

AIM Italia

Rating: Buy

Target Price: €4,55

Year	Sales €m	EBITDA €m	EBIT €m	Net Profit	Adj. EPS	EV/ EBITDA	EV/ EBIT	P/E
2014	8,17	0,95	0,72	0,49	0,199	6,8	9,0	13,1
2015F	9,15	1,45	1,11	0,76	0,307	4,5	5,8	8,5
2016F	10,54	1,76	1,39	0,96	0,387	3,7	4,6	6,7
2017F	11,53	2,00	1,61	1,12	0,452	3,2	4,0	5,8

	Old	New
Rating	Buy	BUY
Risk Rating	Medium	Medium
Target Price	4,55	4,55

Market Data (€)

Close Price (€)	2,60
Share Outstanding (m)	2,48
Market Cap. (€/m)	6,46
Market Float (%)	35,6
Avg daily Vol. (ooos)	8,5
Past 12 Months	Max 5,5 Min 2,5

Performance

	3 M	12 M
Absolute	-11,5	n.a
Relative	-4,5	n.a



I risultati del 1H15 sono in linea con le nostre stime e in grado di supportare le stesse per il FY15. Invariate le stime per il 2016-17F. I risultati economico-finanziari del primo semestre dell'anno sono poco significativi in quanto, per l'elevata stagionalità del business, i ricavi e i costi diretti vengono rilevati nella seconda parte dell'anno e contabilizzati in coincidenza con le partenze dei viaggi, in particolare nei mesi di luglio, agosto e settembre. In considerazione del portafoglio ordini consolidati, che registra pratiche e servizi turistici erogati/da erogare entro il 31 dicembre 2015 per un valore superiore a €6,0 mln, il management prevede di raggiungere senza particolari difficoltà gli obiettivi di budget espressi dal piano aziendale. Il valore delle produzioni è cresciuto del 9% YoY a €2,1 mln, mentre l'Ebitda ha raggiunto €0,02 mln (€0,11 mln nel 1H14). La posizione finanziaria netta è positiva per €0,47 mln. **Invariate le stime per il periodo 2015-17F.** Come è lecito aspettarsi, la società presenta un andamento del fatturato stagionale: quasi l'80% dei ricavi è generato nel II semestre, con un picco nei mesi di luglio (20%) e agosto (25%) in concomitanza con le partenze dei viaggi estivi. Le nostre aspettative sono costruite stimando una crescita delle agenzie servite che a regime dovrebbe essere di 450 unità (da 285 di fine 2013. Nel 2017F il fatturato della società stimiamo possa raggiungere €11,5 mln, mentre l'Ebitda €2,0 mln.

Rating Buy, TP €4,55, risk medium (invariati). Abbiamo condotto la valutazione di Caleido Group sulla base della metodologia del DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Ciascun modello di valutazione è in grado di cogliere uno o più aspetti della vita di un'azienda: reddituale, patrimoniale, basato sui flussi di cassa, basato sulla comparazione di aziende "simili" quotate. Per questo motivo riteniamo che un corretto mix tra le diverse valutazioni, sia in grado di meglio cogliere il "corretto fair value" di una società come Caleido Group caratterizzata da alcuni particolarità (flussi di cassa, management quality, azionisti manager, sviluppo potenziale elevato).

