

XENIA HOTELLERIE SOLUTION

BUY

Sector: Consumers

Price: Eu2.42 - Target: Eu5.70

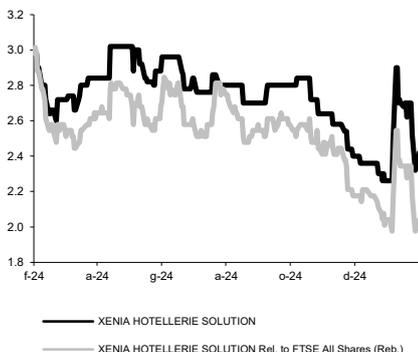
Ξενία, l' Eccellenza Italiana nell' Hospitality

Websim Team +39-02-76418200
research@websim.it

Stock Rating	
Rating:	BUY (New Coverage)
Target Price (Eu):	5.70 (New Coverage)

Next Event
FY 2024 Results Out on 21st March, 2025

XENIA HOTELLERIE SOLUTION - 12M Perf.



Stock Data			
Reuters code:	XHS MI		
Bloomberg code:	XHS IM		
Performance	1M	3M	12M
Absolute	7.1%	-8.3%	-18.8%
Relative	0.1%	-17.5%	-38.5%
12M (H/L)	3.02/2.26		
3M Average Volume (th):	2.76		

Shareholder Data	
No. of Ord shares (mn):	3
Total no. of shares (mn):	3
Mkt Cap Ord (Eu mn):	8
Total Mkt Cap (Eu mn):	8
Mkt Float - Ord (Eu mn):	1
Mkt Float (in %):	16.6%
Main Shareholder:	
PHI Srl	69.7%

Balance Sheet Data	
Book Value (Eu mn):	6
BVPS (Eu):	1.91
P/BV:	1.3
Net Financial Position (Eu mn):	-25
Enterprise Value (Eu mn):	33

Xenia Hotellerie Solution è una Società nata all'inizio degli anni 90 e quotata sul segmento EGM da novembre 2023 che si distingue nel settore dell'*hospitality* grazie ai propri servizi di *Accommodation*, una catena di hotel proprietaria con il brand *Phi Hotels*, ed una piattaforma tecnologica per la vendita di camere d'albergo innovativa. Riteniamo che la presentazione del Piano Industriale rifletta l'intento della Società nell'anticipare e cavalcare i maggiori macrotrend rilevati nel mercato dell'*hospitality*, focalizzandosi sull'espansione del proprio portafoglio *hotellerie*. Avviamo la nostra copertura sul titolo con raccomandazione BUY e TP di €5.7 per azione.

- **Leader italiano nell'*hospitality*.** Fondata nel 1992 (con il nome di Seneca S.p.A.), Xenia è specializzata nel settore dell'*hospitality*, nel quale opera con tre linee di business distinte ma sinergicamente collegate: (i) *Accommodation*, che integra tre segmenti di attività: l'*Incoming*, offrendo soluzioni alberghiere in Italia per operatori B2B; *Crew Accommodation*, dedicato alla gestione degli alloggi per equipaggi di compagnie di trasporto; e il *Wholesaler*, focalizzato sulla compravendita di camere su canali digitali, (ii) *Hotellerie*, con un proprio gruppo alberghiero identificato dal brand *Phi Hotels*, e (iii) *Distribution*, che offre la piattaforma innovativa *XeniaToBook* attraverso la quale le strutture alberghiere possono proporre le proprie camere a operatori professionali.
- **Crescita in tutte le linee di business.** La Società chiude il 2024 con 57.2 milioni di euro di ricavi (+14.1% YoY). Nel dettaglio: (i) *Accommodation*: ricavi a 42.8 milioni di euro (+12.0% YoY), guidato dall'aggiunta *double-digit* di contratti e l'avvio dei nuovi business *wholesaler* ed *incoming*, (ii) *Phi Hotels*: ricavi a 13.4 milioni di euro (+20.4% YoY) grazie all'acquisizione di quattro nuove strutture durante l'anno e la crescita organica delle strutture già presenti in portafoglio, (iii) *Distribution*: ricavi a 1.0 milioni di euro (+25.0% YoY), grazie ad una crescita *double-digit* nelle transazioni registrate sulla piattaforma *XeniaToBook*. L'EBITDA chiude a 2.5 milioni di euro nel 2024 (-47.1% YoY), in linea con le aspettative del *management*, e segnato dai quattro nuovi inserimenti nel portafoglio dei *Phi Hotel* avvenuti ca. a metà anno.
- **Piano Industriale 2025-2028.** Il 22 gennaio, Xenia ha presentato il proprio Piano Industriale per i prossimi 4 anni, a seguito di un'analisi di mercato del turismo italiano, previsto in crescita per i prossimi anni. Oltre allo sviluppo delle linee di business correnti, la strategia principale è focalizzata sull'espansione del portafoglio degli hotel, al fine di arrivare ad un range di oltre 25 strutture per il 2028.
- **Stime.** A livello di nostre stime, presentiamo ricavi che passano dai 57.2 milioni di euro registrati nel 2024 a 129.2 milioni di euro stimati per il 2028 (CAGR: +22.6%), ed un EBITDA che cresce da 2.5 milioni di euro nel 2024 a 12.4 milioni di euro stimati per il 2028 (CAGR: 49.6%).
- **BUY, TP a €5.7.** Avviamo la copertura sul titolo Xenia Hotellerie Solution con una raccomandazione di BUY con target price a 5.7 euro per azione, presentando un *upside* oltre il 140%, raggiunto attraverso un modello DCF e multipli di mercato. A target, il titolo tratta ad un EV/EBITDA '25 e '26 rispettivamente di 7.4x e 4.9x.

Key Figures & Ratios	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Sales (Eu mn)	57	72	99	117	129
EBITDA Adj (Eu mn)	2	4	7	9	12
Net Profit Adj (Eu mn)	0	1	1	1	1
EPS New Adj (Eu)	-0.003	0.168	0.241	0.370	0.450
EPS Old Adj (Eu)					
DPS (Eu)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
EV/EBITDA Adj	9.4	7.4	4.9	5.8	4.0
EV/EBIT Adj	nm	19.5	12.4	14.5	10.0
P/E Adj	nm	14.4	10.0	6.5	5.4
Div. Yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Net Debt/EBITDA Adj	5.7	5.7	3.8	4.9	3.3

XENIA HOTELLERIE SOLUTION – Key Figures

Profit & Loss (Eu mn)	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Sales	50	57	72	99	117	129
EBITDA	5	2	4	7	9	12
EBIT	3	1	2	3	3	5
Financial Income (charges)	-0	-1	-1	-2	-2	-3
Associates & Others	0	0	0	0	0	0
Pre-tax Profit	2	-0	1	1	2	2
Taxes	-1	0	-0	-0	-0	-0
Tax rate	-31.2%	-24.5%	-24.5%	-24.5%	-24.5%	-24.5%
Minorities & Discontinued Operations	0	0	0	0	0	0
Net Profit	2	-0	1	1	1	1
EBITDA Adj	5	2	4	7	9	12
EBIT Adj	3	1	2	3	3	5
Net Profit Adj	2	-0	1	1	1	1
Per Share Data (Eu)	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Total Shares Outstanding (mn) - Average	3	3	3	3	3	3
Total Shares Outstanding (mn) - Year End	3	3	3	3	3	3
EPS f.d	0.468	-0.003	0.168	0.241	0.370	0.450
EPS Adj f.d	0.468	-0.003	0.168	0.241	0.370	0.450
BVPS f.d	1.744	1.741	1.908	2.149	2.519	2.970
Dividend per Share ORD	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Dividend per Share SAV	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Dividend Payout Ratio (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Cash Flow (Eu mn)	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Gross Cash Flow	3	2	3	5	6	9
Change in NWC	-2	0	1	2	1	1
Capital Expenditure	-0	-9	-16	-9	-23	-9
Other Cash Items	0	0	0	0	0	0
Free Cash Flow (FCF)	1	2	4	7	8	10
Acquisitions, Divestments & Other Items	-0	0	0	0	0	0
Dividends	0	0	0	0	0	0
Equity Financing/Buy-back	1	0	0	0	0	0
Change in Net Financial Position	4	-6	-11	-2	-16	1
Balance Sheet (Eu mn)	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Total Fixed Assets	19	25	38	42	60	61
Net Working Capital	-3	-4	-5	-7	-8	-9
Long term Liabilities	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Net Capital Employed	14	20	32	35	52	52
Net Cash (Debt)	-8	-14	-25	-27	-43	-41
Group Equity	6	6	6	7	8	10
Minorities	0	0	0	0	0	0
Net Equity	6	6	6	7	8	10
Enterprise Value (Eu mn)	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Average Mkt Cap	9	9	8	8	8	8
Adjustments (Associate & Minorities)	0	0	0	0	0	0
Net Cash (Debt)	-8	-14	-25	-27	-43	-41
Enterprise Value	17	23	33	35	50	49
Ratios (%)	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBITDA Adj Margin	9.3%	4.3%	6.2%	7.2%	7.4%	9.6%
EBIT Adj Margin	5.2%	1.0%	2.4%	2.8%	3.0%	3.8%
Gearing - Debt/Equity	143.7%	nm	nm	nm	nm	nm
Interest Cover on EBIT	6.3	1.0	1.7	1.6	1.8	1.6
Net Debt/EBITDA Adj	1.7	5.7	5.7	3.8	4.9	3.3
ROACE*	17.4%	3.2%	6.5%	8.4%	8.1%	9.5%
ROE*	35.6%	-0.2%	9.2%	11.9%	15.9%	16.4%
EV/CE	1.1	1.3	1.3	1.0	1.2	1.0
EV/Sales	0.3	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA Adj	3.7	9.4	7.4	4.9	5.8	4.0
EV/EBIT Adj	6.6	nm	19.5	12.4	14.5	10.0
Free Cash Flow Yield	18.7%	30.8%	55.3%	89.1%	97.5%	125.6%
Growth Rates (%)	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Sales	11.1%	14.1%	25.9%	37.5%	18.2%	10.5%
EBITDA Adj	19.5%	-47.1%	80.1%	59.7%	21.4%	43.4%
EBIT Adj	56.8%	-78.9%	208.4%	64.7%	23.8%	41.2%
Net Profit Adj	84.8%	nm	nm	43.7%	53.7%	21.6%
EPS Adj	84.8%	nm	nm	43.7%	53.7%	21.6%
DPS						

