimonial et d'un modèle asset-light, accélère son expansion européenne avec un focus sur des sites d'exception, en ligne avec une stratégie de valeur orientée marque et expérience.

À ces groupes s'ajoutent des **fonds de private equity spécialisés** — **Certares, L Catterton, KKR** (via leur verticale hospitality) — dont les thèses d'investissement sur des plateformes expérientielles "scalables" et fee-driven peuvent offrir des options de financement, de croissance externe ou de partenariats opérationnels.

Dans l'ensemble, ce paysage concurrentiel met en évidence un intérêt stratégique pour des opérateurs capables de monétiser des actifs patrimoniaux via des offres intégrées à forte marge, renforçant la pertinence de Kaleon comme cible ou partenaire dans un contexte d'asset-light upscaling et de brand-driven value creation.

C'est important signaler que scénario est le fruit de notre propre réflexion et ne reflète pas une intention exprimée par le management de Kaleon. Il n'est pas intégré dans notre valorisation.

Malgré l'intérêt stratégique, ces opérations comportent des risques clés : (i) **exécution non démontrée** de Kaleon sur des **sites tiers**, avec aléas d'intégration et de ramp-up ; (ii) **gouvernance**: la **famille Borromeo** pourrait refuser une **dilution** ou un adossement à un grand groupe ; (iii) **synergies opérationnelles moins évidentes** qu'un modèle type Paris Society (F&B urbain vs patrimoine plus diffus et saisonnier) ; (iv) **multiples sectoriels en repli depuis 2022**, exigeant une discipline du capital et une lecture prudente de la valorisation.

4 – Business Model

4.1 – De l'expérience à la valeur : un modèle intégré

La trajectoire de croissance de Kaleon repose sur une stratégie d'expansion ciblée et maîtrisée. La société a progressivement élargi son portefeuille de sites gérés, passant de l'exploitation des propriétés historiques familiales (Isola Bella, Isola Madre, Rocca di Angera) à l'intégration de sites tiers et de nouvelles activités, notamment l'acquisition du Parco Pallavicino en 2017 et la prise en gestion du Parco del Mottarone en 2016 (déjà détenu par la famille). Cette expansion a culminé avec l'ouverture au public des Castelli di Cannero en juin 2025.

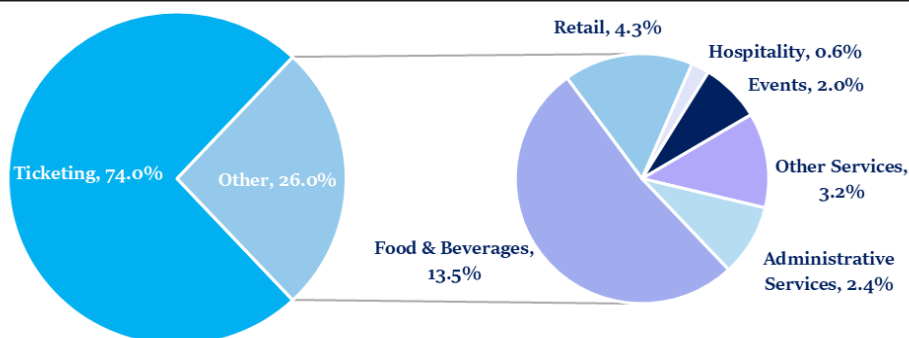
Parallèlement, l'offre de services s'est considérablement diversifiée et enrichie, transformant la visite traditionnelle en une expérience à 360 degrés. Le mix de revenus a évolué en conséquence : d'une dépendance initiale quasi totale au ticketing, il s'est réorienté vers un panier plus équilibré incluant la restauration (13% en 2024), le retail, l'hospitalité et les événements.

Le modèle économique de Kaleon repose sur la gestion intégrée de sites historiques et artistiques prestigieux, avec pour objectif de maximiser la valeur à la fois culturelle et commerciale grâce à une offre de services complète. **L'activité centrale demeure le ticketing, qui génère aujourd'hui plus de 70% du chiffre d'affaires** et constitue le principal moteur de rentabilité. À cela s'ajoutent les activités annexes — restauration, retail, hospitalité et événements — dont la finalité est double : augmenter le panier moyen par visiteur et prolonger la durée de la visite, créant une expérience plus immersive. L'expansion progressive de ces services — principalement via la création de nouvelles capacités et, dans une moindre mesure, l'internalisation d'activités auparavant externalisées — constitue l'un des piliers du modèle, permettant à Kaleon de capter des marges supplémentaires et d'améliorer le contrôle qualité.

Les événements corporate représentent un levier important, tant sur le plan économique que pour le positionnement de la marque, bien qu'ils soient non récurrents et compliquent l'analyse historique des performances. À titre d'exemple, en 2023, un événement exclusif Louis Vuitton a dopé chiffre d'affaires et EBITDA via la location d'espaces, les services annexes et la visibilité médiatique. Bien que non structurelles, ces initiatives renforcent l'image de Kaleon, attirent de nouveaux visiteurs et favorisent le cross-selling. **Dans nos prévisions, la contribution des grands événements corporate est considérée comme un potentiel d'upside** plutôt qu'un revenu récurrent.

À l'avenir, Kaleon prévoit de poursuivre le développement du segment événements de manière sélective, en combinant rendement économique et valorisation de la marque, avec l'objectif de rendre cette activité de plus en plus récurrente dans la contribution à la rentabilité.

Graphique 6 : Répartition du Chiffre d'affaires (FY2024)

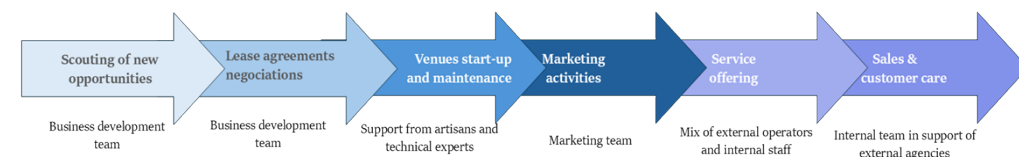


Source: TP ICAP, Company Data

D'un point de vue opérationnel, Kaleon adopte une approche centralisée, asset-light et centrée sur le visiteur : la société n'est pas propriétaire des sites, mais les exploite via des contrats de location de long terme, assumant la responsabilité de la maintenance ordinaire et extraordinaire pour les sites actuellement gérés.

Ce modèle permet à l'entreprise de réduire les besoins d'immobilisation de capital tout en conservant un contrôle total sur l'expérience visiteur et sur la valorisation des sites. La gestion est soutenue par une organisation agile, dans laquelle les fonctions clés (marketing, commercial, administration) sont centralisées afin de bénéficier d'économies d'échelle, tandis que les opérations sont assurées par du personnel saisonnier et des équipes dédiées sur site.

Graphique 7 : Chaîne de Valeur



Source: Company Data, TP ICAP

(1) : Les trois premières phases de la chaîne de valeur s'appliquent uniquement aux nouveaux sites, y compris la phase de démarrage. Une fois le site intégré au portefeuille, la chaîne de valeur est identique pour les sites existants et les nouveaux sites.

La **chaîne de valeur de Kaleon** est conçue pour maximiser la création de valeur à chaque étape, depuis la sélection des actifs jusqu'à l'expérience visiteur. Le processus commence par une phase rigoureuse de **scouting et de sélection**, au cours de laquelle la société cible des sites patrimoniaux présentant un fort attrait culturel, un potentiel élevé de fréquentation et des opportunités de revenus annexes tels que la restauration, le retail et l'hospitalité.

Une fois un site identifié, Kaleon négocie des **contrats de location de long terme** — généralement avec des conditions flexibles pour les nouveaux actifs tiers — afin de garantir le contrôle opérationnel et l'alignement des incitations avec les propriétaires.

La **phase de start-up implique des investissements ciblés en restauration**, en infrastructures digitales et dans le développement de services complémentaires, avec pour objectif d'améliorer à la fois l'attractivité du site et le **panier moyen par visiteur**. Les opérations sont fortement centralisées : les fonctions clés telles que le marketing, la tarification et le contrôle qualité sont gérées au niveau du groupe, tandis que la prestation sur site est assurée par une base fidèle de personnel saisonnier, assurant **cohérence et scalabilité**.

Un élément central de la chaîne de valeur de Kaleon est l'**internalisation progressive des activités à forte marge** — en particulier le ticketing, la restauration et l'hospitalité — qui permet à la société de capter une plus grande part de la valeur générée tout en maintenant un contrôle direct sur l'expérience client. L'entreprise s'appuie également sur des approches **data-driven** en matière de tarification et d'engagement client, incluant le déploiement de modèles de tarification dynamique et le suivi systématique des indicateurs clés de performance.

À partir de 2025, Kaleon a introduit une première différenciation entre **billets open-date et billets à date fixe** ; en 2026, elle prévoit d'appliquer une tarification différenciée entre semaine et week-end ; et à partir de 2027, l'entreprise entend progressivement mettre en œuvre un **système de tarification entièrement dynamique**.

4.2 – Focus sur les Contrats de Location Actuels

Un aspect spécifique du modèle de Kaleon concerne ses contrats de location : les loyers, qui se sont élevés à environ 1,4 M€ en 2024, sont indexés à 100% sur l'indice ISTAT.

Pour les contrats conclus avec la famille Borromeo, la société est tenue d'assumer la maintenance ordinaire et extraordinaire des sites. Cet engagement représente un élément majeur du modèle, expliquant la présence de capex récurrents (estimés à environ 2,5 M€ en 2024, soit plus de 10% du chiffre d'affaires) et introduisant une certaine sensibilité à l'inflation. Les contrats sont de moyen à long terme (avec une durée minimale de six ans, et l'objectif d'atteindre une moyenne d'environ quinze ans) et incluent un renouvellement tacite, offrant une bonne visibilité mais également une rigidité au niveau des coûts fixes.

Les contrats de location constituent une composante structurelle de la base de coûts du groupe. Les loyers, qui s'élevaient à environ 1,4 M€ en 2024, sont entièrement indexés sur l'indice des prix ISTAT (ajustement à 100% à partir de la deuxième année). Pour les sites appartenant à la famille Borromeo, Kaleon prend également en charge l'ensemble des travaux de maintenance, ce qui se traduit par des capex récurrents d'environ 2,5 M€ en 2024 (environ 10% du chiffre d'affaires).

La durée moyenne des contrats d'environ dix ans, avec le renouvellement tacite, apporte une forte visibilité sur le périmètre exploité mais crée aussi une certaine rigidité dans les coûts fixes. Les loyers sont structurés sous la forme d'un montant fixe annuel, payable en plusieurs acomptes anticipés. Une pénalité de 5% s'applique en cas de retard de paiement, avec la possibilité de résiliation du contrat si les impayés dépassent deux mois de loyer.

Il est important de noter que les investissements liés à la maintenance et aux travaux de restauration sont capitalisés en immobilisations incorporelles, reflétant l'engagement de long terme de Kaleon dans la préservation et la valorisation des biens patrimoniaux sous gestion. Une résiliation anticipée n'est autorisée qu'en cas de retards de paiement persistants.

Nous proposons ci-dessous une analyse détaillée des loyers actuels, en soulignant que les contrats actuellement en vigueur peuvent présenter certaines différences par rapport aux termes susceptibles d'être appliqués aux futurs sites tiers, tels que décrits en Section 4.3.

