

EQUITY RESEARCH

KALEON
PUBLICATION

ACHAT
OC 5.5€
Potentiel: 31%

Une solide première publication – Chiffre d'affaires 2025

La première publication post-IPO de Kaleon confirme une trajectoire de croissance solide, en ligne avec nos attentes, avec un chiffre d'affaires 2025 de 23,2 M€, en hausse de +6,8 % par rapport à 2024 (+9,2 % à périmètre constant). Cette performance constitue un premier signal tangible du potentiel de la société à la suite des travaux de rénovation et d'expansion en cours sur l'ensemble des îles Borromées et à la Villa Pallavicino.

Le S2 ressort particulièrement robuste, affichant une progression de +7,6 % yoy. La dynamique annuelle est principalement portée par le segment du ticketing, qui représente 76 % du chiffre d'affaires total et enregistre une croissance de +10 % vs 2024. Cette performance bénéficie à la fois d'un effet prix et du succès des billets combinés - dont l'offre « Isola Bella + Isola Madre » est désormais le deuxième billet le plus vendu. Le segment food & beverage (14 % du CA total) maintient également un rythme soutenu, en hausse de +12 % yoy.

L'hospitality et le retail affichent une progression plus modérée, cohérente avec leur phase de déploiement encore précoce. L'hospitality devrait cependant connaître une montée en puissance significative à partir de 2027, portée par l'ouverture de nouvelles chambres à la Villa Pallavicino et la rénovation de deux bâtiments à Stresa.

Isola Bella, qui représente 58 % du CA consolidé, délivre une excellente performance avec des revenus en hausse de +11 %, intégrant un effet prix que nous estimons en mid-single digit. À noter également la contribution initiale des Castelli di Cannero, ouverts au public fin juin 2025 après rénovation, qui apportent 0,3 M€ au CA.

La publication s'inscrit strictement en ligne avec nos estimations initiales et confirme le potentiel attractif de la trajectoire de croissance de Kaleon. Compte tenu des expansions en cours – notamment dans le food & beverage et l'hospitality –, du déploiement du programme de tarification dynamique, et d'un effet prix estimé à 3-4 % par an, nous anticipons une croissance organique du CA 2024-2029e de 8,8 % CAGR. À ce scénario pourrait s'ajouter un relai de croissance supplémentaire en cas de prise en gestion de sites tiers, sujet sur lequel des précisions sont attendues lors de la publication des résultats FY 2025.

Sur la valorisation, le titre se traite actuellement à 7,3x-6,5x EV/EBITDA 2026e-2027e, soit une décote de 15-20 % par rapport à notre panel de comparables, alors que Kaleon bénéficie d'une croissance organique plus élevée et d'un profil de génération de cash particulièrement solide. Ces éléments confortent notre opinion positive sur le dossier. Nous réitérons ainsi notre recommandation ACHAT, avec un OC de 5,5 €.

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	23,2	26,1	28,6	VE/Sales	2,3	2,1	1,8
ROC (m €)	2,9	3,5	4,6	5,3	VE/EBITDA	8,9	7,4	6,2
MOC (%)	13,6	15,1	17,5	18,4	VE/EBIT	15,4	11,9	9,8
BPA (publié) (€)	0,00	0,17	0,20	0,23	PER	24,1	20,7	17,9
Dividende (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	Source: TPICAP Midcap			
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0				
FCF (m €)	1,6	-0,9	-0,5	3,4				

Equity Strategist

Sarah Thirion
sarah.thirion@tpicap.com
+33153451072



Analyst

Alessio Olmi
alessio.olmi@tpicap.com
+33149241801



Key data

Prix actuel (€)	4,2
Secteur	Tourisme
Ticker	ALKLN-FR
Nb d'actions (M)	14,125
Capitalisation boursière	59,1
Prochain événement	FY 2025 - 30.03.2026

Source: FactSet

Actionnaires (%)

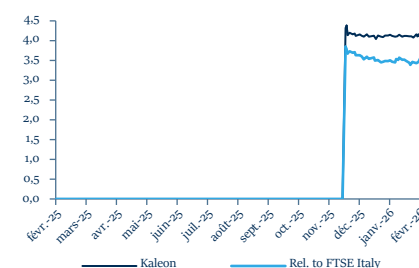
L6A4 S.r.l. (Vitaliano Borromeo)	68,7
Free float	31,3

Source: TPICAP Midcap estimations

BPA (€)	12/25e	12/26e	12/27e
Estimation	0,17	0,20	0,23
Changement de nos estimations (%)	na	na	na

Source: TPICAP Midcap estimations

Performance (%)	1D	1M	YTD
Evolution du cours	0,1	1,5	3,5
Rel FTSE Italy	0,1	2,9	3,1



Source: FactSet

Consensus FactSet - Analystes: 2	12/25e	12/26e	12/27e
CA	23,1	25,5	27,8
ROC	3,5	4,2	4,8
RNpg	2,5	2,7	3,0

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	23,2	26,1	28,6
Variation (%)	na	na	0,7	7,0	12,6	9,6
Marge brute	0,0	20,1	20,5	21,7	24,5	26,8
% du CA	na	93,3	94,6	93,6	93,7	93,7
EBITDA	0,0	6,7	5,5	6,1	7,4	8,3
% du CA	na	31,3	25,4	26,1	28,3	29,0
ROC	0,0	4,4	2,9	3,5	4,6	5,3
% de CA	na	20,7	13,6	15,1	17,5	18,4
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
BPA (publié)	na	na	na	0,17	0,20	0,23
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	27,0
Capitaux propres	0,0	4,7	6,2	27,2	30,0	33,3
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	-7,7
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	27,0
Dette Nette hors IFRS16	0,0	13,9	12,7	-5,2	-4,5	-7,7
Gearing	na	3,0	2,0	-0,2	-0,1	-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	5,8	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	4,4	5,6	6,1
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%	10,5%	10,6%	12,3%
ROE (%)	na	61,6%	24,7%	9,0%	9,5%	9,9%
ROCE (%)	na	15,2%	8,0%	9,5%	10,8%	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
09 Feb 26 - 08:19:44	Alessio Olmi	NA	€ 5.50	€ 4.08	NA	Achat

Distribution des recommandations d'investissement

Rating	Recommendation Universe*	Portion of these provided with investment banking services**
Achat	74%	71%
Conserver	19%	60%
Vente	4%	33%
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.

La société peut fournir des services de corporate access, consistant notamment en l'organisation de rencontres, conférences ou échanges entre investisseurs et émetteurs. Ces services sont séparés de l'activité de recherche et n'ont aucune influence sur le contenu, la qualité ou l'objectivité des analyses présentées dans ce document. Les opinions exprimées sont fondées exclusivement sur des sources jugées fiables et sur l'analyse propre de l'auteur, indépendamment de toute relation commerciale ou organisation d'accès aux émetteurs. La rémunération de l'auteur ou de l'associé n'était, n'est ou ne sera directement ou indirectement liée aux relations commerciales ou organisations d'accès aux émetteurs.

Les services de corporate access sont fournis dans le respect des exigences réglementaires applicables.