*Excluding extraordinary items

Source: Intermonte SIM estimates

Indice

Xenia Hotellerie Solution in Brief	4
Descrizione Societaria	5
Sintesi: Xenia ad Oggi.....	5
Evoluzione Societaria: dall'esperienza prende vita Xenia.....	6
Management & Struttura Societaria: esperienza consolidata per guidare il futuro.....	7
Business Model	10
Accommodation: il cuore pulsante della Società.....	10
Phi Hotels: L'impronta di Xenia sul Nord Italia	11
<i>Distribution</i> : migliaia di terminali alla portata di un click	14
Panoramica di Mercato	16
Le fondamenta del turismo: focus sull'hotellerie	16
Contesto Competitivo	19
Panoramica dell'Industria: le forze di Porter	19
Peers: il modello unico di Xenia	20
Dati Finanziari	21
Passati: un triennio 2021-2023 di crescita	21
Ultimi Risultati: ricavi in crescita per ogni trimestre.....	23
Piano Industriale 2025-2028	25
Phi hotels: Espansione attraverso crescita inorganica.....	25
<i>Tour Operator e Wholesaler</i> : nuovi progetti, nuove opportunità	26
Crew Accommodation: ridefinizione del segmento.....	26
Gruppo: l'armonia dell'insieme	27
Stime 2024-2028	29
Valutazione	32
Discounted Cash Flow	32
Multipli di Mercato	34
Valutazione Finale.....	35
Conclusioni di Investimento.....	35
Appendix	36
SWOT Analysis	36
Sensitivity Analysis.....	36
Contesto Competitivo	36
Market Multiples	38

Xenia Hotellerie Solution in Brief

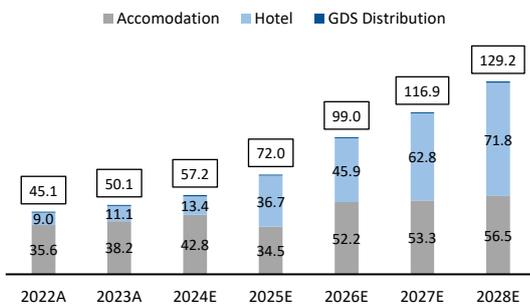
Descrizione della Società

Fondata da Ercolino Ranieri a Guardiagrele nel 1992, Xenia Hotellerie Solution S.p.A. Società Benefit si occupa della fornitura di servizi per il settore dell'*hospitality*. La Società opera in tre linee di business principali: *Accommodation*, gestione alberghiera presso il proprio marchio di Phi Hotels, ed un sistema di distribuzione globale attraverso la propria piattaforma XENIAtoBOOK.

Punti di forza/Opportunità

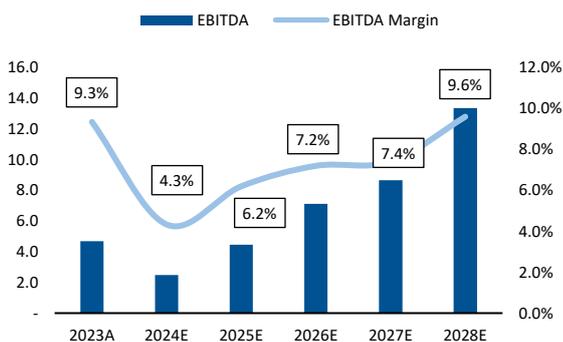
- Leader nel settore dell'*hospitality*, uno dei principali operatori nel settore *accommodation* del B2B in Italia
- *Know-how* elevato coltivato da oltre 30 anni di attività, con un *management* di esperienza
- Ottimo posizionamento grazie ad un portafoglio diversificato con undici strutture alberghiere, previsto a crescere
- *Cross-selling* e operatività sinergica grazie alle tre linee di business in cui opera la Società
- *Congiuntura favorevole per l'Hotellerie in Italia, sostenuta da una crescita del turismo incoming, in particolare nei centri di provincia di maggiore attrattività*

Xenia – 2023A-2028E Revenues by Line of Business (€ mn)



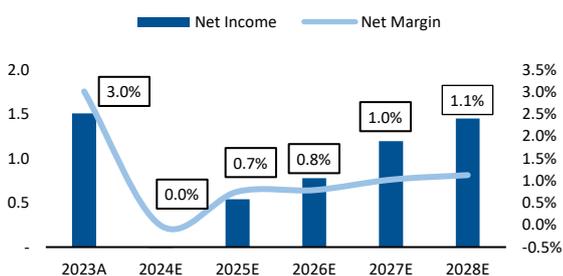
Source: Websim Corporate on Company data

Xenia – 2023A-2028E EBITDA (€ mn) & EBITDA Margin (%)



Source: Websim Corporate on Company data

Xenia – 2023A-2028E Net Income (€ mn) & Profit Margin (%)



Source: Websim Corporate on Company data

Management

CEO: Ercolino Ranieri
CFO: Maria di Rosato
Head of Investor Relations: Alex Bolis

Azionisti

Phi S.r.l	69.7%
Invitalia S.p.A.	8.9%
Ercolino Ranieri	4.9%
Mercato	16.5%

Rischi/Debolezze

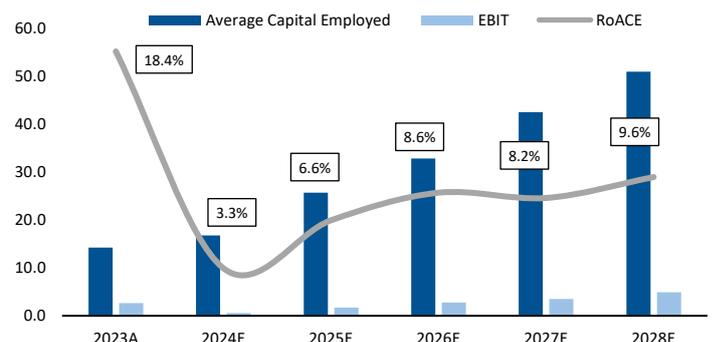
- Ciclicità del mercato di riferimento
- Ridotta capitalizzazione di mercato
- Ambiente altamente competitivo

Xenia – 2024 Revenue Breakdown by Segment (%)



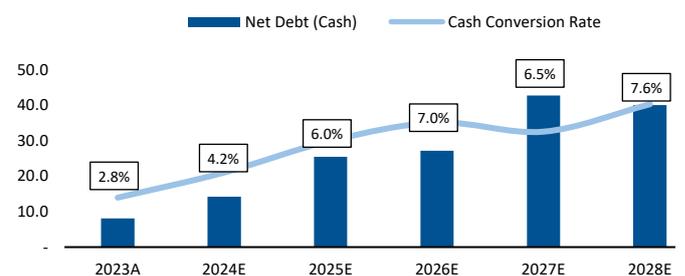
Source: Websim Corporate on Company data

Xenia – 2023A-2028E RoACE (%)



Source: Websim Corporate on Company data

Xenia – 2022-2028 Net Debt (Cash) (€ mn) and Cash Conversion Rate (%)



