

EQUITY RESEARCH

KALEON
PUBLICATIONACHAT
OC 5.5  
Potentiel: 39%

Des Coûts en 2026, pour du Levier Opérationnel en 2027

Kaleon publie un S1 2026 avec un CA de 12,3 m   (+14%), en ligne avec nos attentes. L'EBITDA recule en revanche à 2,6 m   (-9,2%), soit une marge de 21,0% (26,3% au S1 2025), inférieure à nos estimations. Il est pénalisé par la hausse structurelle des coûts (personnel, marketing, coûts liés à la cotation) et par des volumes frein  s par la chaleur de mai-juin. Nous maintenons nos estimations de CA, abaissons la marge d'EBITDA 2026   à 21,7% et confirmons 2027   et 2028  .

Le CA progresse sur l'ensemble des activités (Billetterie +11%, Food & Beverage +39%, Retail +36%) et sur tous les sites. Cette croissance bénéficie d'une part de la contribution pleine des Castelli di Cannero, ouverts fin juin 2025. D'autre part elle repose sur une dépense moyenne par visiteur plus élevée, alors que la fréquentation est rest  e globalement stable, pénalisée par la chaleur persistante de mai et juin.

Marges pénalisées par une base de coûts alourdie. Les frais de personnel atteignent 4,5 m   (+18% YoY). Cette hausse reflète le renforcement de la structure managériale (c.200 k  ), les recrutements anticipés pour les nouvelles activités (c.250 k  ) et le nouveau plan welfare. Les charges externes atteignent 3,1 M   (+51% YoY), portées par les dépenses marketing, les coûts associés au statut de société cotée et les frais de montée en puissance des nouveaux métiers. Enfin, deux restaurants encore non ouverts au S1 ont pesé sur la base de coûts sans générer de revenus. Faute de volumes, ces charges n'ont été que partiellement absorbées, d'où la contraction de la marge. **La trésorerie nette reste solide à 2,2 m   (3,2 m   fin 2025).** Elle intègre env. 1,2 m   consacrés à l'acquisition de Lago Alto, qui gère les deux nouveaux points de restauration, et un flux opérationnel positif de 2,5 m  .

Développement et saison prolongée. Le management poursuit la recherche de nouveaux sites, après la concession de neuf ans du Castello di Vogogna, premier actif de tiers repris depuis l'IPO, qui ouvrira dans les prochains jours. Le partenariat de cinq ans avec la FITP et les Nitto ATP Finals, conjugué à des automnes plus doux, permet de prolonger l'ouverture de l'Isola Bella jusqu'au 22 novembre.

Nous maintenons nos estimations de CA : le S1 est en ligne et nous considérons l'effet volumes comme ponctuel, largement lié à la météo. Revanche, nous abaissons notre EBITDA 2026      5,7 M   (vs 7,4 M  ), la montée en puissance des nouvelles activités entraînant une hausse de la base de coûts plus rapide que celle des revenus. Une amélioration des volumes au S2 devrait limiter la pression sur les marges sans toutefois compenser intégralement les investissements engagés cette année. **Nous confirmons nos prévisions 2027  -2028   :** les coûts de structure ayant désormais été largement absorbés, la pleine contribution des projets lancés en 2026 et l'allongement de la saison touristique devraient permettre un retour progressif du levier opérationnel. La révision, limitée à 2026  , ne remet pas en cause notre thèse d'investissement : nous confirmons notre **recommandation ACHAT, OC    5.5  .**

TP ICAP Midcap Estimates	12/25	12/26e	12/27e	12/28e	Valuation Ratio	12/26e	12/27e	12/28e
Chiffre d'affaires (m à)	23,2	26,1	28,6	30,9	VE/Sales	2,1	1,8	1,5
ROC (m à)	2,6	2,5	5,2	6,0	VE/EBITDA	9,5	6,1	5,2
MOC (%)	11,3	9,7	18,1	19,3	VE/EBIT	21,3	9,8	7,9
BPA (publié) (��)	0,11	0,11	0,23	0,27	PER	36,0	16,9	14,5
Dividende (��)	0,00	0,00	0,00	0,00	Source: TPICAP Midcap			
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0				
FCF (m ��)	-1,5	-1,4	3,6	3,6				

