

Data produzione: 13 Dicembre 2019 - h 18.30

Data pubblicazione: 16 Dicembre 2019 - h 7.00

CALEIDO GROUP	Italy	FTSE AIM Italia	Travel
Rating: BUY	Target Price: € 1,75	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-14,78%	20,25%	68,97%	40,00%
to FTSE AIM Italia	-17,40%	21,45%	78,96%	42,63%
to FTSE STAR Italia	-21,01%	9,91%	66,16%	15,76%
to FTSE All-Share	-14,07%	13,75%	55,97%	15,60%
to FTSE Italia Small Cap	-19,87%	7,12%	49,69%	11,97%

Stock Data

Price	€ 0,98
Target price	€ 1,75
Upside/(Downside) potential	78,6%
Bloomberg Code	CLG IM
Market Cap (€m)	3,01
EV (€m)	3,82
Free Float	41,15%
Share Outstanding	3.075.564
52-week high	€ 1,37
52-week low	€ 0,42
Average daily volumes (3m)	45.230

Key Financials (€m)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
Value of Production	9,1	10,1	12,5	14,8
EBITDA	0,1	0,3	0,6	0,8
EBIT	-0,2	0,0	0,3	0,5
Net Profit	-0,2	-0,1	0,2	0,3
EPS (€)	-0,07	-0,03	0,05	0,10
EBITDA margin	0,6%	2,7%	4,5%	5,5%
EBIT margin	-1,8%	0,3%	2,4%	3,7%

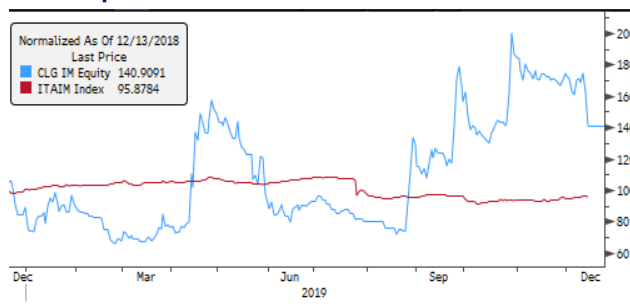
Main Ratios	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA (x)	n.m.	14,0	6,8	4,7
EV/EBIT (x)	n.m.	n.m.	12,5	7,0
P/E (x)	n.m.	n.m.	18,9	10,3

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



Strategia in evoluzione

I mutamenti attesi nella domanda del mercato consentono di delineare una strategia diversa rispetto a quella che ha caratterizzato Caleido Group nel corso degli ultimi 3 anni. Uno degli elementi di grande discontinuità con il passato è dato dalla creazione di un team interno dedicato all'incubazione di nuove ventures turistiche digitali e all'accelerazione di start-ups già attive nell'ambito del traveltech. Caleido Group intende fare sistema con i players più innovativi del mercato del turismo digitale ricorrendo anche alle modalità di financing tradizionali ma anche esplorando strumenti di raccolta di capitale di rischio più innovativi e peer-to-peer come ad esempio crowdfunding. L'evoluzione è in corso...

Estimates Update

Secondo le nostre stime il fatturato nel 2022E dovrebbe raggiungere 14,8 mln (da €9,1 del 2019E). Stimiamo che la maggiore efficienza nei processi produttivi, permessa sia dalla nuova tecnologia che dalla riorganizzazione del personale, possa incrementare il margine industriale sui ricavi, arrivando nel 2022 al 18,6%. Parallelamente ci aspettiamo che l'Ebitda margin raggiunga il 5,5% nel 2022E (negativo nel 2019E).

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione di Caleido Group attraverso due metodologie: DCF e multipli di aziende comparabili. Al fine di tenere conto della minore liquidità in termini di numero di titoli trattati rispetto ai peers, abbiamo applicato al DCF un premio per il rischio suppletivo del 2,5% e scontato del 25% l'equity value risultante dalla metodologia dei multipli. La valutazione è pertanto la seguente: rating BUY, target price €1,75 per azione e risk medium. La valutazione non tiene conto delle possibili iniziative derivanti dall'incubazione di start-ups traveltech, che riteniamo possano portare ad un ulteriore incremento del valore complessivo della società.

1. Economics & Financials

Fig. 1 – Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Sales	8,27	8,75	9,10	10,05	12,42	14,67
Other Revenues	0,03	0,01	0,01	0,02	0,05	0,08
Value of Production	8,30	8,76	9,11	10,07	12,47	14,75
COGS	6,95	7,63	7,86	8,49	10,36	12,01
Services	0,73	0,70	0,71	0,74	0,80	0,88
Employees	0,40	0,47	0,40	0,45	0,62	0,88
Provisions	0,05	0,05	0,05	0,06	0,07	0,09
Other Operating Expenses	0,04	0,15	0,05	0,06	0,06	0,08
EBITDA	0,14	-0,24	0,05	0,27	0,56	0,82
<i>EBITDA Margin</i>	<i>1,7%</i>	<i>-2,8%</i>	<i>0,6%</i>	<i>2,7%</i>	<i>4,5%</i>	<i>5,6%</i>
D&A	0,24	0,23	0,22	0,24	0,26	0,27
EBIT	-0,10	-0,48	-0,17	0,03	0,30	0,55
<i>EBIT Margin</i>	<i>-1,2%</i>	<i>-5,5%</i>	<i>-1,8%</i>	<i>0,3%</i>	<i>2,5%</i>	<i>3,7%</i>
Financial Management	(0,06)	(0,08)	(0,07)	(0,06)	(0,06)	(0,06)
EBT	-0,16	-0,56	-0,23	-0,03	0,25	0,49
Taxes	-0,03	-0,13	-0,03	0,05	0,09	0,20
NET Income	-0,13	-0,43	-0,20	-0,08	0,16	0,29