Graphique 8 : Deep Dive sur les contrats de location actuels

Site	Contract definition	Owner	Expiry date	Lenght (# years)	Tacit Renewal	Rents in 2024 (€'000) ⁽¹⁾
Castelli di Cannero	Castelli di Cannero	Borromeo V., Borromeo L.	31/05/39	15	✓	-
Isola Bella	Isola Bella	Borromeo V., Borromeo G.	31/12/38	15	✓	503.0
Isola Bella	Delfino (Restaurant)	Delfino S.r.l.	31/03/28	6	✓	205.9
Isola Bella	Isola Bella Stables	Borromeo V., Borromeo G.	31/12/38	15	✓	n.m.
Isola Bella	Isola Bella Shops	Borromeo V.	31/05/28	6	✓	n.m.
Isola Bella	Isola Bella Holiday Homes (contract #1)	Borromeo V.	28/02/29	6	✓	n.m.
Isola Bella	Isola Bella Holiday Homes (contract #2)	Borromeo V.	30/04/28	6	✓	n.m.
Isola Bella	Delfino (Suites)	Delfino S.r.l.	31/03/26	4	✓	n.m.
Isola Bella	Isola Bella Warehouse	Borromeo V.	28/02/29	6	✓	n.m.
Parco del Mottarone	Mottarone Station and Road	Borromeo F.M.	31/03/35	18	✓	n.m.
Parco del Mottarone	Mottarone Ski Slopes	Borromeo V.	31/12/27	6	✓	n.m.
Parco del Mottarone	Vetta al Mottarone	Borromeo V.	14/12/27	6	✓	n.m.
Parco del Mottarone	Residence Mottarone (contract #1)	Borromeo V.	30/11/27	6	✓	n.m.
Parco del Mottarone	Residence Mottarone (contract #2)	Borromeo V.	30/11/27	6	✓	n.m.
Parco del Mottarone	Ski School Sublease	Scuola Sci Stella Alpina Mottarone ⁽²⁾	30/11/25	1	✓	n.m.
Isola Madre	Isola Madre	Borromeo V., Borromeo G.	31/12/38	15	✓	212.0
Isola Madre	La Pirateria	Borromeo V.	30/04/28	6	✓	n.m.
Rocca di Angera	Rocca di Angera	Borromeo V., Borromeo G.	31/12/38	15	✓	n.m.
Rocca di Angera	Osteria del Castello	Borromeo V., Borromeo F.M.	30/06/25	6	✓	n.m.
Stresa	Info Point Stresa	Non-related party	28/02/30	6	✓	n.m.
Others	Others	Non-related party	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Total rents for locations						1,385
Other rents for locations (between Kaleon and Parco del Mottarone S.r.l.)						
Mottarone	Ski Lift group of assets	P. del Mottarone Srl	30/11/25	6	✓ (24 months extension)	224.2
Mottarone	Restaurant group of assets	P. del Mottarone Srl	30/11/25	6	✓ (24 months extension)	214.2
Mottarone	Rental group of assets	P. del Mottarone Srl	30/11/25	6	✓ (24 months extension)	n.m.
Mottarone	Adventure Park group of assets	P. del Mottarone Srl	30/11/25	6	✓ (24 months extension)	n.m.

Source: Company Data

4.3 – Evolution du Business Model

La croissance de Kaleon à ce jour a été alimentée par des investissements en capex ciblés, qui ont atteint 4,9 M€ en 2024 (22,4% du chiffre d'affaires). Ces investissements ont été principalement dirigés vers :

- la maintenance ordinaire, pour préserver la valeur artistique et l'intégrité des actifs culturels ;
- la requalification des actifs, comme les travaux de rénovation à Villa Pallavicino ;
- le lancement de nouveaux sites, tels que les Castelli di Cannero.

Au-delà de la croissance organique attendue provenant de l'augmentation des volumes dans le complexe du lac Majeur, **la croissance future dépendra également de l'intégration de nouveaux sites tiers que la société prévoit de louer**, en en reprenant la gestion et en tirant parti de son expertise et de son réseau pour les rendre rentables — tout en préservant un patrimoine dont l'Italie est riche, mais parfois sous-utilisé en raison du manque de ressources des familles héritières ou de l'État.

Le nouveau modèle économique, qui intègre des sites tiers, sera basé sur des contrats de location de long terme, mais avec des différences substantielles par rapport aux accords déjà en place avec la famille Borromeo.

Pour les futurs sites tiers, une structure plus équilibrée est envisagée : 1) la maintenance extraordinaire serait prise en charge par le propriétaire ; 2) il serait possible de négocier des périodes sans loyer (rent-free) ; 3) ou des loyers variables liés à la performance, afin de réduire le risque opérationnel et d'aligner davantage les incitations entre Kaleon et le propriétaire de l'actif.

Cette flexibilité est essentielle pour soutenir le plan d'expansion tout en protégeant la rentabilité. La société recherche généralement **des contrats de 10 à 15 ans**, avec une préférence pour des durées plus longues, et privilégie en règle générale une structure de loyer fixe. Cependant, ce ne sont que des lignes directrices générales, chaque accord étant analysé et négocié au cas par cas.

Selon l'état du site et le niveau de capex nécessaire pour exploiter pleinement son potentiel, un modèle hybride peut être mis en place, combinant un loyer fixe avec une composante variable liée à la performance. Cette approche crée une **situation gagnant-gagnant** : Kaleon réduit son exposition aux obligations de loyer fixe pendant la phase de montée en puissance, se couvrant contre une éventuelle sous-performance, tandis que les propriétaires restent incités à confier leurs actifs à la société et peuvent bénéficier d'un potentiel de hausse si le site performe bien.

Enfin, comme démontré avec Parco Pallavicino, la société peut également négocier des réductions de loyer ou des exemptions pendant les premières années, en particulier lorsqu'elle supporte des investissements extraordinaires destinés à améliorer le site et permettre son ouverture au public — un mécanisme qui aligne davantage les incitations et facilite le lancement réussi de nouveaux sites.

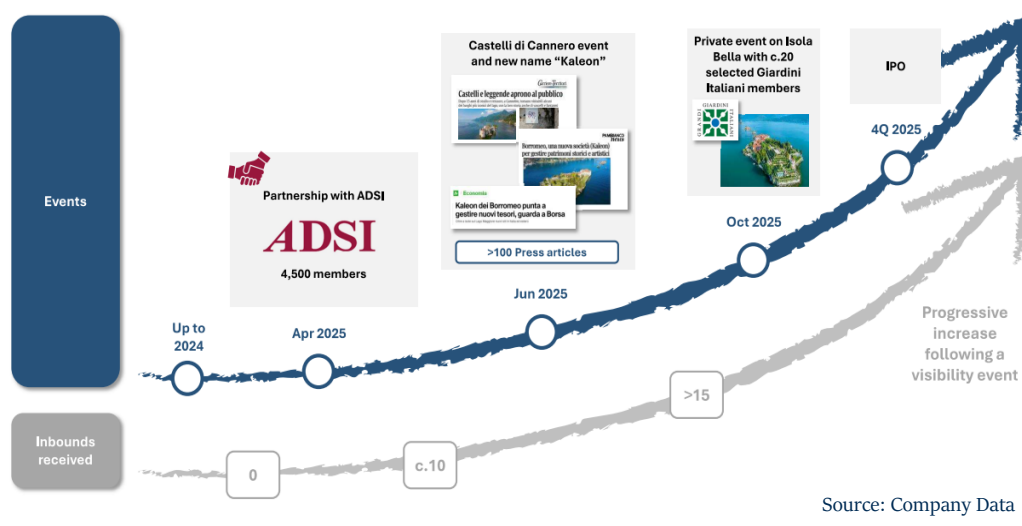
4.4 - Actifs Cibles et Cadre de Sélection

Pour la sélection des sites tiers à prendre en gestion, la société s'appuie sur plusieurs canaux, notamment :

- Le vaste réseau de la **famille Borromeo** ;
- **Les relations déjà établies avec divers acteurs privés et publics** ;
- **Plus récemment, les partenariats initiés en 2025 avec l'ADSI (Associazione Dimore Storiche Italiane)** – une association à but non lucratif regroupant des propriétaires privés de demeures historiques (souvent héritées), comptant environ **4 500 membres** – ainsi qu'avec **Grandi Giardini Italiani**, une entreprise culturelle dédiée à la valorisation des plus beaux jardins d'Italie, qui rassemble de nombreux propriétaires privés détenant des propriétés correspondant au périmètre cible de Kaleon, pour un total de **155 jardins**.

Ces partenariats ont constitué le principal moteur de l'accélération des propositions reçues directement de la part des propriétaires au cours de l'année écoulée.

Graphique 9 : Partenariats Ciblés Accélèrent le Scouting de Nouvelles Opportunités



Pour les futurs actifs gérés, Kaleon adopte une approche sélective fondée sur la **durabilité économique** et le **retour sur capital investi**. Les capex initiaux sont principalement alloués à la **requalification**, à la **mise en place opérationnelle** et au développement de **services annexes** (F&B, retail, hospitalité). À maturité, l'objectif est d'atteindre une marge opérationnelle en ligne avec celle du groupe, même si celle-ci peut varier en fonction du type de site, de son état de conservation et du niveau de capex requis.

Les principaux critères incluent :

- **Localisation stratégique** : priorité aux régions du Centre et du Nord de l'Italie, caractérisées par des flux touristiques établis, des infrastructures adaptées et une proximité avec des pôles culturels et naturels. L'accessibilité par les transports publics et la disponibilité de parkings sont des facteurs clés.
- **Potentiel de développement des services annexes** : la présence d'espaces adaptés pour la restauration, le retail, l'hospitalité et les événements est essentielle pour augmenter la dépense moyenne par visiteur et prolonger la durée de la visite, la transformant en une expérience complète.

- **État de conservation et durabilité économique** : les travaux de restauration doivent être compatibles avec un plan de redressement soutenable, avec des rendements attendus alignés sur les objectifs du groupe. Kaleon privilégie les actifs capables d'atteindre une marge EBITDA stabilisée conforme à celle du groupe.

Les actifs ciblés comprennent des **villas historiques avec parcs**, des **châteaux**, des **jardins monumentaux**, des **complexes architecturaux prestigieux** et des **résidences nobles situées dans des paysages remarquables**. La stratégie envisage également une **expansion internationale sélective** (principalement en Suisse et en France), tout en maintenant l'Italie comme priorité absolue.

La société dispose actuellement d'un **pipeline de sites tiers potentiels en cours d'évaluation sur la base des critères précédemment mentionnés**. Dans certains cas, des discussions sont déjà engagées avec les familles ou les associations propriétaires de ces biens.

Graphique 10 : Pipeline Cible Actuel

	Venues	Geography	Size	Potential Synergies	Deal Status
Target 1	Garden	Veneto	#100k visitors	Ticketing, F&B & Events	LOI
Target 2	Castle, Garden	Lazio	#10k visitors ⁽¹⁾	Ticketing, F&B, Events & Exhibitions	Dialogue ongoing
Target 3	Castle, Garden	Veneto	n.a.	Ticketing & Events	Dialogue ongoing
Target 4	Medieval Village	Emilia Romagna	15 hectares	Ticketing, Events & Hospitality	Dialogue ongoing
Target 5	Garden	Veneto	>160.000 m ²	Ticketing, Events & Hospitality	Preliminary analysis

Source: Company Data, TP ICAP

(1): basé sur une ouverture aux visiteurs uniquement le week-end.