Source: Websim Corporate on Company data

Descrizione Societaria

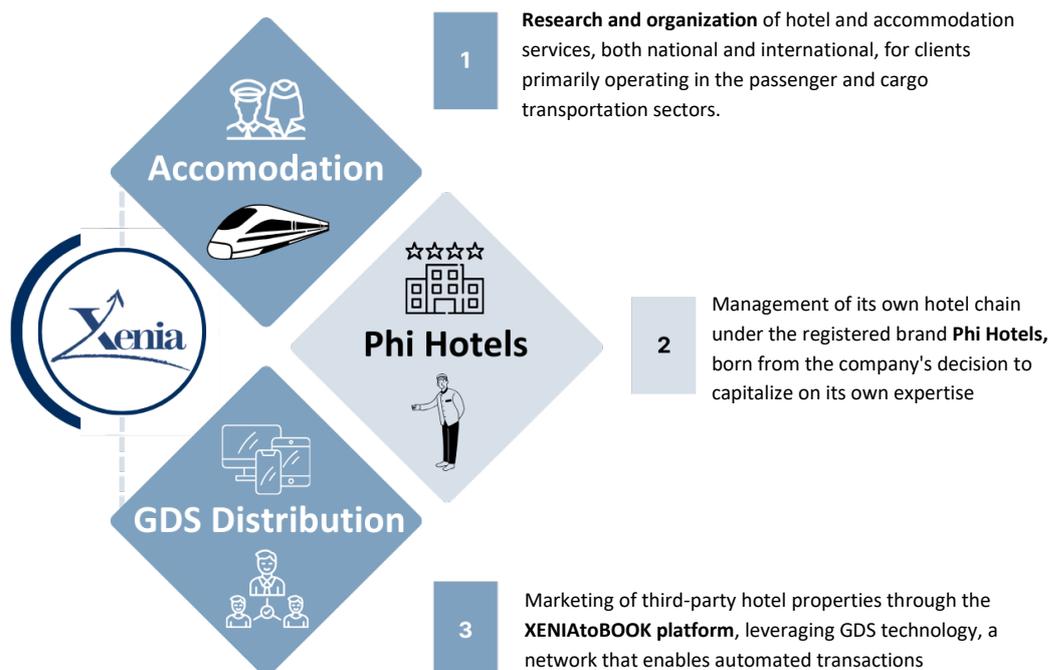
Sintesi: Xenia ad Oggi

Xenia Hotellerie Solution S.p.A. Società Benefit (in seguito “Xenia” o la “Società”), con **oltre 30 anni di esperienza nel settore della Travel Industry**, nasce nel 1994 come Seneca Consulting Marketing e Promotion S.a.s di Ranieri Ercolino & C (in seguito “Seneca S.p.A”), azienda leader nell’*Accommodation* e nel *Business Travel* per flessibilità e qualità dei servizi. Fino alla nuova denominazione in Xenia nel 2015, conseguente alla cessione del ramo d’azienda business travel ad una multinazionale del settore, la Società, tramite la denominazione di Seneca S.p.A., ha tenuto un **posizionamento significativo anche come travel management company** fornendo i propri servizi ad aziende ed enti di rilievo.

Con la cessione del ramo d’azienda dedicato al *business travel*, la Società ha inteso focalizzare la propria strategia sullo sviluppo delle **tre linee di business che oggi rappresentano le fondamenta del proprio modello aziendale**, sotto la denominazione di Xenia Hotellerie Solution S.p.A Società Benefit. Tutte le attività di Xenia sono orientate verso il settore dell’*hospitality*. Nel dettaglio:

- **Accommodation, ca. 75% dei ricavi nel 2024.** Ricerca e organizzazione di servizi alberghieri, sia nazionali che internazionali orientati verso clienti B2B. La linea di business ha diversi segmenti tra i quali: (i) il *crew accommodation* (che rappresenta quasi la totalità dei ricavi per il segmento nel 2024) che si occupa della gestione degli alloggiamenti degli equipaggi a servizio delle compagnie operative nel trasporto; (ii) l’*incoming* che costruisce soluzioni di ospitalità per clienti ed operatori che hanno l’Italia tra le destinazioni principali e per cui l’operatività è in avvio quest’anno; (iii) *wholesaler*, attività con la quale la Società compra e vende camere d’albergo in Italia e all’estero come *beds bank*, che ha iniziato la propria attività nel 2024.
- **Phi Hotels, ca. 23% dei ricavi nel 2024.** La catena alberghiera della Società identificata con il marchio registrato *Phi Hotels* nasce a fronte della decisione della Società di capitalizzare sul proprio *know-how* maturato nel segmento del *business travel*. Ad oggi, il portafoglio *hotellerie* include undici alberghi di quattro stelle presenti nel nord e centro Italia in grado di intercettare una clientela premium (rivolto a B2B e B2C) di segmenti diversi, tra i quali il *business* ed il *leisure* caratterizzato da viaggi culturali, enogastronomici e di benessere. Il modello di business è *asset-light* e prevede acquisizioni delle attività operative e la locazione degli immobili.
- **Distribution, 2% dei ricavi nel 2024.** Commercializzazione di strutture alberghiere di terzi tramite il canale distributivo B2B proprietario denominato *XENIAtoBOOK* che, attraverso la tecnologia GDS, propone un network che permette transazioni automatizzate tra fornitori di servizi di viaggio e agenzie di viaggio. La divisione si affaccia principalmente ad una clientela B2B.

Xenia Hotellerie Solution – Business Lines

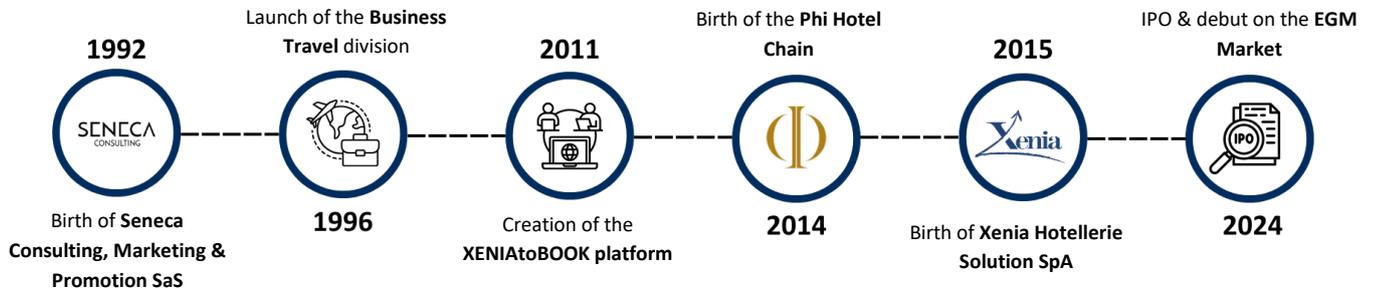


Source: Websim Corporate on Company Data

Evoluzione Societaria: dall'esperienza prende vita Xenia

Le fondamenta della Società **nascono nel 1992 come Seneca Consulting, Marketing & Promotion Sas** (rinominata poi nel 2001 come Seneca CM&P, e nel 2003 come Seneca S.p.A.), un'azienda fondata da Ercolino Ranieri, che si opera all'interno di **servizi di consulenza e gestione dei trasporti**. Il ramo del *business travel* all'interno di Seneca S.p.A, **nato nel 1996**, raggiunge un fatturato annuo di **80 milioni di euro nel 2014**, tramite i propri marchi di **(i) Seneca Travel Affair e (ii) Target Buy¹**

Xenia – Group Milestones

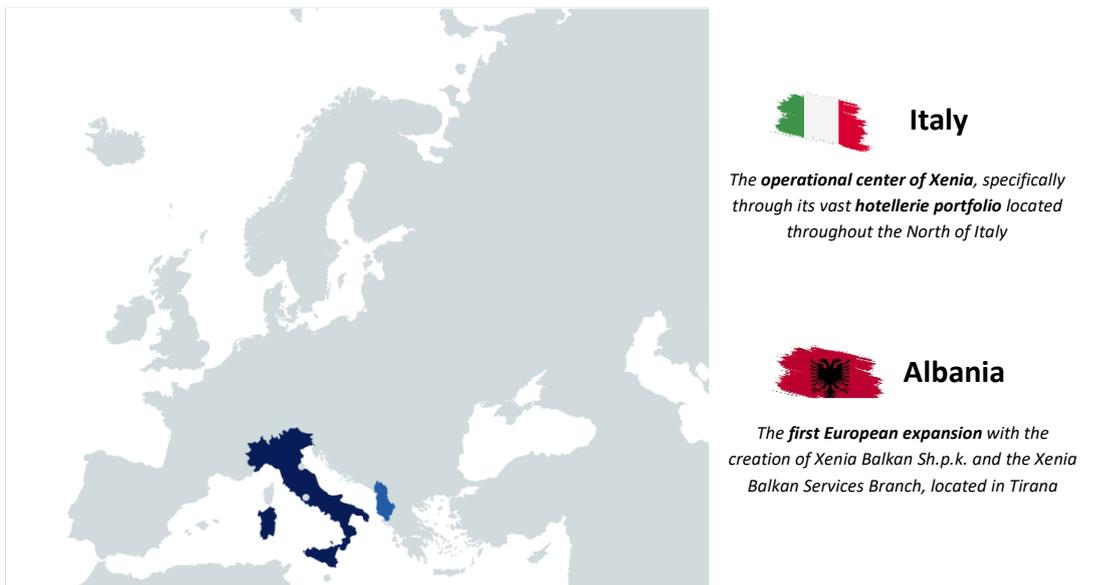


Source: Websim Corporate on Company Data

Nel 2011, la Società avvia lo sviluppo della linea di business Distribuzione GDS e lancia sul mercato la **piattaforma XENIAtoBOOK** che permette la vendita di camere di alberghi terzi a operatori professionali del turismo.