Antonio Tognoli
+39 02 7862 5303
antonio.tognoli@integrae.it

Fig. 1 – Il conto economico

CONTO ECONOMICO	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017
Ricavi delle vendite e servizi	4.651,6	7.559,0	8.301,1	9.637,3	10.578,5
Ricavi da intermediazione e accessori	185,4	357,5	350,0	350,0	350,0
Altri ricavi	26,9	254,5	500,0	550,0	600,0
Valore della Produzione	4.863,9	8.171,0	9.151,1	10.537,3	11.528,5
Costi Diretti	(3.759,3)	(6.652,6)	(7.450,6)	(8.579,2)	(9.386,2)
Margine Industriale	1.104,6	1.518,4	2.239,7	2.629,3	2.942,2
<i>Margine industriale %</i>	<i>22,7%</i>	<i>18,6%</i>	<i>24,5%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,5%</i>
Costi per servizi	(160,9)	(224,6)	(400,0)	(443,2)	(503,8)
Costi per godimento beni di terzi	(57,3)	(25,6)	(25,0)	(15,0)	(15,0)
Altri proventi ed (oneri) diversi di gestione	(28,7)	(20,8)	(24,5)	(24,9)	(25,4)
Valore Aggiunto	857,7	1.247,4	1.790,2	2.146,2	2.397,9
<i>Valore aggiunto %</i>	<i>17,6%</i>	<i>15,3%</i>	<i>19,6%</i>	<i>20,4%</i>	<i>20,8%</i>
Costo del personale	(241,6)	(296,5)	(341,2)	(389,9)	(396,1)
EBITDA	616,0	950,9	1.449,1	1.756,3	2.001,8
<i>EBITDA %</i>	<i>12,7%</i>	<i>11,6%</i>	<i>15,8%</i>	<i>16,7%</i>	<i>17,4%</i>
Ammortamento imm.ni immateriali	(120,3)	(224,8)	(250,0)	(275,0)	(300,0)
Ammortamento avviamento	(5,7)	(6,4)	(89,1)	(89,1)	(89,1)
Accantonamenti e svalutazioni	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Reddito Operativo	490,0	719,7	1.109,9	1.392,2	1.612,7
<i>RO %</i>	<i>10,1%</i>	<i>8,8%</i>	<i>12,1%</i>	<i>13,2%</i>	<i>14,0%</i>
Proventi/(oneri) finanziari	-	-	1,3	9,3	23,5
Proventi/(oneri) straordinari	15,4	-	-	-	-
Utile ante imposte	505	720	1.111	1.401	1.636
<i>Utile ante imposte %</i>	<i>10,4%</i>	<i>8,8%</i>	<i>12,1%</i>	<i>13,3%</i>	<i>14,2%</i>
Imposte	(200,9)	(226,0)	(348,9)	(440,1)	(513,8)
Utile/(perdita) d'esercizio	304,6	493,7	762,3	961,4	1.122,4
<i>Utile/(Perdita) %</i>	<i>6,3%</i>	<i>6,0%</i>	<i>8,3%</i>	<i>9,1%</i>	<i>9,7%</i>

Fonte: stime Integræe SIM

Fig. 2 – Lo stato patrimoniale

STATO PATRIMONIALE	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017
Crediti verso soci per versamenti	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immobilizzazioni immateriali	1.477,1	1.706,8	3.390,2	4.432,4	4.630,0
Immobilizzazioni materiali	15,0	14,0	16,0	16,0	17,0
Partecipazioni					
Azioni proprie					
Altre immobilizzazioni finanziarie					
Totale Attivo Fisso Netto	1.492,1	1.720,8	3.406,2	4.448,4	4.647,0
Rimanenze					
Crediti commerciali	170,6	110,3	120,0	130,0	135,0
Crediti vs controllante/collegate	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Crediti tributari	40,4	42,3	45,0	50,0	50,0
Altri crediti	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Ratei e risconti attivi	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Debiti commerciali	(244,8)	(412,9)	(650,0)	(850,0)	(1.000,0)
Debiti vs controllante/collegate	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Debiti tributari	(35,0)	(36,3)	(37,0)	(48,0)	(70,0)
Debiti previdenziali	(9,4)	0,0	0,0	0,0	0,0
Altri debiti	(271,6)	(111,3)	(120,0)	(130,0)	(140,0)
Ratei e risconti passivi	(12,7)	0,0	0,0	0,0	0,0
Totale Capitale Circolante Netto	(360,9)	(407,9)	(642,0)	(848,0)	(1.025,0)
TFR	(14,2)	(23,4)	(32,0)	(95,1)	(127,3)
Fondo rischi diversi					
Totale Fondi	(14,2)	(23,4)	(32,0)	(95,1)	(127,3)
TOTALE CAPITALE INVESTITO NETTO	1.117,1	1.289,4	2.732,2	3.505,3	3.494,7
<i>Finanziato da:</i>					
Capitale sociale	1.460,0	1.460,0	1.460,0	1.460,0	1.460,0
Riserve	0,0	0,0	891,2	1.524,2	2.302,6
Riserve pro-forma	(647,5)	(890,3)	(890,3)	(890,3)	(890,3)
Utile (perdita) d'esercizio	304,6	719,7	762,3	961,4	1.122,4
Patrimonio Netto di Terzi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totale Patrimonio Netto	1.117,1	1.289,4	2.223,2	3.055,3	3.994,7
Debiti finanziari b/t		-	500	550	-
Debiti finanziari m-l/t		-	-	-	-
Obbligazioni					
(Cassa e disponibilità liquide)		-	-	100,0	500,0
Totale Posizione Finanziaria Netta		-	500,0	450,0	500,0
TOTALE PFN E MEZZI PROPRI		1.289,4	2.723,2	3.505,3	3.494,7

Fonte: stime Integrae SIM

La valutazione

Abbiamo condotto la valutazione di Caleido Group sulla base della metodologia del DCF e dei multipli di un campione di società comparabili.

