

AIM Italia

Rating: Buy

Target Price: €3,70

Year	Sales €m	EBITDA €m	EBIT €m	Net Profit	Adj. EPS	EV/ EBITDA	EV/ EBIT	P/E
2015	8,28	0,45	0,24	0,14	0,055	11,2	21,1	37,4
2016F	9,58	1,23	1,01	0,59	0,239	4,2	5,1	8,6
2017F	10,99	1,89	1,66	0,98	0,396	2,7	3,1	5,2
2018F	12,09	2,56	2,33	1,38	0,557	2,0	2,2	3,7

	Old	New
Rating	Buy	Buy
Risk Rating	Medium	Medium
Target Price	4,55	3,70

Market Data (€)	
Close Price (€)	2,06
Share Outstanding (m)	2,48
Market Cap. (€m)	5,12
Market Float (%)	35,6
Avg daily Vol. (000s)	4,8
Past 12 Months	Max 4,05 Min 2,06

Performance		3 M	12 M
Absolute		-6,1	-45,1
Relative		19,2	-22,1



I risultati del FY15 sono inferiori rispetto alle nostre stime. Downgrade delle stime per il 2016-18F. Il fatturato è cresciuto dell'1,7% rispetto ai dati pro-forma 2014, ma risulta inferiore alle stime del 9,3%, mentre l'Ebitda è pari a €0,45 mln contro €0,95 mln del FY14 e €1,45 mln delle stime. La flessione è per lo più da attribuire a maggiori costi per servizi legati al rafforzamento della rete commerciale, al sostenimento delle spese per marketing e promozioni e ai costi one-off della quotazione. Al lordo dei costi one-off, l'Ebitda sarebbe risultato di €0.7 mln.

In flessione le stime 2016-17. Abbiamo ridotto del 30% la stima di Ebitda del FY16 a €1,7 mln e del 4% quella del FY17. Abbiamo inoltre effettuato le stime per FY18. Le nostre aspettative sono costruite stimando una crescita delle agenzie servite che a regime dovrebbe essere di 450 unità. Nel 2018F il fatturato della società stimiamo possa raggiungere €12,1 mln, mentre l'Ebitda €2,6 mln, con un Ebitda margin del 21,1%.

TP €3,70 (da 4,55) per azione, Buy rating e 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	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
Ricavi delle vendite e servizi	7.559,0	8.001,6	9.281,8	10.674,1	11.741,5
Ricavi da intermediazione e accessori	357,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Altri ricavi	254,5	282,3	300,0	320,0	350,0
Valore della Produzione	8.171,0	8.283,9	9.581,8	10.994,1	12.091,5
Costi Diretti	(6.652,6)	(6.825,7)	(7.500,4)	(8.175,6)	(8.542,1)
Margine Industriale	1.518,4	1.458,2	2.081,4	2.818,5	3.549,4
<i>Margine industriale %</i>	<i>18,6%</i>	<i>17,6%</i>	<i>21,7%</i>	<i>25,6%</i>	<i>29,4%</i>
Costi per servizi	(224,6)	(608,0)	(422,0) ^F	(459,9)	(480,6)
Costi per godimento beni di terzi	(25,6)	(50,8)	(54,7)	(58,4)	(59,7)
Altri proventi ed (oneri) diversi di gestione	(20,8)	(28,1)	(29,3)	(33,6)	(36,9)
Valore Aggiunto	1.247,4	771,2	1.575,5	2.266,6	2.972,2
<i>Valore aggiunto %</i>	<i>15,3%</i>	<i>9,3%</i>	<i>16,4%</i>	<i>20,6%</i>	<i>24,6%</i>
Costo del personale	(296,5)	(316,3)	(347,6)	(378,9) ^F	(416,7)
EBITDA	950,9	454,9	1.227,9	1.887,7	2.555,5
<i>EBITDA %</i>	<i>11,6%</i>	<i>5,5%</i>	<i>12,8%</i>	<i>17,2%</i>	<i>21,1%</i>
Ammortamento imm.ni immateriali	(224,8)	(205,8) ^F	(214,3) ^F	(221,3) ^F	(219,0)
Ammortamento beni materiali	(6,4)	(6,7)	(7,8)	(8,9)	(9,8)
Accantonamenti e svalutazioni	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Reddito Operativo	719,7	242,4	1.005,9	1.657,6	2.327,7
<i>RO %</i>	<i>8,8%</i>	<i>2,9%</i>	<i>10,5%</i>	<i>15,1%</i>	<i>19,3%</i>
Proventi/(oneri) finanziari	-	(11,8)	(5,0)	(1,0)	3,0
Proventi/(oneri) straordinari	-	(0,2)	0,0	0,0	0,0
Utile ante imposte	720	230,4	1.000,9	1.656,6	2.330,7
<i>Utile ante imposte %</i>	<i>8,8%</i>	<i>2,8%</i>	<i>10,4%</i>	<i>15,1%</i>	<i>19,3%</i>
Imposte	(226,0)	(93,7)	(406,9)	(673,4)	(947,5)
Utile/(perdita) d'esercizio	493,7	136,7	594,0	983,1	1.383,3