Il progetto alberghiero **inizia nel 2014** quando la Società decide di **sfruttare il proprio know-how** costruito nel segmento hotellerie, e decide di intercettare la domanda di ospitalità richiesta dai propri clienti. Dopo la fase iniziale di preparazione nello stesso anno, e la declinazione del progetto in forma di **brand Phi Hotels nel 2015**, l'operatività comincia nel 2016 con l'acquisizione del **primo albergo a febbraio dello stesso anno**.

Xenia – Geographical Footprint



Source: Websim Corporate on Company Data

Nel 2014, la Società allarga i propri orizzonti con l'**apertura della sede a Tirana**. Nonostante l'espansione all'estero, la Società genera quasi il 100% dei propri ricavi in Italia.

Nel 2015, Seneca S.p.A. vende la propria divisione di *business travel* ad una nota multinazionale attiva nel settore (BCD Travel, **quasi 100 milioni di euro di fatturato in Italia nel 2023**), decidendo così di focalizzarsi sulle attività legate al settore dell'*hospitality*. Di conseguenza **nasce Xenia Hotellerie Solution**, che oltre

¹ sistema innovativo ideato da SENECA che semplifica la gestione dei viaggi d'affari, fissando un costo target preciso per ogni tipologia di servizio (biglietti, hotel, ecc.) e garantendo alle aziende certezza della spesa. Attraverso metodologie avanzate, elimina la necessità di verifiche preventive e snellisce i processi amministrativi, offrendo controllo e trasparenza sui costi in ogni momento. Sarà uno dei catalizzatori principali per l'acquisizione da parte di BCD Travel.

a tenere il proprio marchio **Phi Hotels** e la piattaforma **XENIAtoBOOK** rimane attiva nel segmento dell'*accommodation*, affacciandosi principalmente agli equipaggi ferroviari.

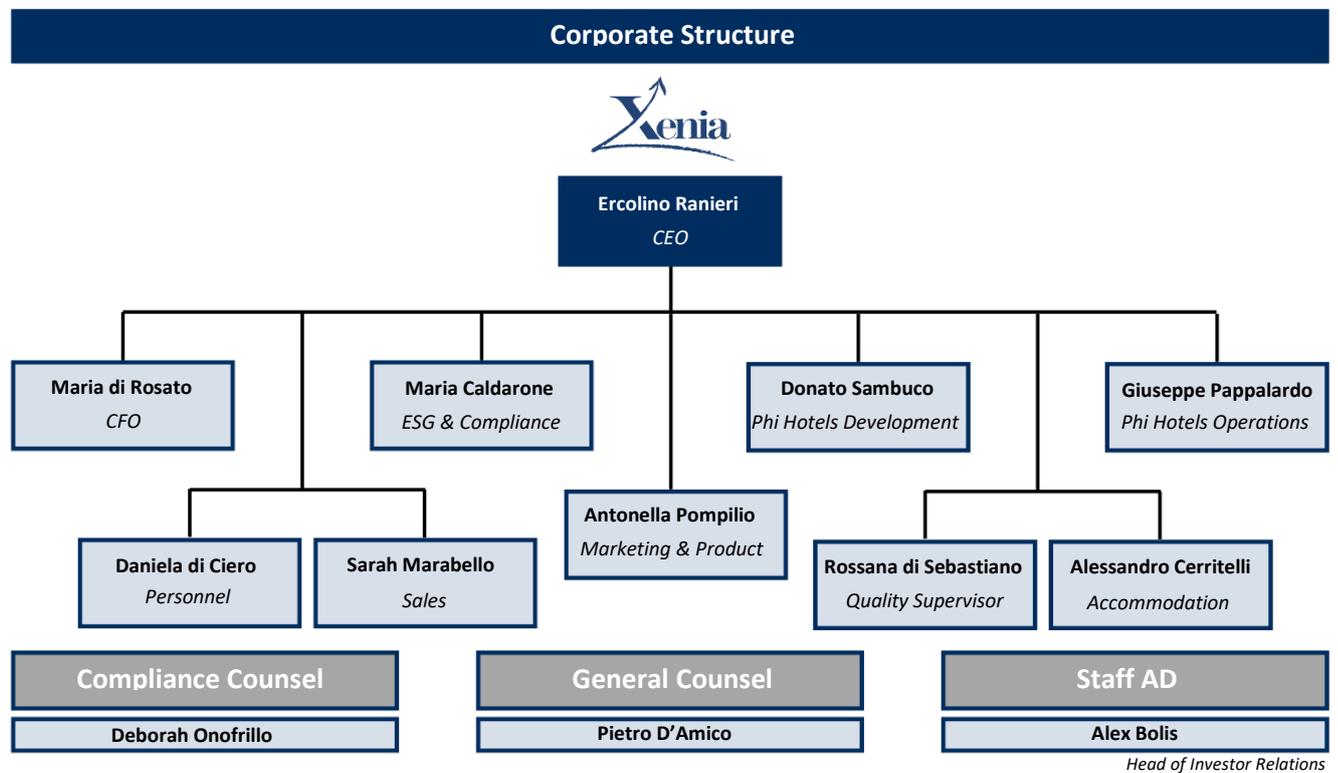
Nel 2021, la **trasformazione in Società Benefit (SB)** rappresenta un ulteriore passo verso un **modello di business sostenibile**, mirato a creare un impatto positivo sulla società. Inoltre, Xenia fonda Panfilia Impresa Sociale S.r.l. per promuovere iniziative di solidarietà in collaborazione con enti locali, come la Piccola Casa della Divina Provvidenza-Cottolengo di Torino. Nello stesso ambito, nel 2023, Xenia **ottiene la certificazione B-Corp**, a testimonianza del suo impegno verso alti **standard di performance sociale e ambientale**. Questa certificazione conferma la volontà da parte della Società di promuovere un sistema più inclusivo e sostenibile.

Il **6 novembre del 2023**, la Società debutta sul mercato EGM ad un prezzo di **2.82 euro** e **raccoglie 2.3 milioni di euro**. L'IPO, spiega Ercolino Ranieri, "arriva dopo un lungo percorso di preparazione, nel quale abbiamo creduto molto... ci aiuterà a sviluppare più velocemente e in modo più stabile i nostri progetti aziendali" giustificando il proprio impegno verso i futuri investitori.

Management & Struttura Societaria: esperienza consolidata per guidare il futuro

Di seguito riportiamo i membri chiave di Xenia, specificando le loro cariche, ove presenti, all'interno del Consiglio d'Amministrazione.