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Fixed Asset	1,62	1,33	1,36	1,47	1,73	2,10
Account receivable	1,82	1,96	2,00	1,85	1,70	1,68
Account payable	0,51	0,78	0,74	0,73	0,69	0,68
Operating Working Capital	1,30	1,18	1,27	1,12	1,01	1,00
Other Receivable	0,87	1,13	1,21	1,19	1,21	1,20
Other Payable	0,48	0,43	0,41	0,40	0,37	0,38
Net Working Capital	1,69	1,88	2,06	1,91	1,84	1,82
Severance Indemnities & Provision	0,05	0,04	0,04	0,04	0,05	0,05
NET INVESTED CAPITAL	3,26	3,18	3,39	3,34	3,53	3,87
Share Capital	1,82	1,82	2,07	2,07	2,07	2,07
Reserves and Retained Profits	1,11	0,97	0,85	0,65	0,57	0,73
Net Profit	(0,13)	(0,43)	(0,20)	(0,08)	0,16	0,29
Equity	2,80	2,37	2,72	2,64	2,80	3,10
Cash and Cash Equivalent	0,38	0,17	0,03	0,06	0,12	0,13
Short-Term Financial debt	0,00	0,73	0,60	0,66	0,68	0,72
ML Term Financial Debt	0,84	0,25	0,10	0,10	0,17	0,19
Net Financial Position	0,46	0,81	0,67	0,70	0,73	0,77
TOTAL SOURCES	3,26	3,18	3,39	3,34	3,53	3,87

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
EBIT	(0,48)	(0,17)	0,03	0,30	0,55
Taxes	(0,13)	(0,03)	0,05	0,09	0,20
NOPAT	(0,35)	(0,14)	(0,02)	0,22	0,35
D&A	0,23	0,22	0,24	0,26	0,27
Change in receivable	(0,14)	(0,04)	0,15	0,15	0,02
Change in inventories	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Change in payable	0,27	(0,05)	(0,00)	(0,04)	(0,02)
Change in OWC	0,12	(0,08)	0,15	0,11	0,00
Other Changes	(0,32)	(0,10)	0,01	(0,04)	0,02
Change in Provision	(0,01)	(0,00)	0,00	0,00	0,00
OPERATING CASH FLOW	(0,32)	(0,10)	0,38	0,54	0,64
Investments	0,06	(0,25)	(0,35)	(0,52)	(0,64)
FREE CASH FLOW	(0,26)	(0,35)	0,03	0,03	0,00
Financial Management	(0,08)	(0,07)	(0,06)	(0,06)	(0,06)
Change in Payable to Banks	0,13	(0,28)	0,06	0,09	0,06
Change in Equity	0,00	0,56	0,00	(0,00)	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	(0,21)	(0,13)	0,03	0,06	0,00

Source: Caleido Group and Integrae SIM estimates

1.1 Il mercato del turismo è in fase di forte evoluzione...

Il mercato del turismo nel mondo risulta in fase di crescita: il CAGR 2008-2018 delle partenze e il numero dei viaggi segna un +5,96% e un +4,07% rispettivamente in un mercato che alla fine del 2018 ha raggiunto €1.300 bn circa. In flessione è risultato tuttavia il valore medio del viaggio, diminuito a €608 del 2018, da €1.295 del 2008.

I flussi di turismo stanno cambiando velocemente, con quelli dei paesi emergenti che crescono a doppia cifra, mentre quelli del vecchio continente che invece crescono molto lentamente.

In Italia nello stesso periodo il valore delle partenze e il numero dei viaggi è cresciuto mediamente dell'1,88% e 0,93% rispettivamente in un mercato che ha raggiunto nel 2018 circa €25 bn. La flessione del valore medio del singolo pacchetto è stata tuttavia meno evidente, attestandosi a €860 nel 2018 contro €1.335 nel 2008.

Tra il 2008 e il 2018 le abitudini dei viaggiatori sono tuttavia cambiate drasticamente e numerosi nuovi player sono entrati nel mercato, tanto da spingere i tour operator esistenti a evolvere il proprio modello di business e la propria offerta.