4.5 – Case Study : Parco Pallavicino – De la Restauration à la Valorisation

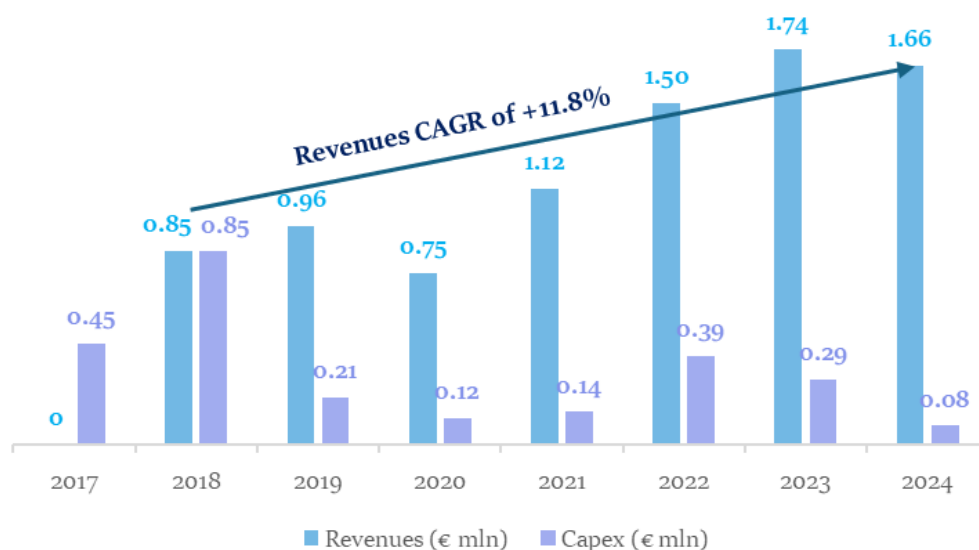
Parco Pallavicino représente un exemple concret du modèle de Kaleon appliqué à un actif tiers, qui a été acquis par la famille en 2021, avec le double objectif de préserver sa valeur historique et de générer des rendements durables.

Ajoutés au portefeuille en 2017 via un contrat de gestion, la villa et son parc attenant (18 hectares surplombant le lac Majeur) se trouvaient dans un état nécessitant des interventions importantes pour les rendre attractifs pour le public. Kaleon a investi environ **1,3 M€** au cours des deux premières années, alloués à des travaux de requalification, à la mise en place opérationnelle et à la création de services annexes (zones F&B, librairie, espaces pour événements). Par la suite, des capex récurrents d'environ **200 k€** par an ont été investis dans la maintenance et l'amélioration de l'expérience visiteur.

Grâce à cette stratégie, Parco Pallavicino est passé d'un modèle de simple ouverture saisonnière à une **offre intégrée** : le ticketing comme principal moteur, complété par la restauration, le retail et des activités expérientielles (par exemple, événements privés et corporate). En 2024, le site a dépassé les **100 000 visiteurs annuels**, avec un chiffre d'affaires en croissance et un mix plus équilibré : environ **80 %** provenant du ticketing et le reste des activités F&B et retail. À partir de 2027, une nouvelle étape est prévue avec l'ouverture d'une **structure d'hébergement haut de gamme de 12 chambres** dans la Villa Pallavicino (qui n'appartient pas à la famille, mais est louée), ce qui prolongera la durée moyenne des séjours et augmentera la dépense par visiteur.

Dans le cadre du contrat de location de la villa, la société n'a pas payé de loyer pendant **10 ans**, conformément à l'accord prévoyant la réalisation de travaux de rénovation importants en échange d'une période sans loyer. Cet arrangement compense Kaleon pour les capex de démarrage élevés nécessaires à la préparation et à la mise en valeur des sites. Le paiement du loyer doit commencer en **2027**.

Graphique 11 : Case Study sur Parco Pallavicino



Source: Company Data, TP ICAP

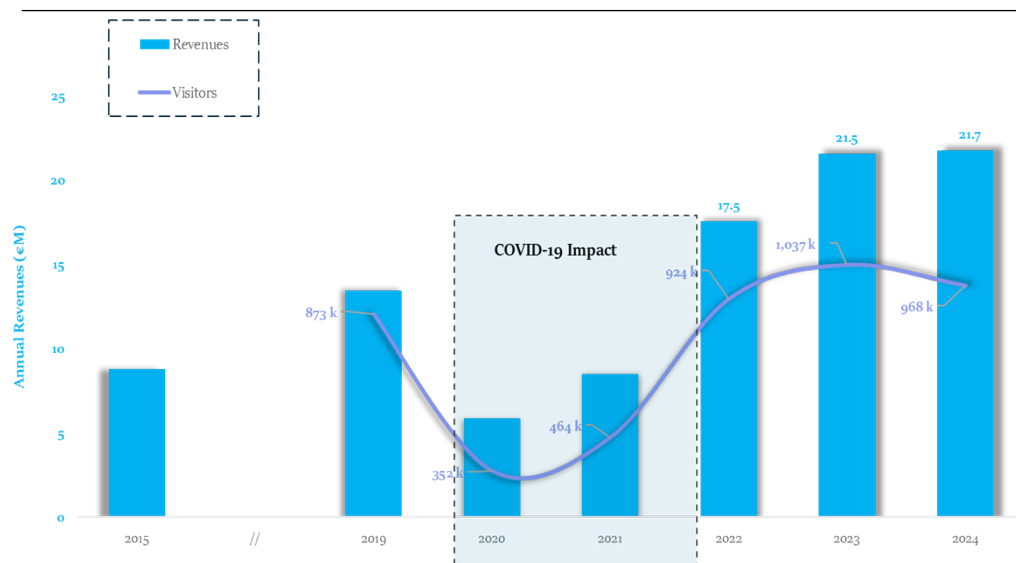
5 - Historique Financier : Performance et Résilience du Cash-Flow

5.1 – Croissance Organique et Résilience Financière

Entre 2015 et 2024, Kaleon a **plus que doublé son chiffre d'affaires**, passant d'environ **8,6 M€** à **21,7 M€**, ce qui correspond à un **taux de croissance annuel composé (CAGR) de 10%**.

Cette expansion a été soutenue par une **hausse régulière des flux de visiteurs**, qui sont passés de **873 000 à 968 000** sur la période 2019-2024, malgré l'impact significatif de la pandémie en 2020. La reprise post-Covid a été particulièrement forte : dès **2023**, la fréquentation a dépassé le seuil d'un **million de visiteurs**, soulignant l'attrait durable du portefeuille et l'efficacité des stratégies marketing.

Graphique 12 : Évolution du Chiffre d'Affaires et des Visiteurs depuis 2015



Source: Company Data, TP ICAP

Sur les trois dernières années — une période marquée par une accélération — le chiffre d'affaires est passé de **17,5 M€ en 2022** à **21,7 M€ en 2024**, soit une croissance cumulée de **+24%** et un **CAGR supérieur à 10%**. Toutefois, **2024** n'a enregistré qu'une croissance marginale par rapport à 2023 (**+0,7%**), en raison de la normalisation post-événement **Louis Vuitton**. La croissance organique du **S1 2025** s'établit à **+5,9% en glissement annuel**, principalement tirée par l'augmentation de la dépense moyenne par visiteur, notamment dans les segments **ticketing** et **food & beverage**.

L'analyse des données comptables historiques sur 2022-2024 montre que la société a démontré une forte capacité à générer de la rentabilité opérationnelle, avec des **marges EBITDA** oscillant de manière constante entre **25% et 31%**. Le pic de **2023 (31,3%)** a été soutenu par le défilé **Louis Vuitton** sur l'Isola Bella — un événement exceptionnel à forte marge qui, comme mentionné, a généré un chiffre d'affaires significatif avec des coûts marginaux limités, impactant positivement la rentabilité de l'exercice. À l'inverse, la marge de **2024** s'est normalisée à **25,4%**, reflétant également une hausse temporaire des coûts opérationnels, notamment ceux liés au **personnel**, aux **frais de location**, aux **coûts associés aux nouvelles ouvertures** et à des événements tels que **"Tutto Bene"** au Parco del Mottarone.

L'écart de marge entre **2022 et 2024** s'explique principalement par le caractère exceptionnel de **2022**. Cette année-là a bénéficié de la réouverture post-Covid, qui a entraîné une activité de consommation très soutenue, les visiteurs cherchant à profiter pleinement de la fin des restrictions. De plus, en 2022, la société s'appuyait encore fortement sur des **travailleurs sur appel**, offrant une flexibilité maximale et maintenant les coûts de main-d'œuvre à un niveau relativement faible. Enfin, en raison des restrictions partielles encore en vigueur jusqu'en mai 2022, Kaleon avait décidé d'ouvrir **uniquement le week-end**, ce qui avait encore réduit les coûts de personnel en proportion des revenus générés durant cette période.

Graphique 13 : P&L Résumé

Kaleon Historical Financials	Dec-22 (1)	Dec-23	Dec-24	Jun-25	Dec-25e
Sales (€mn)	17.50	21.53	21.69	10.83	23.35
EBITDA (€mn)	5.50	6.74	5.51	2.85	6.09
EBITDA (%)	31.2%	31.3%	25.4%	26.3%	26.1%
EBIT (€mn)	n.a.	4.45	2.94	1.44	3.53
Earnings (€mn)	n.a.	2.89	1.54	1.29	2.47
Earnings yield (%)	n.a.	13.4%	7.1%	11.9%	10.6%
Adjusted Earnings (€mn)⁽²⁾	n.a.	2.89	1.54	0.80	1.97
Adjusted Earnings yield (%)	n.a.	13.4%	7.1%	7.4%	8.4%

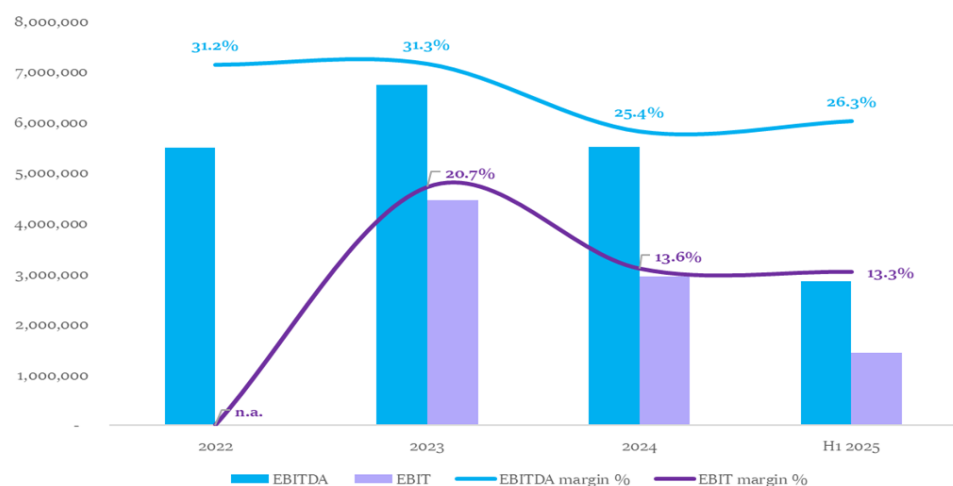
Source: Company Data, TP ICAP

(1) Les chiffres de 2022 ne sont pas consolidés.