Xenia Hotellerie Solution – Corporate Structure

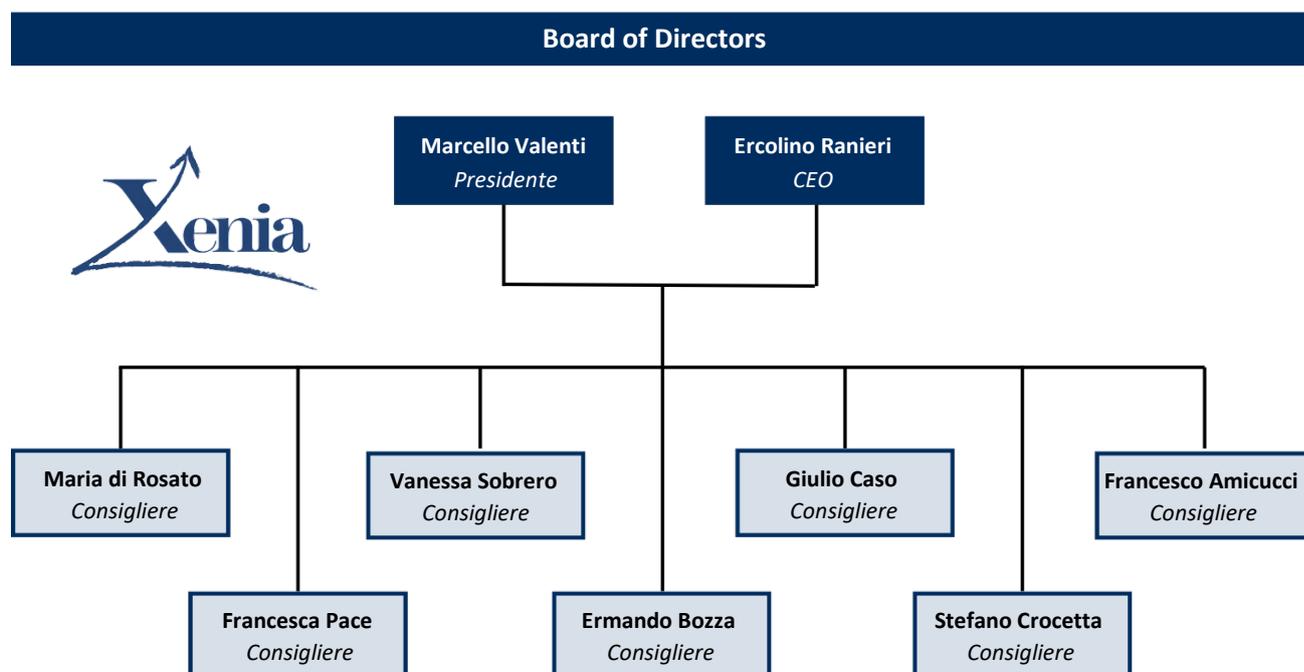


Source: Websim Corporate on Company data

- **Marcello Valenti – Presidente.** Consegue la laurea in Giurisprudenza presso l'Università degli Studi di Cagliari. Avvocato, patrocinante in Cassazione, vanta una consolidata esperienza in operazioni di M&A, operazioni straordinarie, contratti derivati, concessione di finanziamenti, cartolarizzazioni ed emissioni di titoli rappresentativi di patrimonio primario di vigilanza e obbligazioni. Ha assistito società come Monte dei Paschi di Siena, Erg S.p.A., Pirelli Real Estate, Telecom Italia, Rottapharm Madaus e Intesa San Paolo S.p.A. Durante la propria carriera si occupa anche di contenzioso, rappresentando clienti in Tribunale (penale), presso Commissioni Tributarie e la Corte di Cassazione, in particolare in processi legati a reati tributari e fallimentari. Nel 1993 inizia la collaborazione con lo Studio Legale Tremonti e Associati, diventandone socio nel 2000. È co-fondatore di un importante family office e ricopre (o ha ricoperto) incarichi come amministratore o membro del collegio sindacale in società industriali, finanziarie, banche e holding di investimento.

- **Ercolino Ranieri – Amministratore Delegato.** Dopo gli studi, avvia una carriera nel settore alberghiero, svolgendo ruoli operativi e di promozione e vendita tra Milano e Lugano. Nel 1994 fonda la società Seneca Consulting Marketing e Promotion, dedicandosi alla promozione, vendita e sviluppo di una linea di business per prenotazioni alberghiere e servizi di business travel. Successivamente acquisisce ulteriore esperienza come responsabile del gruppo Phi S.r.l., occupandosi come amministratore delegato e presidente all'interno del Consiglio di Amministrazione di marketing, ricerca e sviluppo, progettazione e realizzazione di modelli di business e sistemi tecnologici per la distribuzione online delle disponibilità alberghiere.

Xenia Hotellerie Solution – Board of Directors



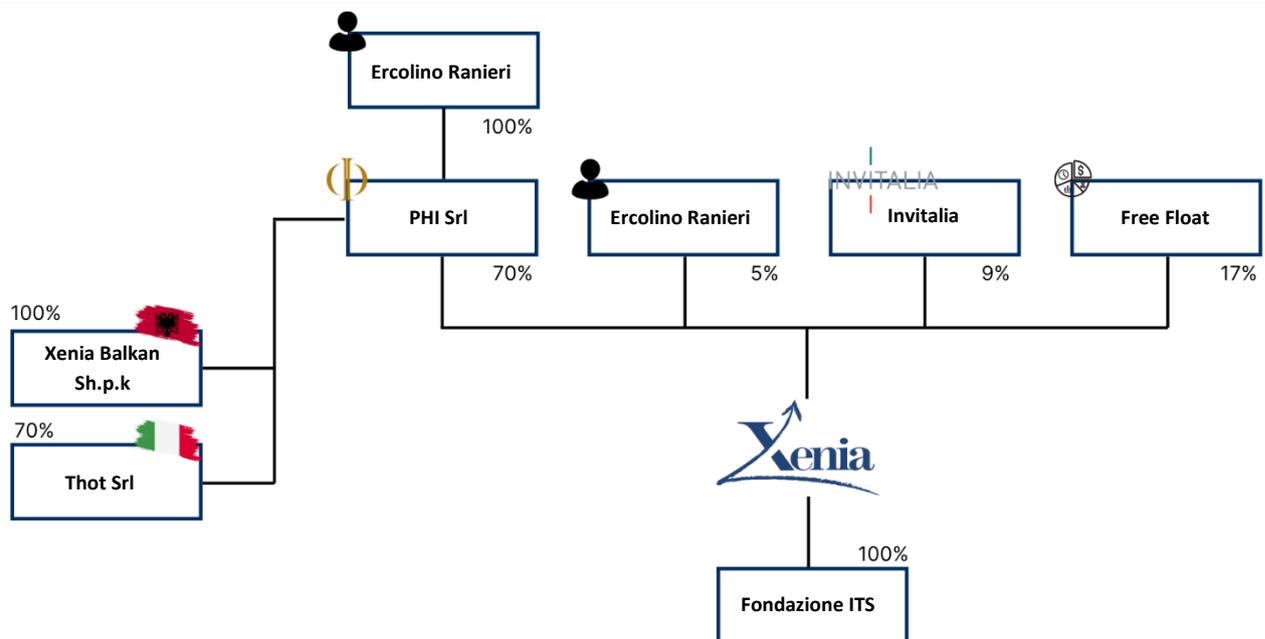
Source: Websim Corporate on Company Data

- **Maria di Rosato – Consigliere.** Conseguito il diploma di maturità, lavora nell'area amministrativa di aziende del centro-nord Italia. Dal 1994 entra in Seneca S.p.A. come responsabile amministrativo, maturando esperienza nella gestione contabile e finanziaria, nella pianificazione degli investimenti del gruppo Phi S.r.l., nel miglioramento del piano finanziario, nel coordinamento tra sedi e nella supervisione della redazione del bilancio. Attualmente copre la carica di *Chief Financial Officer* all'interno della Società.
- **Ermando Bozza – Consigliere.** Laureato in Economia e Commercio presso l'Università G. D'Annunzio Chieti-Pescara, si iscrive l'anno seguente agli Albi dei consulenti tecnici d'ufficio, dei periti del Tribunale di Lanciano e dei dottori commercialisti. Iscritto dal 1995 anche all'Albo dei Revisori Legali, ha presieduto il collegio sindacale in diverse realtà imprenditoriali come Honda Industriale S.p.A., Weatherford Mediterranea S.p.A., Pasquarelli Auto S.p.A. e Valagro S.p.A. Fonda lo studio "Bozza & Associati" dove offre consulenza su corporate governance, contabilità e fiscalità nazionale e internazionale. È professore a contratto di contabilità informatizzata e *digital auditing* presso l'Università di Chieti-Pescara e membro del comitato didattico per la formazione continua dei revisori legali del Ministero dell'Economia e delle Finanze.
- **Giulio Caso – Consigliere.** Laureato in Economia e Commercio presso l'Università G. D'Annunzio di Pescara, si specializza in analisi tecnica presso la Società Italiana di Analisi Tecnica (SIAT), in mercati finanziari presso la SDA Bocconi e in *corporate governance*, *enterprise risk management* ed EMBA presso la LUISS Business School. È tra i primi consulenti finanziari indipendenti in Italia dal 2005, collaborando con varie università in ambito finanziario e di gestione del rischio.
- **Stefano Crocetta – Consigliere.** Laureato in Giurisprudenza presso l'Università "La Sapienza" di Roma, ottiene un Ph.D. in *The Economics and Management of Natural Resources*. Avvocato dal 2007, dirige il proprio studio legale focalizzato su diritto societario, ambientale e amministrativo. Ha un master in Family Office da AIFO e svolge incarichi nei consigli di amministrazione di società e fondazioni. Relatore in convegni nazionali e internazionali, è autore di numerose pubblicazioni.

- **Francesca Pace – Consigliere.** Consegue la laurea con lode in Giurisprudenza presso l'Università "La Sapienza" di Roma. È avvocato dal 1988 e patrocinante in Cassazione dal 2000. Ha ricoperto il ruolo di direttore affari legali e societari di Wind Telecomunicazioni S.p.A. e ha collaborato con studi legali di rilievo, specializzandosi in M&A, diritto commerciale e contrattualistica. È consigliera indipendente in diverse società, tra cui Autostrade per l'Italia S.p.A. e Aeffe S.p.A.
- **Vanessa Sobrero – Consigliere.** Avvocato specializzato in diritto societario e *capital markets*, si laurea in Giurisprudenza presso l'Università Bocconi e consegue un Ph.D. in *Law of Business and Commerce*. Ha collaborato con studi legali di prestigio e ricopre il ruolo di partner presso Gatti Pavesi Bianchi Ludovici. È stata premiata per la sua eccellenza professionale e insegna diritto commerciale presso l'Università Bocconi.
- **Francesco Amicucci – Consigliere.** Laureato in Giurisprudenza presso l'Università "La Sapienza" di Roma, è avvocato dal 1985 e Revisore Legale dal 1995. Ha maturato esperienze in studi legali nazionali e internazionali e ha ricoperto il ruolo di *General Counsel* presso Mediocredito Centrale S.p.A. e altre società di rilievo. È stato docente universitario e consulente in diritto commerciale e bancario.

Attualmente, la composizione azionaria è distribuita (i) ca. **al 70% da Phi Srl**, interamente riconducibile all'amministratore delegato Ercolino Ranieri, (ii) e ca. **al 5% da Ercolino Ranieri** direttamente. Tra gli investitori istituzionali troviamo **Invitalia S.p.A che detiene ca. il 9% del capitale sociale**, mentre il **flottante di mercato** rappresenta ca. **il 17% delle azioni**.