Quattro sono le tendenze che sono sembrate emergere con maggiore forza nell'ultimo decennio:

- **una maggiore confidenza nell'on-line.** I canali online e mobile sono considerati molto utili dai viaggiatori italiani per lo più nella fase che precede il viaggio. Questi canali sono infatti utilizzati per ottenere ispirazione, effettuare ricerche, confrontare varie alternative ed effettuare prenotazioni. Questo fenomeno sta portando ad una maggiore trasparenza dei prezzi, ad una forte competitività e ad una migliore conoscenza del prodotto da parte del turista. In questo scenario i grandi players, come le online travel agencies (OLTA), stanno crescendo mentre i piccoli players stanno lottando per rimanere competitivi e visibili. Anche se il mercato online è in crescita, il comparto offline in Italia conta ancora per oltre il 65% del valore totale. I numeri evidenziano come la disintermediazione colpisca meno il segmento dei viaggiatori sofisticati, che si affidano ancora alle agenzie di viaggio per prenotare viaggi complessi o particolarmente articolati. Di conseguenza, le agenzie di viaggio si affidano sempre di più ad operatori altamente qualificati e tour operators specializzati per creare pacchetti viaggio di alta gamma. La tecnologia del tour operator gioca pertanto un ruolo primario nel fronteggiare la concorrenza;
- **lo scenario geo-politico.** L'instabilità politica in alcune regioni del mondo avrà un impatto negativo sui flussi turistici verso quelle regioni. Le destinazioni più popolari del Mediterraneo, come ad esempio Turchia e Marocco, sono attualmente percepite come non sicure. Va da sé che i viaggi su destinazioni più sicure come l'Italia, o verso altri paesi lontani stanno guadagnando quote di mercato. Gli Stati Uniti rimangono la prima destinazione per gli italiani che viaggiano all'estero, ma la crescita è influenzata dalle minacce di guerre commerciali ed apprezzamento della valuta. Di conseguenza, i viaggi verso i Caraibi e verso alcuni paesi dell'Estremo Oriente (come il Giappone, la Thailandia e l'Indonesia) stanno crescendo a doppia cifra;
- **la tecnologia accresce l'esperienza di viaggio.** La tecnologia è un fattore chiave nel settore dei viaggi e del turismo, in quanto è diventata l'elemento principale per essere competitivi in un mercato in continua evoluzione. Molti players del settore guardano con sempre maggior interesse alle applicazioni dell'Intelligenza Artificiale in ambito turistico. Prima e durante

il processo di prenotazione, le comunicazioni con contenuti personalizzati offrono soluzioni tailor made per il viaggiatore. I chatbot invece vengono utilizzati durante il viaggio per fornire assistenza ai clienti in maniera rapida ed efficiente. Programmi di fidelizzazione personalizzati portano il cliente a diventare un cd repeater e cioè un utente fidelizzato. Ultima arrivata nel settore travel è la tecnologia blockchain, costruita per dare certezza alle transazioni peer-to-peer, sempre più frequenti in ambito travel, e migliorare la catena del valore: dai programmi di fidelizzazione, alla sicurezza dal rintracciamento dei bagagli, fino al più veloce ed agevole riconoscimento dei viaggiatori grazie alla digital identity;

- **i viaggiatori cercano un'esperienza sempre più personalizzata.** L'aumento globale di viaggi esperienziali sta influenzando anche la domanda italiana. La personalizzazione è richiesta in tutta la customer journey e influenza sia le strategie di marketing e comunicazione (sviluppo AI), sia l'offerta del prodotto. Infatti, sempre più consumatori stanno combinando viaggi tradizionali con attività personalizzate che li possano coinvolgere in esperienze locali autentiche o avventure uniche. Di conseguenza, sta crescendo la qualità del prodotto e la domanda di viaggi specializzati e su misura.

1.2 ...che Caleido Group sta cavalcando

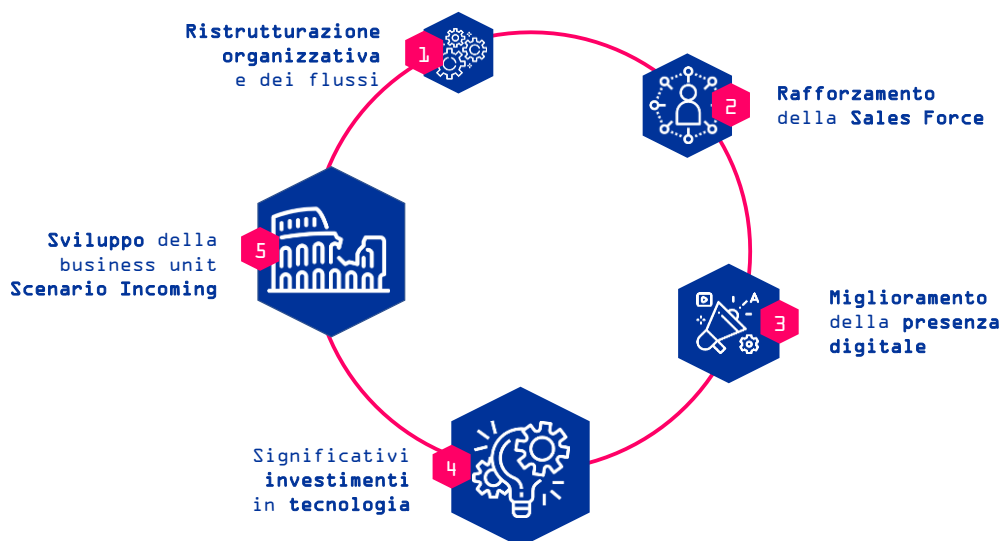
I mutamenti avvenuti nel mercato, ma soprattutto quelli attesi, consentono di delineare una strategia diversa rispetto a quella che ha caratterizzato Caleido Group nel corso degli ultimi 3 anni. Uno degli elementi di grande discontinuità con il passato è rappresentato per esempio dalla creazione di un team interno dedicato esclusivamente all'incubazione di nuove ventures turistiche digitali e all'accelerazione di start-ups già attive nell'ambito del traveltech (segmento delle nuove tecnologie al servizio del turismo).