Fonte: stime Integrae SIM

Fig. 2 – Lo stato patrimoniale

STATO PATRIMONIALE	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
Immobilizzazioni immateriali	1.706,8	1.812,8	3.409,1	3.986,4	4.800,6
Immobilizzazioni materiali	14,0	9,4	10,0	10,0	10,0
Partecipazioni					
Azioni proprie					
Altre immobilizzazioni finanziarie					
Totale Attivo Fisso Netto	1.720,8	1.822,1	3.419,1	3.996,4	4.810,6
Rimanenze					
Crediti commerciali	110,3	731,4	750,0	950,0	1.050,0
Crediti vs controllante/collegate	0,0	1.637,5	0,0	0,0	0,0
Crediti tributari	42,3	169,9	100,0	120,0	130,0
Imposte anticipate	0,0	102,7	80,0	100,0	130,0
Altri crediti	0,0	177,3	150,0	165,0	180,0
Altre attività	0,0	470,0	520,0	550,0	568,0
Ratei e risconti attivi	0,0	330,5	350,0	300,0	320,0
Debiti commerciali	(412,9)	(533,5)	(850,0)	(1.000,0)	(1.150,0)
Debiti vs controllante/collegate	0,0	(1.566,9)	0,0	0,0	0,0
Debiti tributari	(36,3)	(209,0)	(150,0)	(70,0)	(65,0)
Debiti previdenziali	0,0	(39,2)	(42,0)	(35,0)	(30,0)
Altri debiti	(111,3)	(72,7)	(85,0)	(140,0)	(151,0)
Ratei e risconti passivi	0,0	(247,7)	(250,0)	(230,0)	(200,0)
Totale Capitale Circolante Netto	(407,9)	950,3	573,0	710,0	782,0
TFR	(23,4)	(29,1)	(30,0)	(32,0)	(35,0)
Fondo rischi diversi					
Totale Fondi	(23,4)	(29,1)	(30,0)	(32,0)	(35,0)
TOTALE CAPITALE INVESTITO NETTO	1.289,4	2.743,4	3.962,1	4.674,4	5.557,6
<i>Finanziato da:</i>					
Capitale sociale	1.460,0	1.813,0	1.813,0	1.813,0	1.813,0
Riserve	0,0	1.097,5	1.234,3	1.828,3	2.811,4
Riserve pro-forma	(890,3)	0,0	0,0	0,0	0,0
Utile (perdita) d'esercizio	719,7	136,7	594,0	983,1	1.383,3
Patrimonio Netto di Terzi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totale Patrimonio Netto	1.289,4	3.047,2	3.641,2	4.624,4	6.007,6
Debiti finanziari b/t	-	354,8	400,0	300,0	200,0
Debiti finanziari m-l/t	-	-	-	-	-
Obbligazioni					
(Cassa e disponibilità liquide)	-	51,0 -	80,0 -	250,0 -	650,0
Totale Posizione Finanziaria Netta	-	303,9	320,0	50,0 -	450,0
TOTALE PFN E MEZZI PROPRI	1.289,4	2.743,4	3.961,2	4.674,4	5.557,6

Fonte: stime Integræe 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 2019F, 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	1,30%
Risk Premium	9,30%
Beta Adjusted	0,67
Ke	10,08%
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 per i mesi da maggio 2015 a aprile 2016);
- il market premium è quello calcolato dal Prof. A. Damodaran per l'Italia, pari al 9,30% (Gennaio 2016);

- Il beta unlevered utilizzato è pari a 0,67%. 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 (3 anni) 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 = 0,51 * 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 10,08%.