(2) Ajustement de 0,5 M d'éléments extraordinaires comptabilisés au 1H 2025, lié à l'exclusion de Vigilo RE S.r.l. du périmètre de consolidation.

Au cours des années suivantes, la société s'est délibérément éloignée des contrats sur appel pour privilégier des **contrats saisonniers**. Cette approche permet de conserver les mêmes employés pendant toute la saison, améliorant ainsi la qualité du service et favorisant la fidélisation, avec l'objectif de les voir revenir l'année suivante. Cette stratégie réduit à la fois **le temps de formation** et les **coûts associés**. À ce jour, la société indique qu'environ **80% du personnel saisonnier** est revenu pendant **au moins deux années consécutives**.

Au niveau de l'EBIT et du résultat net ajusté, les tendances sont **cohérentes avec celles de l'EBITDA**, avec des marges d'environ **13-14%** et **7-8%**, respectivement. La stabilité de ces indicateurs – malgré la hausse des coûts et l'intensification des investissements – reflète une **forte capacité d'absorption opérationnelle** et une **structure financière équilibrée**.

Graphique 14 : Tendance de la Rentabilité de Kaleon 2022A-2025e


Source: Company Data, TP ICAP

5.2 - Bilan

Les **immobilisations non courantes** sont principalement composées d'**actifs incorporels**, qui ont fortement augmenté, passant de **11,1 M€ fin 2024** à **14,4 M€ au 30 juin 2025**. Cette hausse reflète essentiellement les **investissements réalisés sur des biens tiers** ainsi que les projets logiciels et la mise en place du **nouvel ERP**. Une part notable est représentée par les **marques**, réévaluées en 2020, et qui comptent pour environ **10% du total**.

Les **immobilisations corporelles**, en revanche, montrent une tendance opposée : après avoir atteint **11,5 M€ en 2024**, elles ont reculé à **10 M€ à mi-2025**, en raison des amortissements et d'un mix de capex de plus en plus orienté vers les incorporels (travaux réalisés sur des actifs tiers loués). En 2024, les principaux investissements matériels ont concerné les **installations** (éclairage, serres, irrigation), les **bateaux** inscrits au bilan en fin d'année, et le site du **Mottarone**, où environ **2 M€** ont été investis pour rénover la station et les structures annexes.

Le **fonds de roulement opérationnel** est structurellement **négatif**, comme c'est souvent le cas pour les sociétés liées au tourisme, en raison d'entrées de trésorerie immédiates et d'un fort levier vis-à-vis des fournisseurs : les délais de recouvrement restent très faibles (**environ 6 jours**), tandis que les délais de paiement sont montés à **97 jours en 2024**, en partie en raison de travaux extraordinaires. Les **stocks** – principalement liés au retail et au food & beverage – demeurent modestes (**environ 0,5–0,6 M€**), tandis que les **créances clients** ont légèrement augmenté mais restent marginales par rapport au chiffre d'affaires.

Graphique 15 : Chiffres Clés du Bilan

Balance Sheet Summary (Italian GAAP)	Dec-23	Dec-24	Jun-25	Dec-25e
Non Current Assets	20.34	22.71	25.13	25.49
Current Assets	2.73	2.28	2.66	2.66
Cash	0.05	0.09	0.32	16.00
Short term financial liabilities	(3.17)	(4.22)	(5.88)	(4.22)
M/L term financial liabilities	(4.81)	(2.55)	(1.61)	(6.56)
Shareholder Loan	(6.01)	(6.01)	(6.01)	0.00
Other liabilities	(4.43)	(6.06)	(7.10)	(6.15)
Net Equity	4.70	6.24	7.53	27.21

Source: Company Data, TP ICAP

Du point de vue de la structure financière, le **capital investi net** de Kaleon est resté globalement stable, autour de **19–21 M€**. La **position financière nette** s'élevait à **12,7 M€ fin 2024** et **13,2 M€ à mi-2025**, avec un levier d'environ **2,3x l'EBITDA LTM**. La composition de la dette reflète une prédominance de **lignes de crédit court terme**, complétées par des **prêts non garantis** et un **prêt actionnaire de 6 M€**, dont **2 M€** ont été convertis en fonds propres et **1,5 M€** de découverts sont en cours de conversion en un prêt de **48 mois**. Les **2,5 M€** restants ont été gérés au travers des lignes bancaires existantes, tandis que le **refinancement de 4 M€** à des conditions compétitives (Euribor +1,3–1,6 %, coût total inférieur à 5 %) assure une bonne soutenabilité financière.

Lors de son IPO en décembre 2025, la société a levé 16,5 M€ via une augmentation de capital, créant un flottant de 29,2%. Dans nos estimations, ces fonds se retrouvent **dans la trésorerie disponible**, laquelle sera ensuite utilisée pour financer l'expansion externe ainsi que les rénovations et nouvelles ouvertures sur les îles Borromées.

Le bilan de Kaleon reflète un modèle partiellement capital-light : les actifs historiques ne sont pas capitalisés, mais des capex significatifs continuent d'être engagés pour des améliorations stratégiques et des infrastructures, impactant directement le levier et la génération de cash.

5.3 – Génération de Cash

En **2024**, l'EBITDA s'est élevé à environ **5,5 M€**, soutenu par une **contribution positive du BFR** de plus de **1,5 M€**, principalement liée à l'allongement des délais de paiement fournisseurs. Cependant, le **free cash-flow unlevered** est resté limité, à environ **1,6 M€**, en raison d'un niveau d'investissements particulièrement élevé de **4,9 M€** – soit plus de **22% du chiffre d'affaires** – dont environ **10%** du chiffre d'affaires correspondait à du **capex de maintenance**, tandis que les **~2,5 M€** restants représentaient des **capex d'expansion**. Ces investissements exceptionnels ont été alloués à des projets stratégiques tels que :

- la rénovation de Villa Pallavicino ;
- l'ouverture des Castelli di Cannero ;
- l'achat de **deux bateaux** pour desservir le site des Castelli di Cannero ;
- et la mise en place du **nouvel ERP**.

Il en résulte un **ratio EBITDA / free cash-flow unlevered** de **29%**.

Le **1er semestre 2025** confirme cette tendance : avec un EBITDA de **2,85 M€**, le free cash-flow a été **négatif**, à environ **-0,4 M€**, impacté par la poursuite de capex significatifs (**plus de 3 M€**, majoritairement incorporels) et par l'absorption du fonds de roulement liée à la **saisonnalité** et aux **paiements anticipés** pour les travaux en cours.

En résumé, la génération de cash est restée **solide une fois neutralisés les capex récurrents**, mais le profil global a été temporairement compressé par le **plan de développement intensif**, qui a accéléré les investissements par rapport à la moyenne historique (10–11% du chiffre d'affaires).

Graphique 16 : Calcul du Unlevered Free Cash Flow

Unlevered FCF calculation	Dec-24	Jun-25	Dec-25e
EBITDA (€mn)	5.51	2.85	6.09
Taxes (€mn)	(1.19)	(0.49)	(1.33)
Delta NWC and Provisions (€mn)	2.1	0.7	-0.3
Operational Cash Flow	6.4	3.0	4.5
Operating CF/EBITDA (%)	116.1%	105.8%	73.5%
Capex (€mn)	(4.79)	(3.40)	(5.33)
Free Cash Flow	1.61	(0.38)	(0.86)
FCF/EBITDA (%)	29.2%	-13.4%	-14.0%

Source: Company Data, TP ICAP

6 - Projections Financières : Le Prochain Chapitre de Kaleon

6.1 – Accélération de la Croissance Organique

Nos prévisions ont été élaborées sur la base de la croissance historique observée au cours des dernières années, portée par une combinaison d'effet prix et d'un effet volume significatif, avec un total de visiteurs ayant atteint un million en 2023 et légèrement en dessous en 2024 (impacté par des conditions météorologiques défavorables lors de week-ends clés, réduisant le nombre de jours d'ouverture effectifs).

Outre la croissance des volumes, estimée à +4% pour 2026 et les années suivantes, en ligne avec la trajectoire historique, nous avons intégré plusieurs éléments qui devraient peser sur l'exercice et, par la suite, sur les années suivantes :

- **Nouveau café sur l'Isola Bella : 2026**
- **Nouveau restaurant (format quick lunch) sur l'Isola Bella : 2026**
- **Extension de l'hospitalité sur l'Isola Bella : 2027**
- **Point de vente à Stresa (librairie, point d'information, agence de voyages) : 2026**
- **Nouveaux accords de transport entre les îles du lac Majeur (en cours)**
- **Nouvelles villas à Stresa : prévu pour 2027**
- **Nouvelles suites à Villa Pallavicino : rénovation prévue en 2027 (travaux en cours)**

L'ensemble de ces nouveaux éléments devrait générer environ 3,5 M€ de chiffre d'affaires sur 2026–2027, qui deviendront ensuite récurrents et pourraient doubler une fois la montée en puissance achevée.

En outre, un autre moteur clé viendra s'ajouter dès 2026 :

- **Une augmentation des prix estimée à 4-5% en 2026**, qui ne devrait pas impacter les volumes. Selon les analyses du management, la demande pour l'Isola Bella (actuellement l'attraction principale, représentant plus de 12 M€ de revenus) est considérée comme quasi inélastique. Cette hausse devrait contribuer à environ 1,1 M€ de chiffre d'affaires en 2026. Le mix effect devrait également jouer positivement, pouvant conduire à une augmentation de la dépense moyenne via la croissance des services annexes.

En combinant l'ensemble de ces éléments, nous estimons une croissance « organique » d'environ +12,6% en 2026 – une accélération cohérente avec les investissements que la société réalise au cours de l'année. Cette croissance devrait se normaliser dans les années suivantes, principalement portée par les volumes, avec toutefois un léger supplément en 2027 lié aux nouvelles suites de Villa Pallavicino et de Stresa, aboutissant à un CAGR moyen de +9% jusqu'en 2029.

Graphique 17 : Évolution Prévisionnelle du Chiffre d'Affaires 2024A – 2029E

	2024 A	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E
Volume effect			0.93	1.05	1.01	1.09
New Restaurant			0.14	0.06		
New Rooms			0.42	0.18		
New café on Isola Bella			0.28	0.12		
Villa Pallavicino			0.00	0.06	0.10	0.00
Price and mix effect			1.17	1.05	1.15	0.93
Total Revenues (€mln)	21.69	23.35	26.29	28.81	31.07	33.09

Source: Company Data, TP ICAP

En ce qui concerne la rentabilité, nous nous attendons à ce que la société aligne les nouvelles activités sur les marges du groupe (au-delà de 25%) dans un délai relativement court, en tirant parti des améliorations dans la gestion des coûts du personnel et des gains d'efficacité sur les sites existants. Sur cette base, **nous estimons que la société pourrait atteindre une marge EBITDA de 29,7% d'ici 2029** et – en supposant des amortissements en ligne avec les moyennes historiques – une **marge EBIT de 19,4%**.