Il Traveltech è in piena espansione ed è destinato, grazie anche alle nuove tecnologie come il 5G, l'AI, la blockchain l'IOT etc... a rivoluzionare il segmento dell'on-line travel, che è il mercato che da anni occupa stabilmente il primo posto nel ranking dell'e-commerce su scala globale ma che si configura anche come il meno innovativo e foriero di disruption tecnologiche.

Caleido Group intende fare sistema con i players più innovativi e promettenti del mercato del turismo digitale ricorrendo anche alle modalità di financing tradizionali, ma anche a strumenti di raccolta di capitale di rischio più innovativi e peer-to-peer come ad esempio crowdfunding.

Alla luce dell'evoluzione del mercato, Caleido Group ha elaborato diversi punti di intervento strategici, riassumibili in:

Fig. 2 – I drivers di crescita delle linee di business esistenti (as is)



Source: Caleido Group

- ristrutturazione organizzativa e dei flussi.** In altre parole un nuovo assetto organizzativo al fine di offrire ai propri agenti di viaggio partner, una sempre maggiore sartorialità, attenzione al dettaglio e qualità di servizio. Il rinnovato modello organizzativo è teso ad incrementare l'efficienza dei processi interni, grazie a migliori sinergie di team. Inoltre, è in corso l'introduzione di nuovi strumenti IT particolarmente avanzati, in grado di migliorare le performances dei professionisti nello sviluppo e fornitura dei servizi turistici. Sono state riorganizzate le "isole di prodotto" che ora prevedono un nuovo criterio di specializzazione sulla destinazione (il precedente principio era basato sull'approccio geografico della sede dell'agenzia di viaggi) che si riflette nella creazione di un team di esperti di viaggio travel caratterizzato per la sua specializzazione su una specifica macro-area geografica.

Professionisti a tutto tondo sulle destinazioni di riferimento. Inoltre, grazie alla formazione continua sulla piattaforma di e-learning proprietaria gli esperti di Caleido Group sono costantemente aggiornati e in grado di affrontare in modo più flessibile ed efficace le richieste di una clientela sempre più sofisticata ed esigente, in linea con le tendenze di mercato evidenziate;
- il rafforzamento della sales force.** La crescita della forza vendita negli ultimi tre anni ha permesso di rafforzare le quote di mercato nelle principali regioni settentrionali e centrali italiane (p.e. Lombardia e Lazio). Nel 2018 sono inoltre state rafforzate il Veneto, il Friuli Venezia Giulia e la Sardegna. I nuovi ingressi riguarderanno l'area meridionale della Lombardia, compresa Milano, dove la presenza deve essere rinforzata considerato l'alto potenziale di questo mercato, e la Toscana e l'Emilia Romagna. In Piemonte, terzo mercato dopo la Lombardia e il Lazio, è stato affiancato al rappresentante locale (che andrà in pensione) un venditore esperto.

A questa salesforce si aggiungono 2 area managers che operano su Veneto ed Emilia Romagna e che si dedicano esclusivamente alla rappresentanza del prodotto Scenario, la business unit dedicata all'incoming;
- miglioramento della presenza digitale.** Da sempre Caleido Group ha messo al centro della propria offerta le attività di marketing innovative, con lo

scopo di raggiungere il più efficacemente possibile sia il pubblico agenziale che il consumatore finale. Le diverse attività spaziano dal marketing digitale e campagne promozionali di eventi alla stampa e diffusione di cataloghi su tutto il mercato italiano. In particolare, vengono distribuiti oltre 50.000 cataloghi di alta qualità e organizzati più di 60 eventi focalizzati sugli agenti di viaggio ogni anno. Attività che colloca il Gruppo allo stesso livello, in termini di qualità e quantità, di altri tour operator italiani ed europei più importanti. Nel 2018, Caleido Group ha lanciato l'app di viaggio dedicata sia all'agenzia di viaggi ma soprattutto al cliente finale che in questo modo è in grado di accedere a documenti di viaggio e ulteriori informazioni, nonché all'acquisto di servizi aggiuntivi direttamente dal database della società. Accanto a queste attività, dal 2017 Caleido Group ha introdotto la propria piattaforma proprietaria di e-learning, che mira a migliorare ulteriormente la professionalità degli agenti di viaggio, affinché possano meglio trasmettere l'eccellenza dei servizi ai clienti finali.