Ciascun modello di valutazione è in grado di cogliere uno o più aspetti della vita di un'azienda: reddituale, patrimoniale, basato sui flussi di cassa, basato sulla comparazione di aziende "simili" quotate. Per questo motivo riteniamo che un corretto mix tra le diverse valutazioni, sia in grado di meglio cogliere il "corretto fair value" di una società come Caleido Group caratterizzata da alcuni particolarità (flussi di cassa, management quality, azionisti manager, sviluppo potenziale elevato).

Il modello DCF

I risultati dell'applicazione del modello DCF ai fini del calcolo dell'equity value di una società sono, come noto, funzione delle stime. Oltre al valore dell'equity ciò che assume rilevanza, ai fini della comparabilità dei risultati, è la qualità degli stessi, a sua volta funzione di numerose variabili, tra le quali la visibilità del business. Visibilità che, nel caso di Caleido Group, ci consente di poter allungare l'orizzonte temporale fino al 2018F, anno in cui la redditività dei progetti iniziati nel 2014-16F, sarà pienamente visibile. Motivo questo per il quale il modello DCF riteniamo possa cogliere alcuni aspetti della vita dell'impresa che la comparazione con le altre società basata sui multipli non sarebbe in grado di approssimare.

Di seguito i dati di input:

Fig. 3 – I dati di input

Principali dati di input	
Risk Free	1,94%
Risk Premium	8,60%
Beta Adjusted	0,58
Ke	9,43%
g	1,00%
α (specific risk)	2,50%

Fonte: elaborazione Integrae SIM

Abbiamo prudenzialmente scontato i flussi di cassa per il Ke, invece che il WACC che, come noto, è solitamente più basso del Ke, grazie allo scudo fiscale connesso alla deducibilità degli interessi passivi. Abbiamo quindi assunto i parametri della tabella precedente sulla base delle seguenti assumptions:

- il risk free rate è quello medio (12 mesi) lordo dei titoli con scadenza compresa tra 8 anni e 7 mesi e 12 anni e sei mesi (Fonte: Banca d'Italia Eurosystema – Rendistato 2013 per i mesi da ottobre 2014 a settembre 2015);
- il market premium è quello calcolato dal Prof. A. Damodaran per l'Italia, pari a 8,6%;
- Il beta unlevered utilizzato è pari a 0,58%. Lo stesso è stato determinato sulla base del Beta medio relativo allo stesso campione di titoli comparabili usato per la

determinazione dell'equity value con la metodologia dei multipli. Nel caso specifico, data l'assenza di capitale di debito, il coefficiente Beta unlevered corrisponde al coefficiente da applicare al capitale proprio. Precisiamo che la scelta del periodo temporale (1 anno) e la frequenza delle osservazioni (settimanali) è stata scelta in funzione della massimizzazione della significatività della regressione lineare, espressa dal parametro R². Il Beta è stato inoltre corretto in modo da determinare un Beta "rinforzato" che consenta di meglio cogliere la maggiore rischiosità di un titolo meno liquido rispetto ai suoi comparables sulla base della seguente formula: Beta Adjusted = 0,37 * 0,67 + 1 * 0,33 (Vedi E.J. Elton, M.J. Gruber, S.J. Brown, W.N. Goetzmann – Modern Portfolio Theory and Investment Analysis – John Wiley & Sons, 2009);

Fig. 4 – Il calcolo del Beta medio utilizzato

Company	1-Y	2-Y	3-Y
Kuoni Reisen Holding AG	0,57	0,87	0,93
TUI Travel PLC	1,04	1,32	1,09
Expedia Inc	0,42	1,36	0,73
Amadeus IT Holdings S.A.	0,30	0,28	0,49
Orbitz Worldwide Inc.	0,00	0,43	0,32
Hanatour Service Inc	-0,81	0,32	0,12
Corporate Travel Management Ltd	1,76	1,50	0,54
Voyageurs du Monde	-0,29	0,31	-0,11
Media	0,37	0,80	0,51