Après application d'un coût financier d'environ 4% et d'un taux d'imposition normalisé de 35%, conforme au taux attendu pour 2025, nous estimons que la société pourrait atteindre **près de 4,1M€ de résultat net en 2029**.

Il est important de noter que **nos prévisions n'intègrent pas le potentiel d'upside lié aux événements corporate**, qui – comme précédemment mentionné – sont imprévisibles et ne peuvent être modélisés. Toutefois, ceux-ci pourraient entraîner des marges supérieures à 30%, comme ce fut le cas en 2023.

Graphique 18 : Estimations des principales données du P&L 2025E – 2029E

TPICAP Midcap Financial estimates (only organic growth)	Dec-25	Dec-26	Dec-27	Dec-28	Dec-29
Sales (€mn)	23.35	26.29	28.81	31.07	33.09
EBITDA (€mn)	6.09	7.44	8.36	9.16	9.84
EBITDA (%)	26.1%	28.3%	29.0%	29.5%	29.7%
EBIT (€mn)	3.53	4.61	5.30	5.91	6.43
Adjusted Earnings (€mn) ⁽¹⁾	1.97	2.87	3.33	3.75	4.12
Earnings yield (%)	8.4%	10.9%	11.6%	12.1%	12.4%

Source: Company Data, TP ICAP

(1) Ajustement de 0,5 M d'éléments extraordinaires comptabilisés au 1H 2025, lié à l'exclusion de Vigilo RE S.r.l. du périmètre de consolidation.

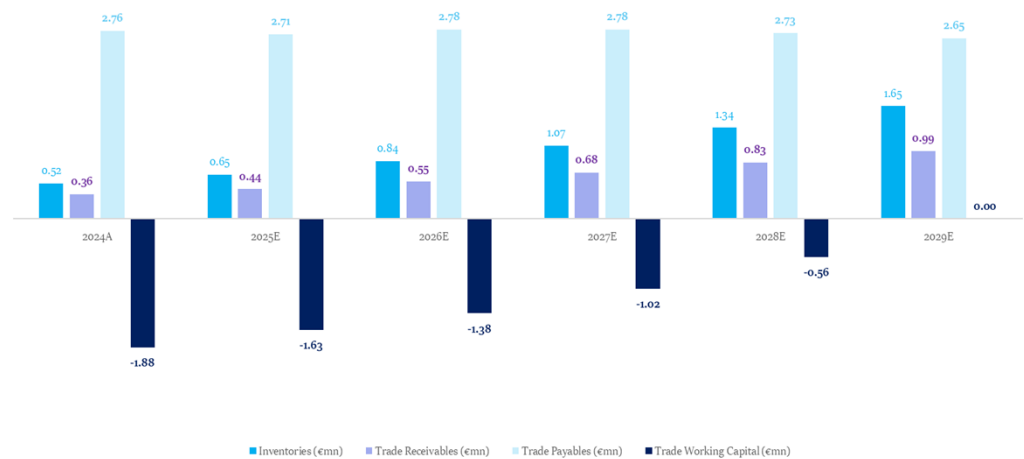
6.2 - Solidité Financière Durable et Résilience des Flux de Trésorerie

Il est important de souligner que **nos prévisions n'intègrent pas de capex "extraordinaires"** – définis comme des investissements de rénovation ou de mise en service pour des actifs tiers que la société pourrait louer à l'avenir. Cela s'explique par la forte variabilité et la complexité liées à l'estimation de l'état de ces actifs, du montant des capex nécessaires et du retour attendu, lequel dépend de facteurs tels que le type d'actif, son état de conservation, l'intensité des capex requis et sa localisation géographique.

Cependant, nous prendrons en compte un scénario de croissance externe dans notre processus de valorisation, celui-ci représentant l'un des deux piliers soutenant la stratégie d'expansion attendue de la société.

Sur le front du BFR, Kaleon maintient **une position structurellement au-dessus de zéro** : le Trade Working Capital demeure négatif (–8,7% des revenus en 2024, pour –7,0% attendu en 2026) grâce aux encaissements immédiats et à un DPO élevé, avant de converger progressivement vers la neutralité d'ici 2029.

Les créances clients restent marginales, tandis que les stocks augmentent de 2,4% à 5% des revenus d'ici 2029, en raison de l'expansion des activités retail et F&B – un élément à surveiller.

Graphique 19 : Dynamique Attendue du BFR 2024A – 2029E

Source: Company Data, TP ICAP

Nos prévisions montrent une amélioration structurelle de la conversion EBITDA-cash. Après une année 2024 pénalisée par des capex extraordinaires (FCF/EBITDA ~29%) et une période 2025–2026 encore affectée par le cycle d'investissement — période durant laquelle nous anticipons une génération de cash négative, en raison de capex extraordinaires qui devraient atteindre environ 3M€ en 2025 et 3,5 M€ en 2026 — le ratio s'améliore nettement avec la normalisation des capex et la stabilisation du fonds de roulement, pour atteindre 41% en 2029. Cette trajectoire reflète trois moteurs clés : une croissance régulière de l'EBITDA ; une baisse des besoins en fonds de roulement (qui restent structurellement négatifs) ; des capex que nous prévoyons en convergence vers des niveaux de maintenance (9–10% du chiffre d'affaires), en supposant une croissance purement organique.

En termes de rendement, le ROCE constitue l'indicateur le plus pertinent pour Kaleon, car il mesure l'efficacité du capital dans un modèle asset-light mais intensif en capex. Après un point bas en 2025 (9,6%) lié au pic d'investissements, le ROCE rebondit à 10,9% en 2026 et atteint 15,1% en 2029, démontrant une forte capacité d'extraction de valeur une fois le cycle de développement achevé. Cette tendance, combinée à la réduction progressive du levier et à l'accumulation de trésorerie, renforce la pérennité du modèle et la création de valeur pour les actionnaires.

Graphique 20: Capex (Organique), Cash-Flow et Trajectoire de Dette Nette 2024A – 2029E

Net debt and leverage	Dec-25	Dec-26	Dec-27	Dec-28	Dec-29
Capex (€mn) ⁽¹⁾	(5.33)	(6.13)	(2.74)	(2.95)	(2.98)
FCF (€mn)	(0.86)	(0.49)	3.42	3.66	4.00
FCF/EBITDA (%)	-14.0%	-6.5%	41.0%	40.0%	40.6%
Net debt (€mn)	-5.2	-4.5	-7.8	-11.3	-15.2
Leverage	-0.9x	-0.6x	-0.9x	-1.2x	-1.5x
ROCE	9.6%	10.9%	12.5%	13.9%	15.1%
ROE	9.1%	9.5%	10.0%	10.1%	10.0%

Source: Company Data, TP ICAP

(1) Estimations de capex pour le scénario uniquement organique

6.3 – Ambitions Futures : Croissance Portée par les Sites Tiers (Blue Sky)

Bien que nos prévisions financières reposent principalement sur un scénario purement organique, car il est plus aligné avec la réalité actuelle et les données disponibles, il nous semble pertinent de présenter également un scénario “blue sky” modélisant les ambitions d’expansion de la société, présentées lors de son IPO – c’est-à-dire un scénario qui intègre la gestion de sites tiers au cours des prochaines années.

Pour construire ce scénario, nous avons formulé les hypothèses suivantes :

- Nous supposons que la société **acquerra 1 site par an** au cours des 5 prochaines années, pour un total de **5 sites** ;
- Nous supposons que les sites varient en taille et, afin de rendre l’analyse plus précise, nous estimons leur fréquentation en régime de croisière à **150k, 200k, 50k, 100k et 300k visiteurs**, respectivement (ces chiffres sont **nos propres estimations** et ne proviennent pas de la société) ;
- Nous supposons une **période de ramp-up moyenne de 4 ans** pour atteindre la pleine capacité ;
- Nous supposons que la **dépense moyenne par visiteur** s’alignera sur le prix moyen actuel du billet des **Îles Borromées (environ 15 €)**, ajusté pour l’inflation au cours des années suivantes ;
- Nous supposons des **capex extraordinaires d’environ 3,5 M€ par nouveau site**, répartis sur les **7 prochaines années (2025-2032)**, pour un total d’environ **18 M€** (cash levé lors de l’IPO – coûts) ;
- Nous supposons des **capex de maintenance** globalement stables à **9-10 % du chiffre d’affaires total** ;
- Nous supposons que la **rentabilité des nouveaux sites** pourra **répliquer celle des sites déjà gérés par Kaleon**, et que la rentabilité globale pourra encore s’améliorer grâce aux optimisations des systèmes centraux.

Graphique 21 : Scénario Blue Sky TP ICAP

Scénario Blue Sky (€mn)	Dec-25	Dec-26	Dec-27	Dec-28	Dec-29	Dec-30	Dec-31	Dec-32	Dec-33	Dec-34	Dec-35
New Third Parties Sites (cumulated)	-	1	2	3	4	5	5	5	5	5	5
Site 1 Revenues (est. 150k visitor cap)	-	0.58	1.19	1.84	2.53	2.61	2.69	2.77	2.85	2.94	3.02
Site 2 Revenues (est. 200k visitor cap)	-	-	0.80	1.64	2.53	3.48	3.58	3.69	3.80	3.91	4.03
Site 3 Revenues (est. 50k visitor cap)	-	-	-	0.20	0.42	0.65	0.90	0.92	0.95	0.98	1.01
Site 4 Revenues (est. 100k visitor cap)	-	-	-	-	0.42	0.87	1.34	1.84	1.90	1.96	2.02
Site 5 Revenues (est. 300k visitor cap)	-	-	-	-	-	1.30	2.69	4.15	5.70	5.87	6.05
Sales	23.35	26.87	30.80	34.76	39.00	43.96	48.12	52.11	55.65	57.74	59.75
Organic Revenues	23.35	26.29	28.81	31.07	33.09	35.05	36.93	38.73	40.45	42.08	43.62
New Third Parties Sites Revenues	0.00	0.58	1.99	3.69	5.91	8.91	11.19	13.37	15.20	15.66	16.13
EBITDA	5.92	6.88	8.01	9.21	10.53	12.03	13.36	14.66	15.88	16.70	17.53
EBIT	3.53	4.71	5.66	6.61	7.58	8.66	9.61	10.55	11.44	12.05	12.66
<i>Maintenance Capex (€mn)</i>	2.33	2.69	2.93	3.30	3.51	3.96	4.34	4.71	5.04	5.24	5.44
<i>Extraordinary Capex (€mn)</i>	3.00	3.50	3.50	3.50	3.50	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Total Capex (€mn)	5.33	6.19	6.43	6.80	7.01	4.96	4.34	4.71	5.04	5.24	5.44
FCF/EBITDA (%)	-15.3%	-17.5%	-9.8%	-4.6%	2.0%	28.3%	37.9%	39.2%	40.4%	41.5%	42.7%
Net Debt	(4.71)	(3.32)	(2.36)	(1.79)	(1.90)	(5.30)	(10.36)	(16.10)	(22.51)	(29.45)	(36.93)

Source: TP ICAP

À notre avis, le scénario blue sky de Kaleon est un bon proxy pour illustrer le potentiel de son modèle scalable, une fois que la société aura déployé les fonds levés lors de l'IPO (16.5 M€) pour l'acquisition de nouveaux sites expérimentiels. Sur la base de nos hypothèses, Kaleon pourrait ajouter progressivement un nouveau site tiers par an entre 2026 et 2030, atteignant ainsi cinq sites au total en 2030. Les revenus provenant de ces nouveaux actifs pourraient contribuer environ 16 M€ d'ici 2035, soit 27% du chiffre d'affaires du groupe (60 M€).