Nel corso del 2018 Caleido Group ha investito risorse significative nello sviluppo della presenza digitale. In particolare, è stata progettata e migliorata l'esperienza dei siti web aziendali, digitalizzato ulteriormente l'inventario e migliorato lo storytelling sulle diverse destinazioni. Al fine di monitorare costantemente sia il proprio sito sia i canali dei social media, nonché per innovare continuamente la strategia di comunicazione e meglio adattare l'offerta al mutamento della domanda, è stata assunta una risorsa junior interamente dedicata al marketing digitale;

- **significativi investimenti in tecnologia.** Gli investimenti in tecnologia, da sempre fattore distintivo per Caleido Group sono proseguiti anche negli ultimi due anni. Nel 2018 è stato avviato un processo biennale per aggiornare l'infrastruttura IT, con particolare attenzione al sistema gestionale e alla piattaforma di dynamic packaging. Travelab, il motore di prenotazione di Caleido Group per hotel e "servizi a terra", sarà progressivamente integrato con Fly2be (tool di prenotazione online per i voli del Gruppo Oltremare). La nuova sinergia offre ai clienti l'accesso alla prenotazione diretta di itinerari point-to-point, con lo scopo di affrontare la crescente tendenza alla disintermediazione (agenzie di viaggio che assemblano direttamente il pacchetto di viaggio senza la necessità di un tour operator). Le agenzie di viaggio continueranno ad avere accesso ad una vasta gamma di prodotti - hotel, appartamenti, trasferimenti, tour e attività, biglietti per concerti e molto altro - e potendo verificare la disponibilità in tempo reale.

Grazie alla piattaforma, l'agente di viaggio può sia prenotare il singolo servizio richiesto sia un itinerario di viaggio più complesso per il proprio cliente. La piattaforma rinnovata è già collegata a un'app di viaggio dedicata a cui possono accedere agenti di viaggio e clienti finali, con l'importantissimo vantaggio di consentire al cliente di acquistare servizi di viaggio aggiuntivi prima e/o durante il viaggio. La maggiore efficienza del sistema di gestione interno e lo sviluppo tecnologico delle piattaforme per le agenzie di viaggio stimolerà una crescita del 30% del fatturato derivante dalle attività web a partire dal 2020E. Nel dettaglio, Caleido Group ha in corso una vera e propria rivoluzione della propria infrastruttura IT aziendale, che determinerà significative economie di scala e sinergie con altri partner tecnologicamente evoluti. In particolare:

- ❖ *un nuovo gestionale e servers in cloud:* il processo di rinnovamento tecnologico non si esaurisce con la realizzazione del nuovo dynamic packaging per le attività della preventivazione, ma passa per un

upgrade ad un nuovo programma gestionale e nuovi, ma più economici, servers;

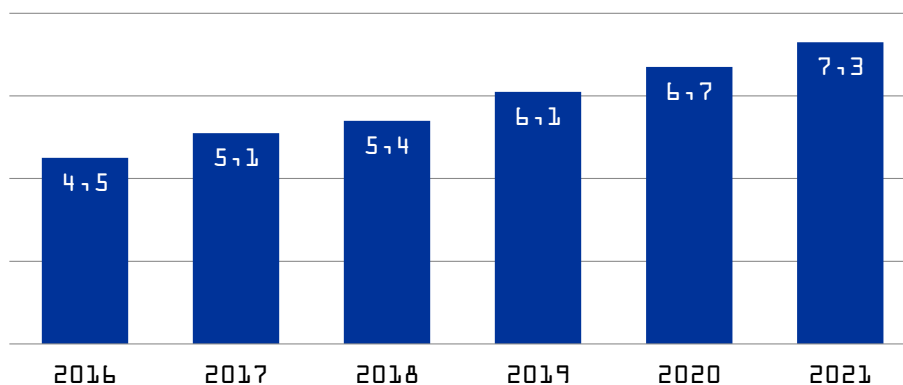
- ❖ *un CRM di ultima generazione:* al fine di ottenere migliori performances ed una sempre maggiore personalizzazione del servizio, la piattaforma verrà integrata con un rinnovato CRM aziendale proprietario. Stimiamo che la nuova impostazione possa generare un potenziale incremento del fatturato già a partire dal 2021E (sia della parte online che di quella offline), proprio grazie alla velocità dei processi di ricerca dei servizi e di evasione dei preventivi, con conseguente aumento del tasso di conferma dei preventivi (redemption). Questi miglioramenti (cui stimiamo dovrebbe essere associato un margine operativo netto superiore al 5%), dovrebbero generare un sensibile incremento Ebitda già dalla seconda metà 2020E;

- **sviluppo della business unit “Scenario Incoming”.** Scenario Incoming è la business unit focalizzata sul turismo “inbound”, contraddistinta dal più significativo tasso di crescita tra le business units di Caleido Group. Negli ultimi cinque anni i flussi turistici nazionali ed esteri verso le destinazioni italiane sono cresciuti costantemente ed è previsto che superino le 100.000.000 di presenze nel 2021E. Il dispiegamento e il lancio di nuovi pacchetti turistici, tours e attività esperienziali in Lombardia, Campania e Sicilia hanno riscontrato un particolare successo.

Per espandere ulteriormente questa attività e aumentare il fatturato della business unit, Caleido Group sta pianificando una strategia di marketing internazionale, compresa la partecipazione a fiere internazionali del turismo e la targettizzazione di alcuni clusters specifici di tour operator e agenzie di viaggio internazionali. Lo scopo è quello di intercettare i nuovi flussi turistici, soprattutto provenienti dall’Asia.