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



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



Key data

Prix actuel (��)	4,0
Secteur	Tourisme
Ticker	ALKLN-FR
Nb d'actions (M)	14,125
Capitalisation boursi��re	55,8
Prochain ��v��nement	Rev.FY 2026 - TBD

Source: FactSet

Actionnaires (%)

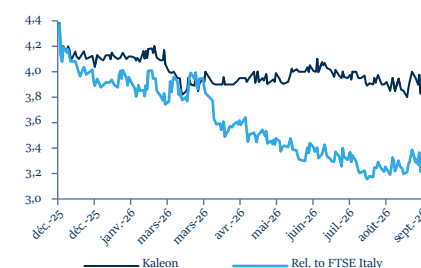
L6A4 S.r.l. (Vitaliano Borromeo)	68,7
Free float	31,3

Source: TPICAP Midcap estimations

BPA (��)	12/26e	12/27e	12/28e
Estimation	0,11	0,23	0,27
Changement de nos estimations (%)	-41,7	0,5	-0,1

Source: TPICAP Midcap estimations

Performance (%)	1D	1M	YTD
Evolution du cours	1,2	0,8	-2,2
Rel FTSE Italy	1,1	2,3	-14,6



Source: FactSet

Consensus FactSet - Analystes: 2	12/26e	12/27e	12/28e
CA	25,6	27,8	29,8
ROC	3,8	4,5	5,2
RNpg	2,6	3,0	3,5



FINANCIAL DATA

Compte de résultat	12/23	12/24	12/25	12/26e	12/27e	12/28e
CA total	21,5	21,7	23,2	26,1	28,6	30,9
Variation (%)	na	0,7	6,8	12,8	9,6	7,8
Marge brute	20,1	20,5	22,3	25,0	27,5	29,7
% du CA	93,3	94,6	96,3	95,7	96,1	96,0
EBITDA	6,7	5,5	6,2	5,7	8,3	9,0
% du CA	31,3	25,4	26,7	21,7	29,0	29,1
ROC	4,4	2,9	2,6	2,5	5,2	6,0
% de CA	20,7	13,6	11,3	9,7	18,1	19,3
Eléments non récurrents	-0,0	-0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat opérationnel	4,4	2,9	2,6	2,5	5,2	6,0
Résultat financier	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,0
Impôt sur les résultats	-1,3	-1,2	-0,8	-0,8	-1,8	-2,1
Taux d'impôt (%)	-31,7	-43,6	-35,2	-35,0	-35,0	-35,0
Résultat Net part du groupe	2,9	1,5	1,6	1,5	3,3	3,9
BPA (publié)	na	na	0,11	0,11	0,23	0,27
Bilan financier	12/23	12/24	12/25	12/26e	12/27e	12/28e
Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immobilisations corp. et incorp.	20,2	22,6	26,9	29,9	29,5	29,4
Droit d'utilisation	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immobilisations financières	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
BFR	-0,5	-2,5	-2,6	-2,4	-2,2	-1,8
Autres actifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total actifs	19,9	20,3	24,4	27,5	27,4	27,6
Capitaux propres	4,7	6,2	26,3	27,8	31,1	35,0
Intérêts Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impôts différés	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Dette Nette	13,9	12,7	-3,2	-1,6	-5,1	-8,7
Autres passifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Passifs	19,9	20,3	24,4	27,5	27,4	27,6
Dette Nette hors IFRS16	13,9	12,7	-3,2	-1,6	-5,1	-8,7
Gearing	3,0	2,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
Levier	2,1	2,3	-0,5	-0,3	-0,6	-1,0
Tableau de flux	12/23	12/24	12/25	12/26e	12/27e	12/28e
CAF après coût de l'endettement et impôt	0,0	4,9	6,2	4,8	6,5	6,8
��BFR	0,0	1,5	0,2	-0,1	-0,2	-0,3
Cash flow généré par l'activité	0,0	6,4	6,3	4,7	6,3	6,6
Capex net	0,0	-4,8	-7,8	-6,1	-2,7	-2,9
FCF	0,0	1,6	-1,5	-1,4	3,6	3,6
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	-1,2	-5,9	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	16,5	0,0	0,0	0,0
Autres flux	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation de tr��sorierie nette sur l'année	0,0	0,0	9,1	-1,5	3,4	3,6
ROA (%)	14,6%	7,6%	6,4%	5,6%	12,1%	14,0%
ROE (%)	61,6%	24,7%	5,9%	5,6%	10,6%	11,0%
ROCE (%)	15,2%	8,0%	6,6%	5,9%	12,1%	13,8%