Cette expansion permettrait à Kaleon de maintenir un CAGR des revenus totaux d'environ +12,5% (2025-2030), avec un EBITDA passant de 5,9 M€ en 2025 à 12 M€ en 2030, et des marges restant stables dans la fourchette 25-30%, confirmant la scalabilité du modèle opérationnel. Il est important de souligner que nous estimons que la société pourrait redevenir génératrice de free cash-flow positif dès 2029 (FCF/EBITDA 2%), avec une amélioration progressive de la conversion cash à partir de 2030, à mesure que la phase de capex extraordinaires diminuera graduellement. Nos hypothèses de capex sont volontairement conservatrices, situées dans le haut de la fourchette potentielle d'investissement.

Ce scénario met en évidence une combinaison vertueuse de croissance accélérée et de forte génération de cash, offrant aux investisseurs une visibilité tangible sur la long-term equity story de Kaleon. La gestion de sites tiers – avec des capex additionnels limités et une rentabilité répliquable – constitue une voie convaincante pour changer d'échelle tout en préservant une discipline capitalistique.

7 - Valorisation

Pour établir notre valorisation, nous avons appliqué une approche multi-méthodes afin d'assurer la robustesse et la cohérence interne entre les différents scénarios. Nous avons d'abord utilisé deux modèles DCF distincts :

- le premier, basé sur un scénario de croissance purement organique à faible risque, reflétant des flux de trésorerie visibles et récurrents ;
- le second, un DCF complémentaire, intégrant le potentiel d'upside lié à la gestion de nouveaux sites tiers, capturant ainsi la scalabilité du modèle de Kaleon au-delà de son périmètre actuel.

En complément, et pour garantir l'exhaustivité de l'analyse, nous avons réalisé une valorisation relative fondée sur un panel de comparables soigneusement sélectionné, en nous concentrant sur les multiples boursiers les plus pertinents — à savoir l'EV/EBITDA — afin de croiser et valider les résultats obtenus via nos modèles de valorisation intrinsèque.

7.1 – Valorisation DCF – Scénario Organique

Pour ce premier scénario — et principal — sur lequel reposent l'ensemble de nos estimations financières clés, nous avons choisi de nous appuyer exclusivement sur un cas de croissance organique. Nous y avons naturellement ajouté l'impact des nouveaux projets qui devraient devenir opérationnels entre 2026 et 2027, tels que le restaurant et le nouveau bar de l'Isola Bella, ainsi que les nouvelles chambres et suites de Villa Pallavicino, pour lesquels nous disposons d'une visibilité suffisante.

Nous avons retenu les hypothèses suivantes :

- Un taux sans risque égal au rendement du BTP italien à 10 ans, fixé à 3,6% (source : Banque d'Italie) ;
- Une prime de risque de marché de 8,5% (source : site de Damodaran), à laquelle s'ajoute une prime de risque spécifique de 100 bps pour tenir compte du risque de taille et de liquidité ;
- Un bêta fixé à 1,0, choisi de manière prudente étant donné que la société n'est pas encore cotée, tandis que la moyenne sectorielle se situe entre 0,8-0,9 (source : Bloomberg). Nous considérons qu'il est plus conservateur de ne pas positionner la valeur comme potentiellement défensive à ce stade ;
- Un coût de la dette supposé à 4%, en ligne avec le niveau actuel de la société ;
- Un ratio cible D/EV de 40%, également cohérent avec la structure historique pre-money de la société, reflétant le profil de risque plus faible de ce scénario ;
- Un taux de croissance terminal (g) de 2,5%, cohérent avec la croissance à long terme du marché du tourisme ;
- Un WACC résultant de 8,9% ;
- Une marge EBITDA se stabilisant à long terme autour de 31%, portée par diverses optimisations de la structure des coûts, notamment en matière de personnel et de coûts des matières premières ;
- Un taux d'imposition supposé à environ 31% sur le long terme ;
- Un BFR attendu en normalisation vers un niveau neutre d'ici 2029 ;

- Des capex estimés à environ 10% du chiffre d'affaires à moyen terme, se normalisant progressivement vers ~9% à long terme en tant que capex de maintenance ;

Graphique 22 : Discounted FCFF – Scénario Organique

Kaleon Discounted FCFF Organic Growth Scenario (€mn)	Dec-25	Dec-26	Dec-27	Dec-28	Dec-29	Dec-30	Dec-31	Dec-32	Dec-33	Dec-34	Dec-35	Dec-36	Dec-37	Dec-38
Sales	23.35	26.29	28.81	31.07	33.09	35.05	36.93	38.73	40.45	42.08	43.62	45.07	46.44	47.72
EBITDA	6.09	7.44	8.36	9.16	9.84	10.47	11.07	11.66	12.23	12.78	13.30	13.80	14.28	14.73
EBIT	3.53	4.61	5.30	5.91	6.43	6.90	7.36	7.81	8.26	8.70	9.13	9.55	9.97	10.37
Taxes	(1.24)	(1.61)	(1.85)	(2.07)	(2.25)	(2.38)	(2.51)	(2.64)	(2.75)	(2.87)	(2.97)	(3.07)	(3.17)	(3.25)
D&A	2.56	2.84	3.06	3.25	3.41	3.60	3.77	3.93	4.09	4.25	4.40	4.55	4.70	4.84
Delta NWC	(0.26)	(0.24)	(0.36)	(0.46)	(0.56)	(0.66)	(0.75)	(0.84)	(0.93)	(1.02)	(1.11)	(1.20)	(1.29)	(1.38)
Capex	(5.33)	(4.63)	(3.74)	(2.95)	(2.98)	(0.94)	(1.00)	(1.05)	(1.10)	(1.15)	(1.20)	(1.24)	(1.28)	(1.33)
FCFF (TP ICAP)	(0.22)	1.45	3.13	4.60	5.17	4.80	5.11	5.43	5.73	6.04	6.33	6.62	6.91	7.18
Discounted visible FCFF (to today)	(0.22)	1.34	2.66	3.59	3.71	3.16	3.09	3.01	2.93	2.83	2.73	2.62	2.51	2.40
Sum of Disc. Visible FCFF	36.35													
Terminal Value	35.37													
Implied EV	71.72													
Net Debt Bridge	(5.21)													
Implied Equity Value	76.93													

Source: TP ICAP

Graphique 23: Sensitivity Analysis – Scénario Organique

Equity Value Sensitivity		WACC				
		8.0%	8.5%	8.9%	9.4%	9.9%
Perpetuity	1.5%	82.1	75.9	71.8	67.0	62.8
Growth Rate	2.0%	85.5	78.7	74.2	68.9	64.4
(g)	2.5%	89.6	81.9	76.9	71.2	66.2
	3.0%	94.4	85.7	80.1	73.7	68.3
	3.5%	100.3	90.2	83.9	76.8	70.8

Source: TP ICAP

En utilisant ces données et les hypothèses décrites ci-dessus, nous obtenons un Enterprise Value de 71.7 M€ qui, après déduction du pont de Dette Nette (cash nette), aboutit à un Equity Value de 76.9 M€.

7.2 – Valorisation DCF – Croissance Portée par les Sites Tiers

Pour ce **deuxième scénario**, nous avons réalisé une analyse des **flux de trésorerie disponibles actualisés (DCF)** générés dans le cadre de notre **scénario blue sky**, tel que décrit dans le chapitre précédent. Dans ce cas, nous avons modélisé l'expansion de la société d'un point de vue financier, en supposant l'acquisition de **sites tiers**. Comme déjà détaillé, nous avons intégré l'hypothèse de l'acquisition d'un **total de cinq sites externes d'ici 2030**, chacun nécessitant une période de **ramp-up moyenne de 3 à 4 ans** pour atteindre le régime de croisière et la capacité cible en termes de visiteurs.

Nous soulignons que nos hypothèses demeurent **conservatrices**, avec une **dépense moyenne par visiteur fixée à 15 € en 2025**, légèrement inférieure au niveau moyen observé sur les Îles Borromées, puis ajustée pour l'inflation sur l'horizon de prévision.

Pour refléter le **profil de risque plus élevé** de ce scénario — en raison de la visibilité limitée sur les futurs sites et d'un risque d'exécution plus important — nous avons introduit plusieurs **ajustements** à nos hypothèses DCF par rapport au scénario de croissance organique.

Nous avons retenu les hypothèses suivantes :

- **Un taux sans risque** égal au rendement du **BTP italien à 10 ans**, fixé à **3,6%** (source : Banque d'Italie) ;
- **Une prime de risque de marché** de **8,5%** (source : site de Damodaran), avec une **prime de risque spécifique additionnelle de 100 bps** pour tenir compte du risque de taille et de liquidité ;
- **Un bêta fixé à 1,0**, choisi de manière prudente, la société n'étant pas encore cotée et la moyenne sectorielle se situant entre **0,8-0,9** (source : Bloomberg). Nous estimons plus conservateur de ne pas positionner la valeur comme potentiellement défensive à ce stade ;
- **Un coût de la dette** supposé à **4%**, en ligne avec le niveau actuel de la société ;
- **Un ratio cible D/EV de 30%**, inférieur à celui du scénario organique, car ce cas plus risqué nécessite de maintenir un levier plus modéré que dans la structure historique ;
- **Un taux de croissance terminal (g) de 3%**, légèrement supérieur aux **2,5%** retenus dans le scénario organique, reflétant le potentiel de scalabilité plus important et le large vivier de sites disponibles en Italie ;
- **Un WACC résultant d'environ 10%**, plus élevé pour refléter le risque accru ;
- Une **marge EBITDA** se stabilisant à long terme autour de **31%**, portée par des optimisations de la structure des coûts (personnel, matières premières) ;
- **Un taux d'imposition** supposé à **~31%** à long terme, en ligne avec l'historique de la société ;
- **Un fonds de roulement** attendu en normalisation vers un niveau neutre d'ici **2029** ;
- Des **capex estimés à ~9-10% du chiffre d'affaires** à moyen terme, se normalisant graduellement vers **~9%** à long terme en tant que capex de maintenance ;