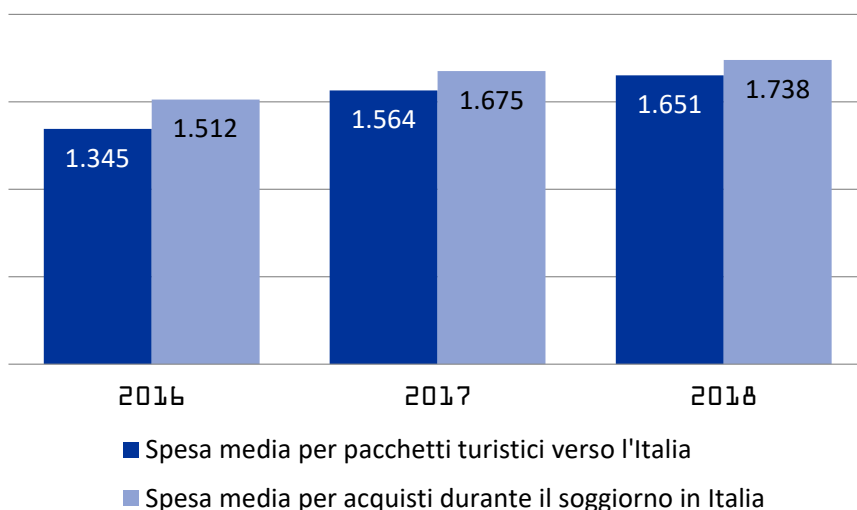
Un mercato come il sud-est asiatico (in particolare la Cina) risulta strategicamente importante e indifferibile e pertanto diventa strategico sviluppare rapporti commerciali solidi e duraturi con controparti locali affidabili, che garantiscano un accesso privilegiato ad un importante bacino di utenza. Nel mercato Cinese, Caleido Group nel mese di maggio 2019, ha iniziato a dialogare con un primario advisor locale. I contatti sono preordinati alla ricerca di partners locali interessati a sviluppare una collaborazione commerciale sulla direttrice turistica Cina-Italia. L’importanza del turismo incoming proveniente dalla Cina è ben evidenziata dalle slides seguenti, che evidenziano la presenza di turisti cinesi in Italia nell’ultimo triennio e le previsioni di crescita (in mln di presenze) e il valore medio di spesa dei turisti cinesi per e durante i viaggi in Italia.

Fig. 3 – Presenze di turisti cinesi in Italia dal 2016 al 2018 e le stime 2019-2021E (mln di presenze *)



Source: Caleido Group. (*) Le “presenze” nel gergo della industry turistica sono il risultato della moltiplicazione del numero di passeggeri per i pernottamenti effettuati. Per avere un dato sul numero di passeggeri effettivi, si tenga conto di una media di 4 pernottamenti per ciascun viaggiatore.

Fig. 4 – Valore medio di spesa di turisti cinesi per e durante i viaggi in Italia (Dati in Euro)



Source: Caleido Group

1.3 La nuova business unit: Caleido Traveltech

L’obiettivo della business unit Caleido Traveltech è quella di sfruttare le competenze manageriali, il network del mercato turistico internazionale e lo standing di una società quotata al fine di:

- creare una fonte di revenues stabile e ricorrente grazie ai servizi, quali consulenza, spazi di co-working, etc.;
- intercettare nuove tecnologie disruptive da applicare al proprio modello di business;
- puntare sul potenziale ritorno economico derivante dalle exits (vendita, quotazione o fusione con altre realtà) effettuate dalle società incubate o accelerate.

Il modello di attività della unit Caleido Traveltech sarà pertanto quello di incubare internamente o intercettare embrioni di iniziative imprenditoriali o realtà già esistenti, portarle alla maturazione necessaria per procedere eventualmente a nuovi

financing rounds attraverso il ricorso al venture capital o anche al crowdfunding, oggi modalità di finanziamento più concreta ed attuale (ed oramai aperta anche alle società quotate) e seguirne lo sviluppo fino alla exit.

2. I risultati storici...

Tipicamente, la Società presenta un andamento del fatturato caratterizzato da una forte stagionalità, generando in un particolare esercizio come il 2018, circa il 72% del giro d'affari nel secondo semestre, con un picco nei mesi di luglio (15%) e agosto (27%) in concomitanza con le partenze delle vacanze estive.

Nel 1H19 Caleido Group registra un calo dei ricavi dell'8,9% a €3,11 mln rispetto ai 3,41 mln dello stesso periodo 2018 quale effetto del rallentamento della linea del Tour Operating classico dovuto ai ricavi legati alle partenze dei viaggi del periodo in esame, nei quali tuttavia si registra una crescita dei preventivi evasi e delle conferme di viaggi la cui partenza avverrà nel 2H19.

Nel periodo in esame sono proseguite le attività commerciali di realizzazione di eventi e campagne di advertising per la promozione dei servizi e delle diverse linee di prodotto della società. La business unit Scenario, divisione specializzata nei flussi turistici incoming dell'azienda, al suo secondo anno di attività evidenzia ricavi di periodo in netta crescita. Ma ancor più interessanti appaiono le conferme e gli ordini registrati nell'ultimo periodo considerato che gran parte dei passeggeri fruiscono dei servizi dell'Azienda nella seconda parte dell'anno (luglio, agosto e settembre).

La business unit Travelab, che contraddistingue le prenotazioni sulla piattaforma e-commerce dedicata ai soli hotel, mostra risultati in linea con le attese e in lieve crescita se confrontati con quelli dello stesso periodo del 2018.