Fonte: elaborazione Integræ SIM su dati Infincials

- il tasso di crescita "g" utilizzato per il calcolo del Terminal Value è conservativamente posto uguale all'1.0%;
- Alfa, ovvero rischio specifico aggiuntivo, tipico delle investimenti azionari in imprese caratterizzati da ridotte dimensioni operative. Trattandosi di piccole dimensioni, lo small cap risk addizionale è stato assunto pari al 2.5%, valore medio tra quelli suggeriti dai principali studi in materia (Massari Zanetti, Valutazione Finanziaria, McGraw-Hill, 2004, pag. 145, A. Damodaran, Cost of Equity and Small Cap Premium in Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets, III edizione 2012, Guatri Bini, Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende, 2009 pag. 236)

Ne risulta un Ke del 9,43%.

Fig. 5 – Il modello DCF

€/000	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	Terminal Flow
EBIT	1.110	1.392	1.613	1.774	1.774
Tax rate	31,40%	31,40%	31,40%	31,40%	31,40%
Imposte teoriche	(349)	(437)	(506)	(557)	(557)
NOPAT	761	955	1.106	1.217	1.217
DA	(339)	(364)	(389)	(395)	(395)
Δ CCN	(234)	(206)	(177)	(180)	
Δ Funds	(9)	(63)	(32)	(40)	
OFCF	180	322	508	602	822
Capex	(100)	(100)	(250)	(150)	395
FCF	80	222	258	452	1.217
D/E	18%	13%	0%	0%	0%
Ke	9,43%	9,43%	9,43%	9,43%	9,43%
Wacc	7,70%	8,22%	9,43%	9,43%	9,43%
Discounted FCF	73,9	189,4	196,9	315,2	928,7
Terminal value					11.019
Enterprise Value	11.795				
NFP	(500)				
Equity Value	11.295				

Fonte: elaborazione Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime, ne risulta un equity value di €11,3 mln.

Fig. 6 – Sensitivity Analysis (Wacc _ Long Term Growth)

		Ke						
		7,93%	8,43%	8,93%	9,43%	9,93%	10,43%	10,93%
g	2,5%	18140	16400	14933	13680	12598	11654	10824
	2,0%	16636	15147	13876	12778	11820	10978	10231
	1,5%	15366	14076	12961	11990	11135	10377	9702
	1,0%	14279	13148	12162	11295	10526	9840	9225
	0,5%	13338	12338	11457	10677	9982	9358	8795
	0,0%	12516	11623	10832	10126	9492	8921	8404
	-0,5%	11792	10989	10272	9630	9050	8525	8047

Fonte: elaborazione Integrae SIM

La metodologia dei multipli

Il nostro campione è formato da società che operano nello stesso settore di Caleido Group, ma con una capitalizzazione maggiore.

Queste le società con i multipli per il periodo 2014-16F (Fonte Infincials).

Fig. 7 - I peers

Company	EV/Ebitda			EV/Ebit			P/E		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Kuoni Reisen Holding AG	6,39	5,26	4,45	14,42	9,31	6,67	19,65	14,27	10,23
TUI AG	7,02	6,36	5,74	9,35	8,34	7,60	17,59	14,85	12,80
Jungfraubahnen Management AG	6,91	6,81	6,69	11,74	11,62	11,40	16,13	15,70	15,59
Emei Shan Tourism Co., Ltd.	12,55	10,95	9,54	19,97	16,39	14,43	25,21	20,76	18,23
Voyageurs du Monde SA	3,16	2,95	2,85	3,97	3,68	3,50	13,40	12,41	11,84
Thomas Cook Group plc	4,31	3,91	3,70	7,01	6,05	5,69	13,93	10,25	8,79
Media	6,72	6,04	5,49	11,08	9,23	8,21	17,65	14,71	12,91

Fonte: elaborazione Integrae SIM

L'equity value calcolato attraverso la metodologia dei multipli, risulta di €14,1 mln. Allo stesso, abbiamo applicato uno sconto del 20%, raggiungendo un valore di €11,2 mln, sostanzialmente in linea con quello risultate dalla metodologia dello sconto dei flussi di cassa, DCF (€11,3).