Graphique 24 : Discounted FCFF – Croissance Portée par les Sites Tiers

Kaleon Discounted FCFF Third Party Sites Scenario (€mn)	Dec-25	Dec-26	Dec-27	Dec-28	Dec-29	Dec-30	Dec-31	Dec-32	Dec-33	Dec-34	Dec-35	Dec-36	Dec-37	Dec-38
Sales	23.35	26.87	30.80	34.76	39.00	44.00	48.23	52.32	56.01	58.26	60.48	62.64	64.75	66.80
EBITDA	5.92	6.88	8.01	9.21	10.53	12.03	13.36	14.66	15.88	16.70	17.53	18.35	19.16	19.98
EBIT	3.53	4.71	5.66	6.61	7.58	8.66	9.61	10.55	11.44	12.05	12.66	13.28	13.90	14.52
Taxes	(1.24)	(1.65)	(1.98)	(2.31)	(2.65)	(2.99)	(3.28)	(3.56)	(3.81)	(3.97)	(4.12)	(4.27)	(4.41)	(4.55)
D&A	2.56	2.90	3.27	3.64	4.02	4.47	4.84	5.18	5.47	5.61	5.74	5.87	5.99	6.09
Delta NWC	(0.26)	(0.25)	(0.39)	(0.52)	(0.66)	(0.68)	(0.67)	(0.65)	(0.61)	(0.55)	(0.48)	(0.41)	(0.32)	(0.24)
Maintenance Capex	(2.33)	(2.69)	(2.93)	(3.30)	(3.51)	(3.96)	(4.34)	(4.71)	(5.04)	(5.24)	(5.44)	(5.64)	(5.83)	(6.01)
Extraordinary Capex	(3.00)	(3.50)	(3.50)	(3.50)	(3.50)	(1.00)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Total Capex	(5.33)	(6.19)	(6.43)	(6.80)	(7.01)	(4.96)	(4.34)	(4.71)	(5.04)	(5.24)	(5.44)	(5.64)	(5.83)	(6.01)
FCFF (TP ICAP)	(0.22)	0.02	0.91	1.65	2.59	5.85	7.49	8.11	8.66	9.00	9.33	9.65	9.97	10.28
Discounted visible FCFF (to today)	(0.22)	0.02	0.76	1.25	1.79	3.66	4.26	4.20	4.07	3.85	3.62	3.41	3.20	3.00
Sum of Disc. Visible FCFF	36.87													
Terminal Value	40.06													
Implied EV	76.93													
Net Debt Bridge	(5.21)													
Implied Equity Value	82.14													

Source: TP ICAP

Graphique 25 : Sensitivity Analysis – Croissance Portée par les Sites Tiers

Equity Value Sensitivity		WACC				
		9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%
Perpetuity Growth Rate (g)	2.0%	87.2	80.5	74.6	69.4	64.9
	2.5%	92.3	84.7	78.2	72.5	67.5
	3.0%	98.0	89.4	82.1	75.9	70.4
	3.5%	104.6	94.9	86.6	79.6	73.6
	4.0%	112.5	101.2	91.8	83.9	77.1

Source: TP ICAP

En utilisant ces données et les hypothèses décrites ci-dessus, nous obtenons une **Enterprise Value** d'environ **76,9 M€** qui, après déduction de la **Dette Nette**, se traduit par une **Equity Value** de **82.1M€**.

Cette valorisation se situe légèrement **au-dessus du scénario de croissance organique**, reflétant la contribution potentielle des **nouveaux sites tiers** gérés. Le **ROIC** résultant devrait dépasser le **WACC**, bien que ce dernier – étant plus élevé que dans le scénario organique – **atténue en partie** cette amélioration.

7.3 – Valorisation à Travers les Multiples

Pour la sélection des comparables, nous nous sommes concentrés sur des sociétés **cotées** disposant d'une **large base de clientèle européenne**. Nous avons ensuite ciblé les entreprises adoptant un **modèle principalement asset-light**, critère essentiel afin d'assurer un minimum d'alignement avec la structure opérationnelle de Kaleon.

Bien que chaque comparable présente des différences structurelles et financières spécifiques, l'ensemble constitue un **point de référence pertinent** pour positionner Kaleon au sein de l'écosystème européen de l'**expérientiel et de l'hospitality**. Toutes les sociétés sélectionnées opèrent selon des modèles **asset-light ou semi-asset-light**, s'adressent principalement à une clientèle européenne et créent de la valeur à travers la **qualité de service**, la **réputation de marque** et des **offres centrées sur l'expérience**, plutôt qu'à travers la détention d'actifs.

Nous reconnaissons que certaines différences dans la structure financière — notamment la **position structurellement élevée de trésorerie de Voyageurs du Monde**, due à son modèle basé sur les paiements anticipés — peuvent fausser les multiples fondés sur l'EV. Néanmoins, inclure ces comparables permet d'offrir une **vision plus large des fourchettes de valorisation** pour des modèles d'affaires similaires dans l'expérientiel et l'hospitality.

Les comparables retenus sont :

- **Accor SA** : Un des principaux groupes hôteliers européens, opérant un portefeuille étendu de marques allant de l'économique au luxe. Bien que le groupe conserve certaines participations immobilières, son modèle est largement capital-light, grâce à une part importante d'hôtels en franchise et en gestion. Accor s'est par ailleurs diversifié dans les segments lifestyle et expérientiel (notamment via Ennismore).

Son orientation croissante vers l'hospitalité expérientielle en font un comparable pertinent, notamment en matière de scalabilité, de création de valeur par la marque et de revenus fondés sur les fees.

- **Voyageur du Monde SA** : Un opérateur français coté, spécialisé dans les voyages sur mesure pour une clientèle aisée en quête d'authenticité et d'immersion culturelle. Son modèle, très orienté services et asset-light, présente des similarités avec Kaleon, notamment dans l'expérience client et la création de valeur par l'expertise plutôt que par les actifs.

Son profil financier diverge toutefois nettement du reste du panel, en raison d'une trésorerie structurellement élevée liée aux paiements anticipés, ce qui compresse artificiellement les multiples fondés sur l'EV et reflète imparfaitement la rentabilité réelle. Malgré cela, Voyageurs du Monde demeure l'un des rares comparables européens cotés avec un positionnement expérientiel et un modèle asset-light, ce qui justifie son inclusion.

- **Pierre et Vacances** : Le groupe exploite un portefeuille de résidences de loisirs et de parcs de vacances sous les marques Center Parcs, Pierre & Vacances et Maeva. Bien qu'encore partiellement exposé aux actifs, son plan de transformation vise à évoluer vers un modèle plus asset-light et davantage fondé sur les management fees. Sa présence européenne, son positionnement loisirs et sa montée en gamme vers des offres plus expérientielles en font un benchmark pertinent pour analyser les métriques de valorisation dans l'hospitality/expérientiel.
- **Marriott International** : L'un des leaders mondiaux de l'hôtellerie, opérant un vaste portefeuille de marques sur différents segments. Marriott fonctionne principalement selon un modèle asset-light, privilégiant les hôtels en gestion ou en franchise, ce qui lui permet de croître rapidement sans investissements immobilisés significatifs. Marriott est également engagé dans la préservation du patrimoine, comme le montrent la transformation du JW Marriott Savannah Plant Riverside District (installé dans une ancienne centrale électrique) ou celle du Fairfield Inn & Suites at Eagle Cotton Mill à Madison (Indiana), développé dans un bâtiment industriel historique restauré.



Pour notre analyse des multiples, nous avons choisi de nous concentrer uniquement sur l'**EV/EBITDA**. Ce choix reflète le modèle asset-light de Kaleon et de ses comparables (Accor, Marriott, Pierre & Vacances et Voyageurs du Monde), où les écarts d'amortissements et de dépréciations peuvent déformer les multiples basés sur l'EBIT. L'EV/EBITDA offre une mesure plus cohérente de la profitabilité opérationnelle, centrale dans le modèle de Kaleon.

Graphique 26 : EV/EBITDA des comparables

EV/EBITDA Peers	2025E	2026E	2027E	EV/EBITDA Kaleon Valuation	2025E	2026E	2027E
Accor SA	13.7 x	12.4 x	11.3 x	EBITDA reported (€mn)	6.1	7.4	8.4
Voyageurs du Monde SA	6.9 x	6.2 x	5.9 x	Multiple	10.3 x	9.3 x	8.6 x
Pierre et Vacances SA	4.5 x	4.3 x	4.6 x	Multiple at -10% discount	9.3 x	8.4 x	7.8 x
Marriott	18.8 x	18.0 x	16.9 x	Enterprise Value (€mn)	56.5	62.2	64.8
Average	11.0 x	10.2 x	9.7 x	Bridge (Net Debt 2025) (€mn)	(5.2)	(5.2)	(5.2)
Median	10.3 x	9.3 x	8.6 x	Equity Value (€mn)	61.7	67.4	70.0

Source: TP ICAP, Factset du 4 février 2026

Au sein de notre panel de comparables, les multiples EV/EBITDA présentent une dispersion importante, reflétant à la fois les facteurs évoqués précédemment et la **difficulté de trouver une société cotée reproduisant réellement le modèle unique de Kaleon** et son positionnement sur des actifs patrimoniaux à forte valeur culturelle.

Cette évaluation tient également compte de Voyageurs du Monde, dont les multiples sont **structurellement influencés par un niveau de trésorerie très élevé** issu de son modèle basé sur les paiements anticipés, ainsi que de **Pierre & Vacances**, dont les multiples sont mécaniquement tirés vers le bas en raison des **effets comptables IFRS 16**.

Nous avons appliqué une décote de 10% à la valorisation dérivée des multiples, afin de refléter la taille plus réduite de Kaleon et l'hétérogénéité du groupe de comparables sélectionné.

Sur la base des multiples EV/EBITDA des comparables et après application d'une décote conservatrice de 10%, nous obtenons une **Equity Value implicite de 67.4 M€**, correspondant à la médiane de la fourchette de valorisation obtenue sur FY2025e-2027e.

7.4 – Valorisation Agrégée

Nous avons attribué un poids de 60% au DCF basé sur le scénario reflétant uniquement la croissance organique. Il s'agit d'un choix conservateur, car c'est le scénario pour lequel nous disposons de la plus grande visibilité.

Nous intégrons ensuite un second DCF, fondé sur le scénario dans lequel la société met en œuvre sa stratégie d'expansion sur des sites tiers. Ce scénario implique une croissance plus forte, accompagnée de capex plus élevés et d'un risque accru. Nous lui avons attribué un poids de 30%, reflétant à la fois ce risque additionnel et la moindre visibilité disponible à ce stade.

Enfin, nous avons attribué un poids de 10% à la valorisation par multiples de comparables (EV/EBITDA). Ce poids réduit reflète la forte hétérogénéité du panel de comparables et la difficulté d'identifier des sociétés cotées véritablement comparables au modèle unique de Kaleon, fondé sur des actifs patrimoniaux culturels. Cela permet à l'approche par comparables de contribuer à la valorisation globale, tout en évitant une dépendance excessive à des multiples potentiellement biaisés.

Dans l'ensemble, nous aboutissons ainsi à une Equity Value finale de 77.5 M€, qui nous fait ressortir un Target Price moyen de 5.5€ par action, avec 35% d'upside sur le prix de l'action actuel.