Da segnalare anche una buona performance della nuova linea di business "Partenze Speciali" che continua a far registrare interessanti incrementi sia in termini di nuove prenotazioni che di partenze effettive riportando una marginalità lorda superiore di circa il +20% rispetto agli altri comparti dell'attività aziendale.

La business unit Dreambox permane stabile in termini di risultati e prospettive. E' in corso tuttavia una intensa attività di revamping della gamma tesa ed una potenziale convergenza con le attività della nuova unit Scenario, focalizzata sul turismo ricettivo.

L'Ebitda risulta negativo per €0,16 mln (negativo per €0,09 mln nel 1H18). La variazione è attribuibile principalmente ad una più bassa marginalità industriale dovuta alla minore attenzione alla politica di prodotto e gestione delle tariffe aeree, causata dalla riorganizzazione aziendale del secondo semestre 2018 che ha causato una discesa meno che proporzionale dei costi diretti ed in particolare delle tariffe aeree rispetto al primo semestre 2018. Si registra tuttavia una prima riduzione dei costi per servizi (€0,31 mln contro €0,36 mln del 1H18) che hanno interessato le spese per consulenze gli interventi nel comparto commerciale e le spese per marketing e promozioni stampa di nuovi cataloghi e campagne pubblicitarie. In flessione anche il costo del personale (€0,21 mln contro €0,23 mln del 1H18).

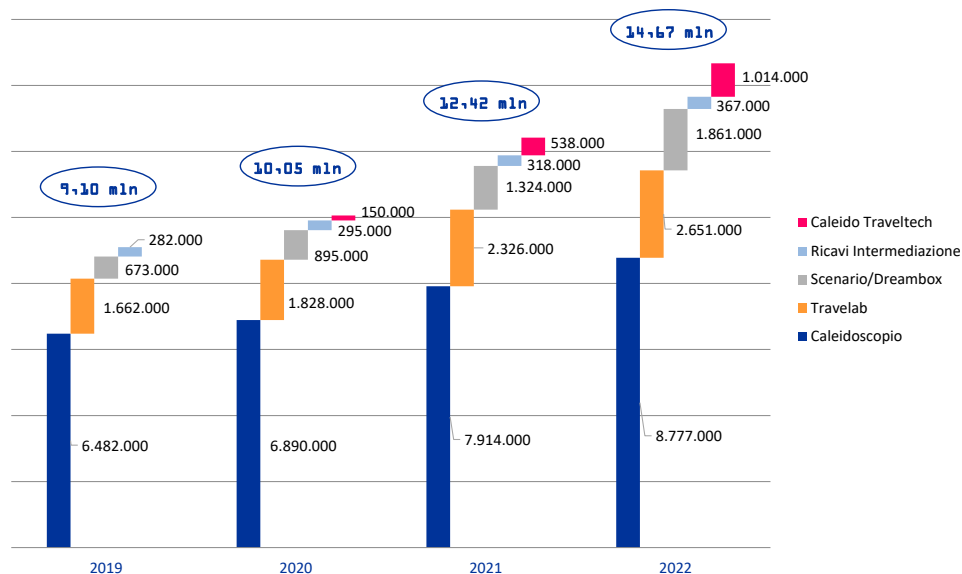
2.1 ... e le stime per il 2019-22E

Secondo le nostre stime, riteniamo che il tour operating, con il brand Caleidoscopio, registri una crescita contenuta ma costante e lineare nei prossimi anni. L'investimento in tecnologia a partire dal 2019 riteniamo porti la business unit Travelab ad una crescita a doppia cifra.

Scenario è la business unit che registra la crescita percentuale maggiore, anche se i volumi rimangono contenuti in valore assoluto. Stimiamo che il fatturato di Dreambox rimanga invariato.

Dal 2020E stimiamo la partenza la nuova business unit Caleido Traveltech.

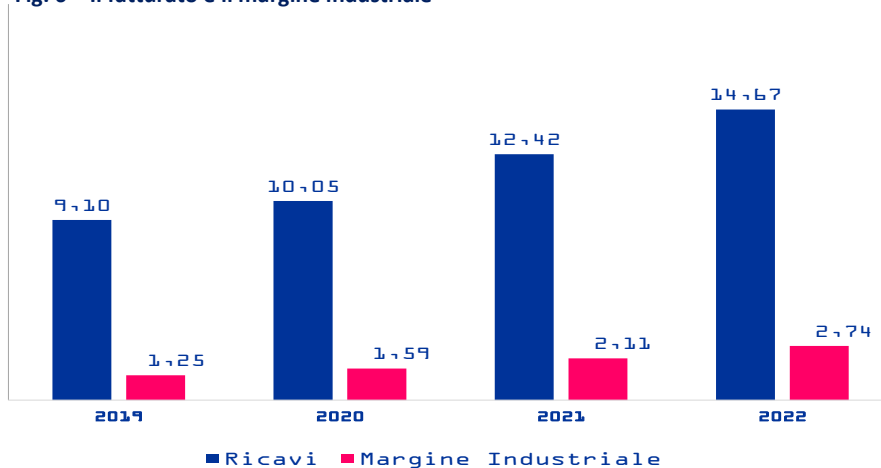
Fig. 5 – Breakdown del fatturato per business units



Source: Integrae SIM estimates

Stimiamo che la maggiore efficienza nei processi produttivi, permessa sia dalla nuova tecnologia che dalla riorganizzazione del personale, possa incrementare il margine industriale lordo sui ricavi, arrivando nel 2022E al 18,6%. Parallelamente ci aspettiamo che l'Ebitda margin raggiunga il 5,5% nel 2022E.