Xenia Hotellerie Solution – Shareholder Structure



Source: Websim Corporate on Company data

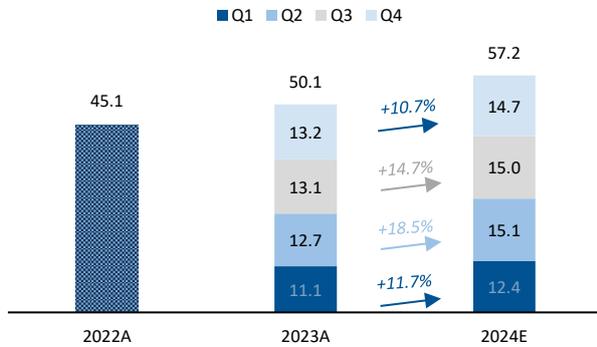
Ad oggi, il perimetro di consolidamento è composto dalle seguenti società:

- **Phi Srl.** La holding company che gestisce, direttamente o indirettamente, tutte le attività del gruppo. Non svolge funzioni operative.
- **Xenia Balkan SH.P.K.** Il ramo di Xenia Balkan Service, con sede a Tirana, che gestisce tutte le attività operative in Albania.
- **Thot S.r.l.** Si occupa di analisi di dati e *business intelligence* su tutti i segmenti di mercato interessati dalla commercializzazione dei servizi.
- **Fondazione ITS.** È una fondazione alla quale partecipano Imprese, Enti, e Università per la formazione orientata a professionalità del settore Turistico Alberghiero.

Business Model

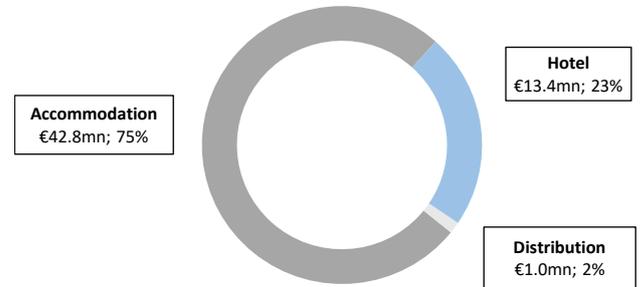
La Società ha sempre avuto un focus ben definito sul settore del **accommodation e quindi dell'ospitalità**. Le tre linee di business della Società capitalizzano l'expertise e interpretano in modo sinergico il settore proponendo il proprio modello di business attivo con servizi destinati sia alla domanda che all'offerta dell'hotellerie.

Xenia – 2022-2024 Revenues by Quarter (€ mn)



Source: Websim Corporate on Company data

Xenia – 2024 Revenue Breakdown by Line of Business (%)



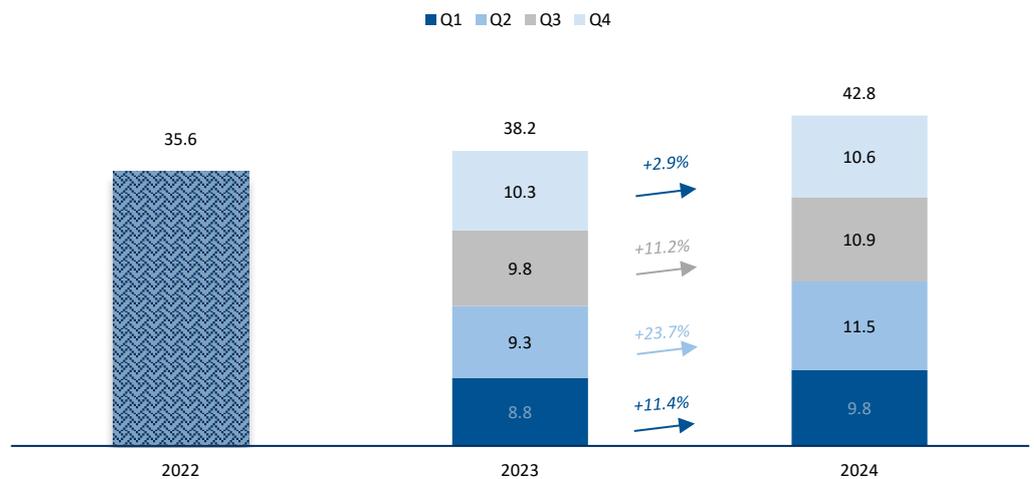
Source: Websim Corporate on Company data

La storia di Xenia evidenzia un percorso di crescita che ha portato non solo ad una crescita costante nelle singole linee di business annuale, ma anche una tendenza positiva trimestrale (Q1-24: +11.7% YoY, Q2-24: 18.5% YoY, Q3-24: 14.7% YoY, Q4-24: 10.7% YoY). Stando agli ultimi dati, Xenia Hotellerie Solution ha registrato **ricavi totali per 57.2 milioni di euro** per il 2024, in aumento del 14.1% rispetto all'anno precedente. Di questi, la quota principale (ca. 75% dei ricavi totali) è attribuibile alla **divisione Accommodation**, mentre Phi Hotels rappresenta il 23% dei ricavi, con una quota marginale riconducibile a *Distribution*.

Accommodation: il cuore pulsante della Società

Nella divisione di *accommodation*, Xenia si occupa di **individuare, selezionare e definire, in ogni dettaglio operativo, le soluzioni ricettive ottimali**, rendendole disponibili ai clienti *B2B Corporate* e *Leisure* anche attraverso l'integrazione dei processi e dei sistemi informatici e di reporting amministrativo. L'offerta si estende alla **gestione completa degli alloggiamenti** di equipaggi appartenenti a compagnie aeree, ferroviarie, e trasporti cargo. Le attività operative sono seguite da un **gruppo altamente qualificato**, capace di proporre rapidamente soluzioni alloggiative in linea con le specifiche esigenze comunicate dai clienti. Ad oggi, la Società conta **oltre 40 clienti** per la linea di business di *accommodation*.

Xenia – 2022-2024 Accommodation Revenues by Quarter (€ mn)



Source: Websim Corporate on Company data

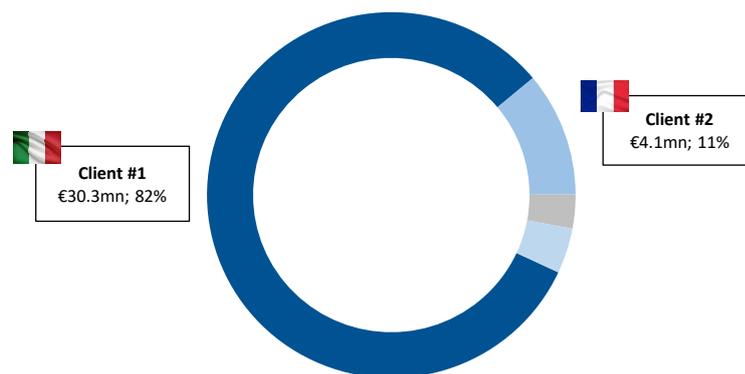
La divisione di *accommodation* ha registrato una crescita costante anche nel 2024 grazie **all'aggiunta di nuovi contratti e all'avvio dei nuovi business di Wholesaler** (acquisto e rivendita di camere tra operatori digitali) e **Incoming** (organizzazione delle soluzioni alberghiere per clienti di aziende e operatori turistici anche provenienti dall'estero): dal punto di vista annuale, la Società ha registrato una crescita positiva del +7.2% dal 2022 al 2023. Parimenti, i risultati trimestrali hanno evidenziato una crescita nel 2024 rispetto

all'anno precedente del 12% (più specificamente, Q1-24: +11.4% YoY, Q2-24: +23.7% YoY, Q3-24: +11.2% YoY, Q4-24: +2.9% YoY).

Stando agli ultimi dati disponibili, la linea di business *Accommodation*, con i volumi del segmento **Crew Accommodation in particolare, rimane il segmento con maggiore contribuzione a livello del gruppo**. Inoltre, la Società comunica trimestralmente la quantità di **Trade Shows** (eventi o fiere con l'obiettivo di entrare in contatto con i propri potenziali clienti), dieci nel 2024, cinque in più rispetto al 2023.

Dal punto di vista della clientela, I primi cinque clienti del segmento del *Crew Accommodation*, generano **quasi interamente il fatturato dell'Accommodation (>95%)**, con i principali due clienti che contribuiscono ad oltre il 90% delle entrate della linea di business. Di conseguenza, i primi due clienti del segmento hanno un'incidenza importante sui ricavi totali della Società (ca. 70%).

Xenia – 2023 Crew Accommodation Client Concentration (%)



Source: Websim Corporate on Company data

Sebbene il grafico possa indicare un rischio di concentrazione clienti, riteniamo che non rappresenti un problema significativo per diversi motivi: (i) la clientela dell'accommodation è storica, con **rinnovi frequentemente confermati**, e non ci aspettiamo cambiamenti in questo trend e (ii) il segmento dell'accommodation è fortemente orientato a **servizi tailor-made, e quindi tende a favorire la fedeltà dei clienti**, rendendo raro un cambiamento di fornitore una volta consolidato il rapporto. Inoltre, con lo sguardo al futuro, il Piano Industriale presenta un modello operativo che **elimina la concentrazione** in questo segmento.