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

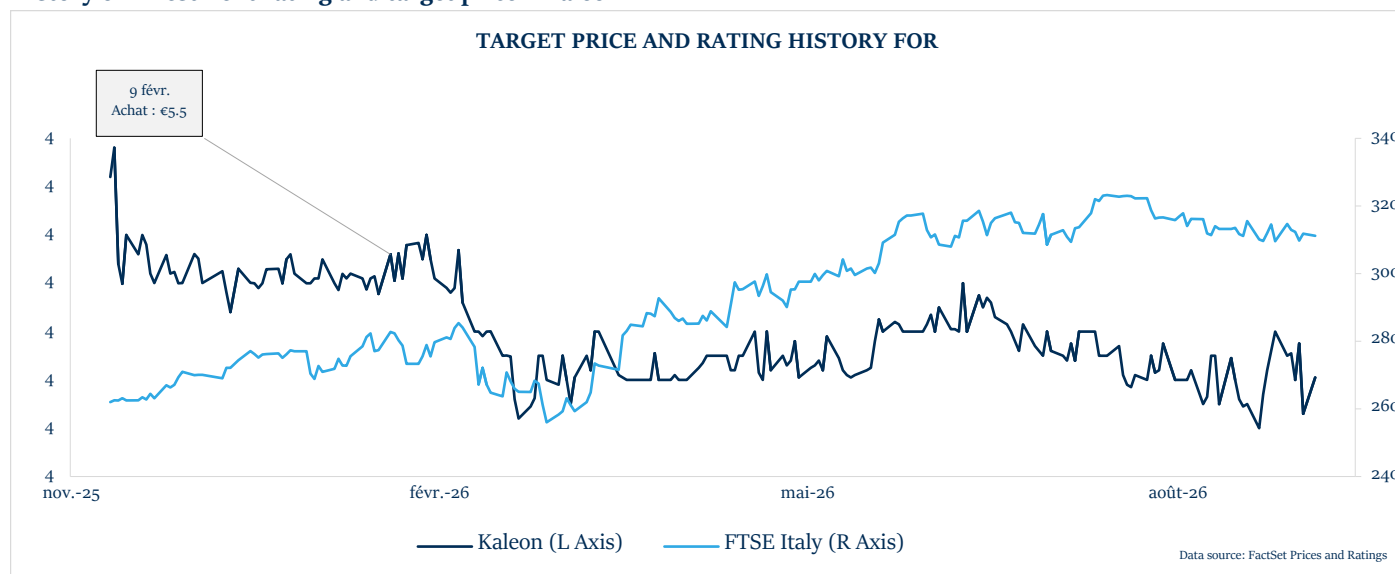
Ce Rapport peut mentionner des méthodes d'évaluation définies comme suit :

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



Recommandations et objectifs de prix historiques (-1Y)

Date	Analyste	Ancien Objectif de prix	Nouveau Objectif de prix	Cours de clôture	Ancienne Recommandation	Nouvelle Recommandation
31 Jul 26 - 07:42:28	Alessio Olmi	€ 5,50	€ 5,50	€ 3,94	Achat	Achat
11 Jun 26 - 07:56:00	Alessio Olmi	€ 5,50	€ 5,50	€ 3,98	Achat	Achat
10 May 26 - 10:39:51	Alessio Olmi	€ 5,50	€ 5,50	€ 3,95	Achat	Achat
31 Mar 26 - 08:25:32	Alessio Olmi	€ 5,50	€ 5,50	€ 3,95	Achat	Achat
17 Feb 26 - 08:20:08	Alessio Olmi	€ 5,50	€ 5,50	€ 4,18	Achat	Achat
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	69%	77%
Conserver	23%	59%
Vente	4%	33%
Sous revue	4%	86%

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 r  glementaires applicables.