Fig. 6 – Il fatturato e il margine industriale



Source: Integrae SIM estimates

3. Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di Caleido Gruop sulla base della metodologia DCF e dei multipli di mercato di un campione di società comparabili.

3.1 DCF Method

Fig. 7 – WACC

WACC		6,37%
Risk Free Rate	1,10% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	9,02% Beta Adjusted	0,82
D/E (average)	81,82% Beta Relevered	1,30
Ke	10,99% Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2.5%. Ne risulta quindi un WACC del 6,37%

Fig. 8 – DCF Valuation

DCF Equity Value		7,43
FCFO actualized	0,4	4,3%
TV actualized DCF	7,9	95,7%
Enterprise Value	8,2	100%
NFP (FY18A)	0,8	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di €7,43 mln.**

Fig. 9 – Equity Value - Sensitivity analysis

€/mln		WACC						
		4,9%	5,4%	5,9%	6,4%	6,9%	7,4%	7,9%
Growth rate (g)	2,5%	18,78	15,05	12,43	10,49	9,01	7,83	6,87
	2,0%	15,43	12,75	10,77	9,24	8,03	7,05	6,24
	1,5%	13,08	11,05	9,48	8,25	7,24	6,41	5,71
	1,0%	11,33	9,73	8,46	7,43	6,58	5,87	5,26
	0,5%	9,99	8,69	7,63	6,76	6,03	5,41	4,87
	0,0%	8,92	7,84	6,95	6,20	5,56	5,01	4,53
	-0,5%	8,05	7,13	6,36	5,71	5,15	4,66	4,23

Source: Integrae SIM

3.2 Market multiples

Il nostro panel è formato da società operanti nello stesso settore di Caleido Group, ma con una capitalizzazione maggiore. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il DCF method.

Fig. 10 – Market Multiples

Company	EV/Ebitda				EV/Ebita				P/E			
	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022
Helloworld Travel Limited	5,0	4,7	4,3		6,8	6,1	5,6		13,0	11,9	10,7	
Booking Holdings Inc.	14,3	13,2	12,3		15,6	14,3	13,2	11,8	19,0	16,8	15,1	12,6
CVC Brasil Operadora e Agência de Viagens SA	10,4	8,4	7,5	6,3	13,1	10,3	9,0	7,2	22,6	16,9	14,7	11,3
Al Taysir Travel Group	12,2	10,1	9,9		19,3	16,6	14,7	13,2	22,9	19,3	15,1	15,0
China CYTS Tours Holding Co., Ltd.	10,9	10,0	9,3		11,8	10,7	10,1		14,2	12,6	11,3	
Webjet Limited	10,7	9,5	8,5	8,5	14,5	12,4	11,2	12,0	17,2	14,8	13,0	13,3
Hanatour Service Inc.	10,0	6,3	5,2	4,2	31,7	13,7	10,0	5,2	nm	32,7	22,3	10,0
Modetour Network Inc.	18,3	9,1	7,5		34,0	12,2	8,8		45,2	21,7	15,9	
On The Beach Group PLC	13,1	10,5	9,2	8,4	14,8	11,8	10,3	9,1	21,6	17,1	15,1	13,6
UTour Group Co., Ltd.	17,4	14,4	15,9		23,0	18,3	16,8		21,6	18,6	14,6	
Expedia Group, Inc.	9,3	8,6	7,8	7,3	21,6	17,4	14,5	13,1	18,3	16,1	13,5	12,8
Average	12,0	9,5	8,9	6,9	18,7	13,1	11,3	10,2	21,5	18,0	14,7	12,6

Source: Infinaicals

L'*equity value* di Caleido Group utilizzando i market multiples EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E risulta essere pari a circa €4,42 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità rispetto ai *comparables*, oltre che a una capitalizzazione più bassa. Pertanto, ne risulta un *equity value* di €3,32 mln.

4. Equity Value

Fig. 11 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	5,38
Equity Value DCF	7,43
Equity Value Ratios	3,32
Target price (€)	1,75

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa €5,38 mln. Il *target price* è quindi di € 1,75. Rating BUY e rischio MEDIUM. La valutazione non tiene ovviamente conto delle possibili iniziative derivanti dall'incubazione di start-ups traveltech, che riteniamo possano portare ad un ulteriore incremento del valore complessivo della società.

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

The analysts who have produced the following analyses hereby 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 them, as a result of the above opinions, or shall be correlated to the success of investment banking transactions. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi is Integrae SIM's currently Head of Equity Research. Mattia Petracca is currently a financial analyst.

Disclaimer

This publication was produced by INTEGRAE SIM SpA. INTEGRAE SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of 29 March 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 stock 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 list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integrae SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integrae SIM website.

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. Integrae SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, 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.

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

Rating system (long term horizon: 12 months)

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

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

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

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

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

Conflict of interest

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

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

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