Il giudizio sulla ragionevolezza dello sconto è stato calcolato con riguardo alla minore liquidità che, presumibilmente, caratterizzerà il titolo post quotazione. A tale riguardo si è tenuto conto anche dello studio condotto da W.L. Silber (Discount on restricted stock: the impact of liquidity on stock prices in Financial Analysis Journal, vol. 47, 1997, pp 60-64, più recentemente confermato da J.D. Finnerty, the impact of transfer restriction on stock prices, Working paper, Analisis Group/Economics, Cambridge, Ottobre 2002, che ha individuato uno sconto medio tra il 15% e il del 25%). Lo sconto di liquidità, diversamente dalla sconto di minoranza, non necessariamente è incorporato nelle quotazioni di mercato (T. Onesti, Sconti di minoranza e sconti di liquidità, Cedam, 2001). Si ritiene opportuno sottolineare che tale studio, che ha trovato grande applicazione negli Stati Uniti, è stato recentemente richiamato anche dalla scienza aziendalistica italiana quale strumento per la valutazione dello sconto per "lack of marketability" anche per i titoli quotati caratterizzati da contenuti volumi di scambi tali da non renderne efficiente la formazione del prezzo (c.d. titoli sottili) (Cfr Landa, Zacchini, Onesti, La valutazione della Aziende, Giappichelli 2013, p.531 e ss.gg.).

Nonostante la ridotta dimensione giustifichi lo sconto applicato, riteniamo che per le ragioni esposte (vedi sezione "Il mercato"), Caleido Group possieda alcune caratteristiche che la rendono unica nel suo settore che farebbero propendere per l'applicazione di un premio. Tra queste ricordiamo:

- una "media pacchetto" (valore medio della singola prenotazione, solitamente per due persone) significativamente più elevata dei suoi competitors, sia offline (ad es. Club Med) che online (ad es. Expedia);
- un edge tecnologico incontestabilmente superiore rispetto ai suoi competitors (nella fattispecie Expedia e Volagratis);

- una maggiore diversificazione rispetto ai comparables (dreambox).

I vantaggi operativi rispetto ai comparables, uniti ad un minor rischio imprenditoriale (maggiore diversificazione) riteniamo siano in grado di condurre ad una stabile maggiore redditività rispetto ai comparables. Siamo quindi convinti che lo sconto dovuto alla minore possibile liquidità possa gradualmente ridursi.

Buy rating, target price di €4,55 per azione e risk medium invariati.

**Disclosure Pursuant to Article 69 ET SEQ. of Consob (Italian Securities Exchange Commission) Regulation
No. 11971/1999**

Analyst/s certification

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

Disclaimer

This publication was produced by INTEGRAE SIM SpA. INTEGRAE SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of March 29th 2011.

INTEGRAE SIM SpA performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

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

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

The table below, shows INTEGRAE SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
14/5/2015	Buy	4,55	Medium	Initiating of Coverage

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

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them.

This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any

specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integræ SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

Rating system (long term horizon: 12 months)

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

Risk Total Return - ETR - for different risk and rating categories			
<i>Rating</i>	<i>Low Risk</i>	<i>Medium Risk</i>	<i>High Risk</i>
<i>BUY</i>	$ETR \geq 7.5\%$	$ETR \geq 10\%$	$ETR \geq 15\%$
<i>HOLD</i>	$-5\% < ETR < 7.5\%$	$-5\% < ETR < 10\%$	$0\% < ETR < 15\%$
<i>SELL</i>	$ETR \leq -5\%$	$ETR \leq -5\%$	$ETR \leq 0\%$
<i>U.R.</i>	<i>Rating e/o target price Under Review</i>		
<i>N.R.</i>	<i>Stock Not Rated</i>		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

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

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

Conflict of interest

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

- Integræ SIM S.p.A. operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities Nominated Adviser of Caleido Group S.p.A. .;
- Integræ SIM S.p.A. pays or has paid in the past 12 months inside of the assignment of specialist, research services in favor the Caleido Group S.p.A. .;
- Integræ SIM S.p.A. plays, or has played in the last 12 months, the role of specialist financial instruments issued by Caleido Group S.p.A. .;
- Integræ SIM S.p.A. has worked in the last 12 months which entity in charge of placing shares Caleido Group SpA within the private placement aimed at MTF AIM listing of financial instruments issued by Italy Caleido Group S.p.A.