Fig. 5 – Il modello DCF

€/000	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	Terminal Flow
EBIT	1.006	1.658	2.328	2.514	2.514
Tax rate	31,40%	31,40%	31,40%	31,40%	31,40%
Imposte teoriche	(316)	(520)	(731)	(789)	(789)
NOPAT	690	1.137	1.597	1.725	1.725
DA	(222)	(230)	(229)	(390)	
Δ CCN	377	(137)	(72)	(165)	
Δ Funds	(1)	(2)	(3)	(5)	
OFCF	844	768	1.293	1.165	1.725
Capex	(100)	(250)	(150)	(150)	
FCF	744	518	1.143	1.015	1.725
Ke	10,08%	10,08%	10,08%	10,08%	10,08%
Wacc	10,08%	10,08%	10,08%	10,08%	10,08%
Discounted FCF	676,2	427,4	857,0	691,1	736,0
Terminal value					8.110
Enterprise Value	10.762				
NFP	304				
Equity Value	11.066				

Fonte: elaborazione Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime, ne risulta un equity value di €11,1 mln.

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

		Ke						
		8,58%	9,08%	9,58%	10,08%	10,58%	11,08%	11,58%
g	2,5%	15504	14419	13485	12672	11957	11324	10758
	2,0%	14557	13614	12792	12070	11430	10859	10346
	1,5%	13744	12914	12185	11539	10962	10443	9975
	1,0%	13038	12302	11649	11066	10542	10069	9639
	0,5%	12420	11761	11172	10642	10164	9730	9333
	0,0%	11874	11279	10744	10261	9822	9421	9053
	-0,5%	11388	10848	10359	9916	9510	9139	8797

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 2015-17F (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	9,22	10,39	8,64	18,68	16,19	12,29	24,38	21,60	16,04
TUI AG	4,99	4,63	4,25	7,05	6,36	5,77	12,67	10,98	9,78
Jungfraubahnen Management AG	7,11	7,02	6,81	12,01	12,22	11,96	16,01	16,26	15,93
Emei Shan Tourism Co., Ltd.	17,34	14,42	12,39	33,48	22,86	19,60	31,43	28,30	24,14
Voyageurs du Monde SA	4,76	4,37	4,10	5,77	5,28	4,92	15,62	14,31	13,39
Thomas Cook Group plc	2,84	2,81	2,62	4,44	4,30	3,90	9,06	8,08	6,55
Media	7,71	7,27	6,47	13,57	11,20	9,74	18,20	16,59	14,30

Fonte: elaborazione Integrae SIM

L'equity value calcolato attraverso la metodologia dei multipli, risulta di €9,1 mln. Allo stesso, abbiamo applicato uno sconto del 20%, raggiungendo un valore di €7,3 mln, inferiore a quello risultante dallo sconto dei flussi di cassa, DCF (€11,1).

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 posseda 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, una volta dispiegate appieno tutte le potenzialità, lo sconto dovuto alla minore possibile liquidità possa gradualmente ridursi.

La media aritmetica semplice dei due valori calcolati, pari a €3,70 per azione, costituisce il nostro target price. Target price di €3,70 (da €4,55) per azione, buy rating 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
15/10/2015	Buy	4,55	Medium	1H15 Results

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, Integrae 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			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR >= 7.5%	ETR >= 10%	ETR >= 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR <= -5%	ETR <= -5%	ETR <= 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRAE 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) Integrae 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 Integrae SIM states that:

- Integrae 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. .;
- Integrae 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. .;
- Integrae 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. .;
- Integrae 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.