Phi Hotels: L'impronta di Xenia sul Nord Italia

Il progetto della catena alberghiera di Xenia inizia nel 2014, quando la Società decide di sfruttare la propria esperienza e competenza nella **selezione di hotel per la clientela**, nonché la capacità di intercettare la domanda nel settore dell'ospitalità. Dopo una fase di progettazione e, successivamente, la cessione del ramo d'azienda dedicato al business travel, Xenia lancia operativamente la catena alberghiera nel settembre 2015, introducendo il progetto anche **come brand "Phi Hotels", con la prima struttura acquisita nel febbraio del 2016**. Oggi ogni struttura di Xenia è studiata per rispondere alle esigenze di clienti appartenenti a diversi segmenti, principalmente nei seguenti ambiti: **Leisure, Business, e Bleisure**.

Il modello operativo adottato dalla Società per questa linea di business è definito **asset-light**, e prevede principalmente l'acquisizione dei **rami d'azienda operativi** che includono le aziende alberghiere, mentre gli immobili sono generalmente presi in locazione. L'acquisto diretto delle proprietà immobiliari viene valutato solo in casi particolari.

In altre parole Xenia, con il proprio brand *Phi Hotels*, ha costituito un importante sistema di controllo e di commercializzazione delle proprie strutture che le consentono di **incrementare l'occupazione** (quindi alzando l'*occupancy rate*) e **tariffe** anche grazie a opportunità di *upselling* conseguenti ai livelli di servizio offerti. Il gruppo alberghiero si propone alla clientela attraverso **canali B2B**, per esempio tramite eventi e congressi, e **B2C** utilizzando sia i canali digitali che altre formule di promozione orientate al *consumer market*.

Ad oggi, Il portafoglio hotellerie include un totale di **11 strutture**, 4 di cui sono state acquisite nel 2024, e la più recente a gennaio del 2025, arrivando a oltre 600 stanze nel complesso totale.

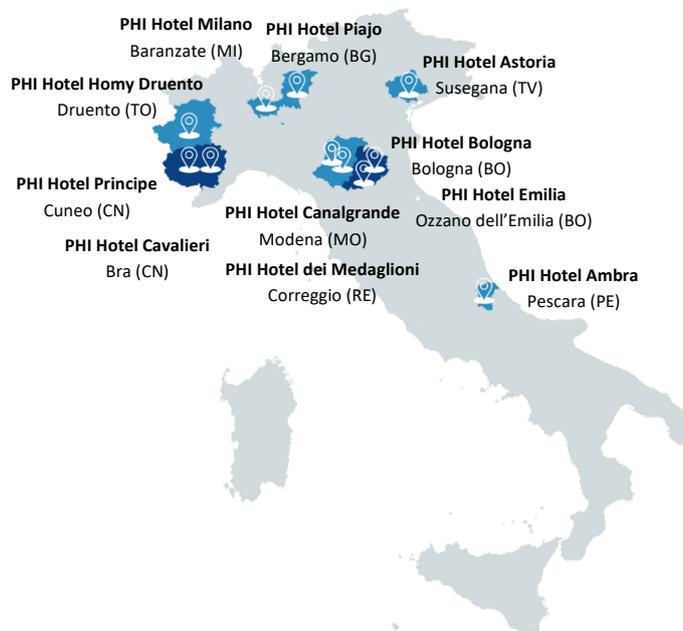
Xenia – Phi Hotels Portfolio

	 Location	 Entry Date	 Characteristics
 PHI HOTEL CANALGRANDE	 Emilia Romagna Modena	August 2018	★★★★★ 67 Rooms
 PHI HOTEL DEI MEDAGLIONI	 Emilia Romagna Reggio Emilia - Correggio	February 2019	★★★★★ 53 Rooms
 PHI HOTEL MILANO	 Lombardia Milano - Baranzate	February 2019	★★★★★ 65 Rooms
 PHI HOTEL ASTORIA	 Veneto Treviso - Susegana	April 2019	★★★★★ 37 Rooms
 PHI HOTEL EMILIA	 Emilia Romagna Ozzano dell'Emilia	February 2021	★★★★★ 72 Rooms
 PHI HOTEL BOLOGNA	 Emilia Romagna Bologna	June 2021	★★★★★ 33 Rooms & 8 Apartments
 PHI HOTEL AMBRA	 Abruzzo Pescara	February 2024	★★★ 60 Rooms
 PHI HOTEL PRINCIPE	 Piemonte Cuneo	April 2024	★★★★★ 50 Rooms
 PHI HOTEL CAVALIERI	 Piemonte Bra	April 2024	★★★★★ 88 Rooms
 PHI HOTEL HOMY DRUENTO	 Piemonte Torino - Druento	September 2024	★★★★★ 35 Rooms
 PHI HOTEL PJAIO	 Lombardia Bergamo - Nembro	January 2025	★★★★★ 42 Rooms

Source: Websim Corporate on Company data

Le strutture entrate in portafoglio pre-2024 sono 6, per un totale di ca. 300 stanze e 8 appartamenti. Nel dettaglio:

Xenia– Phi Hotels Geographical Footprint



Source: Websim Corporate on Company Data

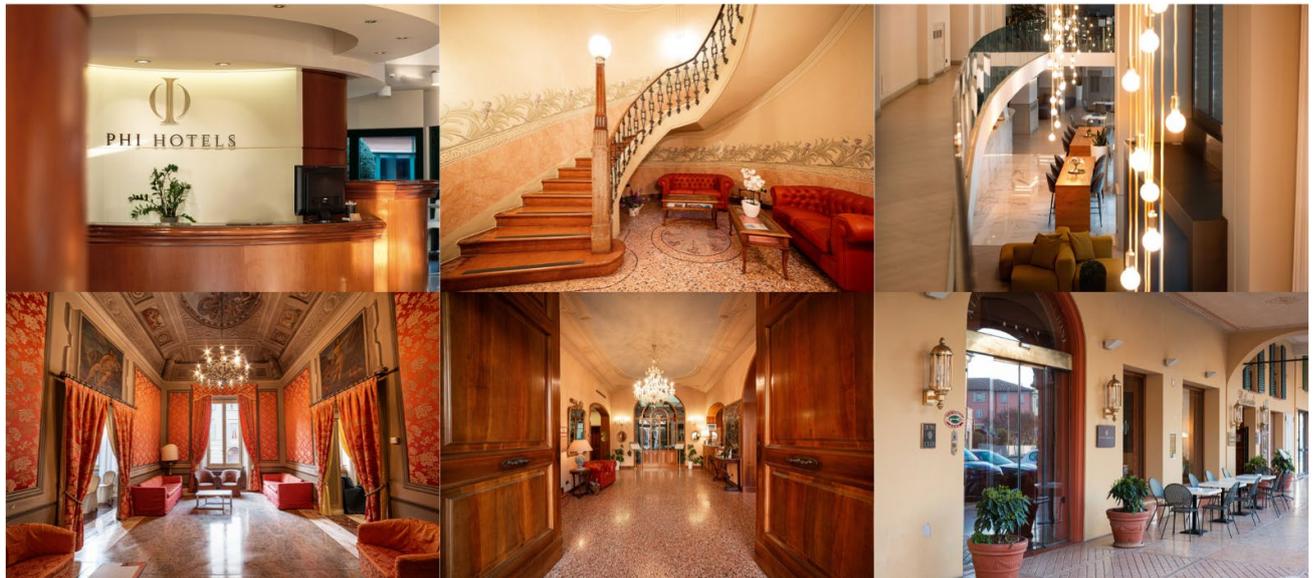
- **Phi Hotel Canalgrande.** Situato a Modena (Emilia-Romagna) e acquisito dalla Società nell'agosto del 2018, dispone di 67 camere, bar, ristorante, terrazza e servizi per cerimonie ed eventi privati e aziendali. La struttura accoglie principalmente clienti *commercial & leisure*.
- **Phi Hotel dei Medaglioni.** Situato a Correggio (Emilia-Romagna, RE) e acquisito nel settembre 2020, offre 53 camere, una sala riunioni, un bar e servizi per cerimonie ed eventi. La clientela principale anche qui è *commercial & leisure*.

- **Phi Hotel Milano.** Situato a Baranzate (Lombardia, MI) e acquisito nel febbraio 2019, dispone di 65 camere, un lounge bar, una sala riunioni e un'area fitness. Si rivolge principalmente ad una clientela commerciale.
- **Phi Hotel Astoria.** Situato a Susegana (Veneto, TV) e acquisito nell'aprile 2019, offre 37 camere, una sala riunioni, una palestra, un centro benessere, un bar e un ristorante. Accoglie prevalentemente clienti *commercial & leisure*.
- **Phi Hotel Emilia.** Situato a Ozzano dell'Emilia (Emilia-Romagna, BO) e acquisito nel febbraio 2021, dispone di 72 camere, un ristorante, una palestra e servizi per eventi privati e aziendali. La struttura si rivolge ad una clientela *commercial & leisure*.
- **Phi Hotel Bologna.** Situato a Bologna e acquisito nel giugno 2021, offre 33 camere e 8 appartamenti, un ristorante e una sala lettura. Rivolto principalmente a clienti *leisure*.