Graphique 27 : Résumé Valorisation TP ICAP

Valuation Method	Details	Equity Value (€mn)	TP (€)	Weighting (%)
DCF	FCFF only organic	76.9	5.4	60%
	FCFF with expansion scenario	82.1	5.8	30%
Multiples Valuation	EV/EBITDA	67.4	4.8	10%
TP ICAP Final Valuation		77.5	5.5	

Source: TP ICAP

Annexe 1: Management



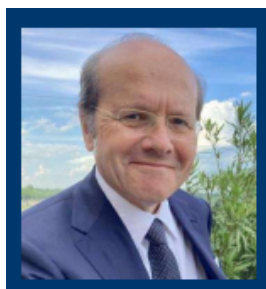
Vitaliano Borromeo – Président Exécutif

- Famille Fondatrice
- +15 ans chez Kaleon



Giberto Borromeo – Vice-Président Exécutif

- Famille Fondatrice
- 5 ans chez Kaleon



Davide Molteni – CEO

- 8 ans d'expérience comme CEO de Kaleon
- +15 ans chez Kaleon



Andrea Gasperoni – COO

- +20 ans d'expérience comme COO dans des parcs de loisirs italiens
- 7 ans chez Kaleon



Alessandro Pedrazzini – CFO

- +25 ans d'expérience en comptabilité
- 10 ans chez Kaleon

FINANCIAL DATA

Compte de résultat	12/22	12/23	12/24	12/25e	12/26e	12/27e
CA total	0,0	21,5	21,7	23,3	26,3	28,8
Variation (%)	na	na	0,7	7,7	12,6	9,6
Marge brute	0,0	20,1	20,5	21,9	24,6	27,0
% du CA	na	93,3	94,6	93,6	93,7	93,7
EBITDA	0,0	6,7	5,5	6,1	7,4	8,4
% du CA	na	31,3	25,4	26,1	28,3	29,0
ROC	0,0	6,7	5,5	6,1	7,4	8,4
% de CA	na	31,3	25,4	26,1	28,3	29,0
Eléments non récurrents	0,0	-0,0	-0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat opérationnel	0,0	4,4	2,9	3,5	4,6	5,3
Résultat financier	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Impôt sur les résultats	0,0	-1,3	-1,2	-1,3	-1,5	-1,8
Taux d'impôt (%)	0,0	-31,7	-43,6	-35,0	-35,0	-35,0
Résultat Net part du groupe	0,0	2,9	1,5	2,5	2,9	3,3
Bilan financier	12/22	12/23	12/24	12/25e	12/26e	12/27e
Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immobilisations corp. et incorp.	0,0	20,2	22,6	24,8	28,1	27,8
Droit d'utilisation	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immobilisations financières	0,0	0,1	0,1	0,7	0,7	0,7
BFR	0,0	-0,5	-2,5	-2,2	-1,9	-1,5
Autres actifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total actifs	0,0	19,9	20,3	23,3	26,9	26,9
Capitaux propres	0,0	4,7	6,2	27,2	30,1	33,4
Intérêts Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impôts différés	0,0	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3
Dette Nette	0,0	13,9	12,7	-5,2	-4,5	-7,8
Autres passifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Passifs	0,0	19,9	20,3	23,3	26,9	26,9
Dette Nette hors IFRS16	0,0	13,9	12,7	-5,2	-4,5	-7,8
Gearing	na	3,0	2,0	-0,2	-0,2	-0,2
Levier	na	2,1	2,3	-0,9	-0,6	-0,9
Tableau de flux	12/22	12/23	12/24	12/25e	12/26e	12/27e
CAF après coût de l'endettement et impôt	0,0	0,0	4,9	4,7	5,9	6,5
ΔBFR	0,0	0,0	1,5	-0,3	-0,2	-0,4
Cash flow généré par l'activité	0,0	0,0	6,4	4,5	5,6	6,2
Capex net	0,0	0,0	-4,8	-5,3	-6,1	-2,7
FCF	0,0	0,0	1,6	-0,9	-0,5	3,4
Acquisition/Cession	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres investissements	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation d'emprunts	0,0	0,0	-1,2	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Remboursement des dettes locatives	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operation au Capital	0,0	0,0	0,0	16,5	0,0	0,0
Autres flux	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,5	0,0
Variation de trésorerie nette sur l'année	0,0	0,0	0,0	15,5	-0,2	3,2
ROA (%)	na	14,6%	7,6%	10,6%	10,7%	12,4%
ROE (%)	na	61,6%	24,7%	9,1%	9,5%	10,0%
ROCE (%)	na	15,2%	8,0%	9,6%	10,9%	12,5%

DISCLAIMER

Certifications d'analyste

Ce Rapport de recherche (le " Rapport ") a été approuvé par Midcap, une division commerciale de TP ICAP (Europe) SA (" Midcap "), un Prestataire de Services d'Investissement autorisé et régulé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (" ACPR "). En publiant ce Rapport, chaque analyste de recherche ou associé de Midcap dont le nom apparaît dans ce Rapport certifie par la présente que (i) les recommandations et les opinions exprimées dans le Rapport reflètent exactement les opinions personnelles de l'analyste de recherche ou de l'associé sur tous les titres ou Emetteurs sujets discutés ici et (ii) aucune partie de la rémunération de l'analyste de recherche ou de l'associé n'était, n'est ou ne sera directement ou indirectement liée aux recommandations ou opinions spécifiques exprimées par l'analyste de recherche ou l'associé dans le Rapport.

Méthodologie

Ce Rapport peut mentionner des méthodes d'évaluation définies comme suit :

1. Méthode DCF : actualisation des flux de trésorerie futurs générés par les activités de l'Emetteur. Les flux de trésorerie sont déterminés par les prévisions et les modèles financiers de l'analyste. Le taux d'actualisation utilisé correspond au coût moyen pondéré du capital, qui est défini comme le coût moyen pondéré de la dette de l'Emetteur et le coût théorique de ses fonds propres tels qu'estimés par l'analyste.
2. Méthode des comparables : application des multiples de valorisation boursière ou de ceux observés dans des transactions récentes. Ces multiples peuvent servir de référence et être appliqués aux agrégats financiers de l'Emetteur pour en déduire sa valorisation. L'échantillon est sélectionné par l'analyste en fonction des caractéristiques de l'Emetteur (taille, croissance, rentabilité, etc.). L'analyste peut également appliquer une prime/décote en fonction de sa perception des caractéristiques de l'Emetteur.
3. Méthode de l'actif et du passif : estimation de la valeur des fonds propres sur la base des actifs réévalués et ajustés de la valeur de la dette.
4. Méthode du dividende actualisé : actualisation des flux de dividendes futurs estimés. Le taux d'actualisation utilisé est généralement le coût du capital.
5. Somme des parties : cette méthode consiste à estimer les différentes activités d'une entreprise en utilisant la méthode d'évaluation la plus appropriée pour chacune d'entre elles, puis à en réaliser la somme.

Conflit d'intérêts entre TP ICAP Midcap et l'émetteur

- D. Midcap, ou toute personne morale qui lui est liée, est un teneur de marché ou un fournisseur de liquidité avec lequel un contrat de liquidité a été conclu concernant les instruments financiers de l'Émetteur: Kaleon
- E. Midcap, ou toute personne morale qui lui est liée, a agi, au cours des douze derniers mois, en tant que chef de file ou co-chef de file dans une offre publique d'instruments financiers de l'Émetteur: Kaleon
- F. Midcap, ou toute personne morale qui lui est liée, est partie à tout autre accord avec l'Émetteur relatif à la fourniture de services d'investissement dans le cadre de l'activité corporate de Midcap: Kaleon
- G. Midcap et l'Emetteur ont convenu de la fourniture par la première à la seconde d'un service de production et de distribution de la recommandation d'investissement sur ledit Emetteur: Kaleon

History of investment rating and target price – Kaleon



Recommendations et objectifs de prix historiques (-1Y)

Date	Analyste	Ancien Objectif de prix	Nouveau Objectif de prix	Cours de clôture	Ancienne Recommendation	Nouvelle Recommendation
------	----------	-------------------------	--------------------------	------------------	-------------------------	-------------------------

Distribution des recommandations d'investissement

Rating	Recommendation Universe*	Portion of these provided with investment banking services**
Achat	74%	71%
Conserver	18%	59%
Vente	4%	17%
Sous revue	4%	100%

Midcap utilise un système de recommandation basé sur les éléments suivants :

Acheter : Devrait surperformer les marchés de 10% ou plus, sur un horizon de 6 à 12 mois.

Conserver : performance attendue entre -10% et +10% par Rapport au marché, sur un horizon de 6 à 12 mois.

Vendre : l'action devrait sous-performer les marchés de 10% ou plus, sur un horizon de 6 à 12 mois.

L'historique des recommandations d'investissements et le prix cible pour les Emetteurs couverts dans le présent Rapport sont disponibles à la demande à l'adresse suivante : <https://researchtpicap.midcapp.com/en/disclaimer>.

Avis de non-responsabilité générale

Ce Rapport est confidentiel et est destiné à l'usage interne des destinataires sélectionnés uniquement. Aucune partie de ce document ne peut être reproduite, distribuée ou transmise sans le consentement écrit préalable de Midcap.

Ce Rapport est publié à titre d'information uniquement et ne constitue pas une sollicitation ou une offre d'achat ou de vente des titres qui y sont mentionnés. Les informations contenues dans ce Rapport ont été obtenues de sources jugées fiables et publiques, Midcap ne fait aucune déclaration quant à leur exactitude ou leur exhaustivité. Les prix de référence utilisés dans ce Rapport sont des prix de clôture de la veille sauf indication contraire. Toutes les opinions exprimées dans ce Rapport reflètent notre jugement à la date des documents et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Les titres abordés dans ce Rapport peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs et ne sont pas destinés à recommander des titres, des instruments financiers ou des stratégies spécifiques à des clients particuliers. Les investisseurs doivent prendre leurs propres décisions d'investissement en fonction de leur situation financière et de leurs objectifs d'investissement. La valeur du revenu de votre investissement peut varier en raison de l'évolution des taux d'intérêt, de l'évolution des conditions financières et opérationnelles des entreprises et d'autres facteurs. Les investisseurs doivent être conscients que le prix du marché des titres dont il est question dans ce Rapport peut être volatil. En raison du risque et de la volatilité du secteur, de l'Emetteur et du marché en général, au prix actuel des titres, notre note d'investissement peut ne pas correspondre à l'objectif de prix indiqué. Des informations supplémentaires concernant les titres mentionnés dans ce Rapport sont disponibles sur demande.

Ce Rapport n'est pas destiné à être distribué ou utilisé par une entité citoyenne ou résidente, ou une entité située dans une localité, un territoire, un état, un pays ou une autre juridiction où une telle distribution, publication, mise à disposition ou utilisation serait contraire ou limitée par la loi ou la réglementation. L'entité ou les entités en possession de ce Rapport doivent s'informer et se conformer à de telles restrictions, y compris MIFID II. Ce Rapport est uniquement destiné aux personnes qui sont des Contreparties Eligibles ou des Clients Professionnels au sens de la réglementation MIFID II. Il n'est pas destiné à être distribué ou transmis, directement ou indirectement, à toute autre catégorie de personnes. Le Rapport fait l'objet d'une diffusion réservée. La recherche a été réalisée conformément aux dispositions de la Charte des Bonnes Pratiques relative à la recherche sponsorisée. Midcap a adopté des dispositions administratives et organisationnelles efficaces, y compris des "barrières d'information", afin de prévenir et d'éviter les conflits d'intérêts en matière de recommandations d'investissement. La rémunération des analystes financiers qui participent à l'élaboration de la recommandation n'est pas liée à l'activité de corporate finance.