Nel 2024, Xenia ha intensificato le attività di selezione di hotel acquisendo 4 nuove strutture per un totale di ca. 240 stanze. Nel dettaglio:

- **Phi Hotel Ambra.** L'Hotel Ambra Palace, situato nel cuore di Pescara vicino a Piazza Muzii e via Cesare Battisti, vanta una posizione strategica a pochi passi dal mare e dalla stazione centrale. La struttura, attualmente classificata 3 stelle, dispone di 60 camere e sarà oggetto di interventi per elevare il suo livello qualitativo in linea con gli standard del brand Phi Hotels.

Xenia – Phi Hotels Photo Gallery



Source: Company data

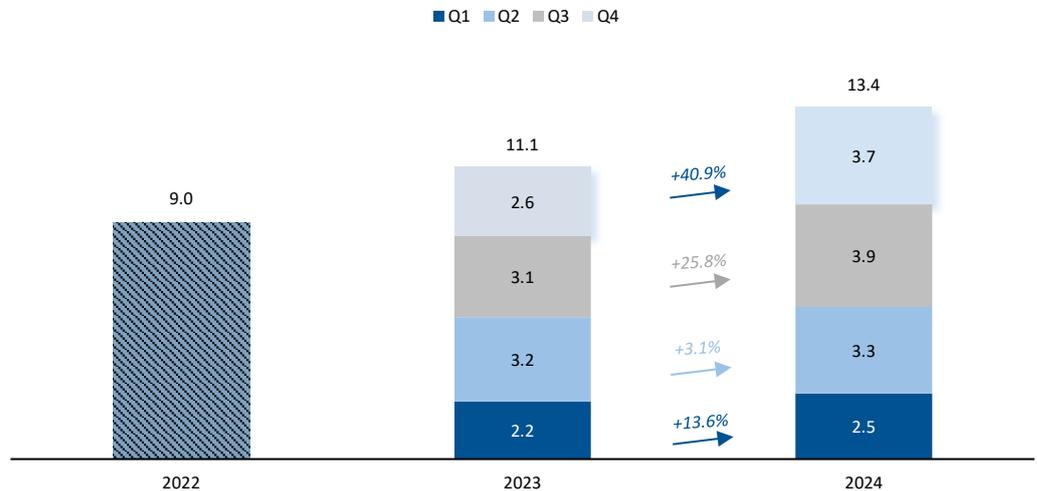
- **Phi Hotel Principe.** L'Hotel Principe di Piemonte, situato nella centralissima Piazza Galimberti a Cuneo, è una struttura a 4 stelle di riferimento per la città, con 50 camere di alto standard, acquisita ad aprile del 2024.
- **Phi Hotel Cavalieri.** L'Hotel Cavalieri, situato nel cuore delle Langhe a breve distanza da Alba e Torino, è una struttura a 4 stelle con 88 camere, un centro congressi e un ristorante, ideale per accogliere una clientela diversificata. L'hotel si distingue per il suo elevato standard qualitativo e la capacità di attrarre sia ospiti *leisure* che *business*. Dal 5 giugno 2024, ha assunto la denominazione Phi Hotel Cavalieri, contribuendo a rafforzare la presenza del brand Phi Hotels in questa dinamica area del Piemonte.
- **Phi Hotel Homy Druento.** Nuova struttura alberghiera 4 stelle del gruppo Xenia, e 35 camere, situata a Druento (TO), in posizione strategica vicino a Torino, Venaria Reale e l'Allianz Stadium. Realizzato in uno degli immobili concessi in locazione dalla Piccola Casa della Divina Provvidenza-Cottolengo, l'hotel ha aperto il 18 settembre 2024. Questa struttura rappresenta la decima del gruppo Phi Hotels e la quarta inaugurata nel 2024, confermando l'espansione della Società nel settore dell'hospitality.

Agli inizi del 2025, la Società ha comunicato di aver acquisito una struttura, in linea con le proprie previsioni per il 2025 dettate dal piano:

- **Phi Hotel Piajo.** Situato a Nembro-Bergamo (Lombardia) e acquisito nel gennaio 2025, il Piajo Resort dispone di 42 camere, un ristorante gourmet denominato "Aroma", un centro benessere con piscina esterna riscaldata e aree per trattamenti innovativi, oltre a uno spazio eventi per meeting ed eventi enogastronomici. La struttura, rinomata per la sua eccellenza e posizione strategica a pochi minuti dal centro cittadino e dall'aeroporto di Orio al Serio, si rivolge a una clientela sia *leisure* che *business*, consolidandosi come punto di riferimento per eventi aziendali e ludici.

La linea di business dell'hotellerie ha registrato una crescita costante nel 2024 grazie all'**aggiunta di nuove strutture all'interno del portafoglio** (+4 rispetto al 2023): dal punto di vista annuale, la Società ha registrato una crescita positiva del **+23.6% dal 2022 al 2023**. Parimenti, la trimestrale ha evidenziato una crescita totale nel 2024 rispetto all'anno precedente del +20.4% (Q1-24: +13.6% YoY, Q2-24: +3.1% YoY, Q3-24: +25.8% YoY, Q4-24 +40.9% YoY). Inoltre, nel 2024, il numero di stanze è raddoppiato rispetto all'anno precedente, **passando da ca. 300 a 600**, mantenendo un indice di qualità (risultato armonizzato di tutte le recensioni trovate online e riportate nelle strutture) costante intorno a **8.6 tra il 2023 ed il 2024**.

Xenia – 2022-2024 Phi Hotels Revenues (€ mn)



Source: Websim Corporate on Company data

Distribution: migliaia di terminali alla portata di un click

XENIAtoBOOK rappresenta il canale distributivo di Xenia che consente alle strutture alberghiere di essere rappresentate e connesse ad **oltre 600.000 terminali di agenzie di viaggio** specializzate in tutto il mondo. Grazie alla propria tecnologia, gli hotel partner possono integrarsi rapidamente ed efficacemente in un sistema di distribuzione globale, offrendo le proprie camere attraverso tutti i principali sistemi GDS: **Amadeus, Travelport, Sabre e Worldspan**.

Oltre alla distribuzione tramite GDS, la piattaforma consente agli alberghi di creare **profili tariffari personalizzati** per i canali B2B (agenzie di viaggio, *tour operator, wholesaler e corporate*) e B2C (clienti finali). La gestione delle informazioni è semplice e trasparente: tutti i dati vengono trasferiti ai GDS in tempo reale, garantendo un aggiornamento continuo delle tariffe e delle disponibilità.

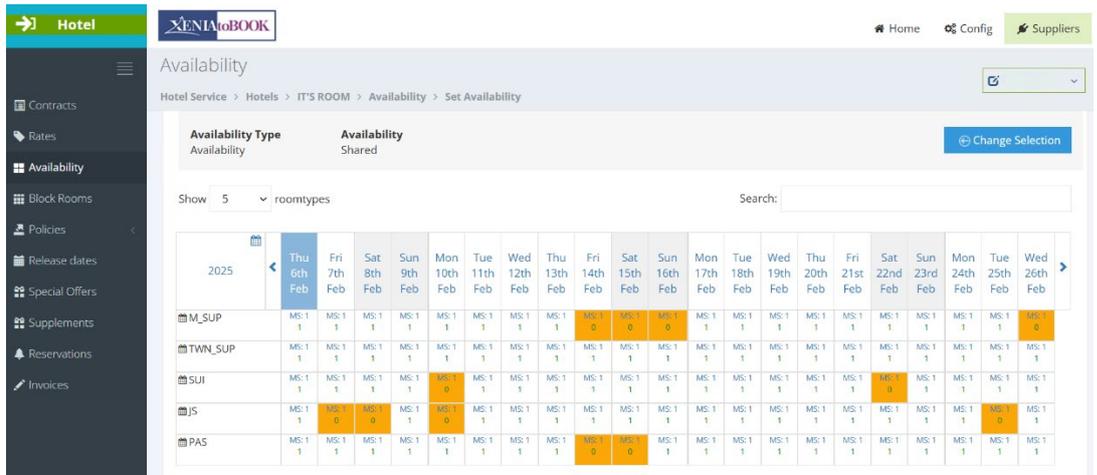
Business Intelligence e Supporto Personalizzato. Grazie agli strumenti di business intelligence, gli hotel partner possono analizzare i trend di settore, anticipare le esigenze dei clienti e massimizzare i propri profitti. Inoltre, si fornisce un supporto professionale nella gestione delle connessioni ai canali di distribuzione, aiutando le strutture a rafforzare la propria reputazione e ottimizzare i risultati economici.

Servizi Tecnologici e Commerciali Avanzati. La connessione a XENIAtoBOOK, che integra oltre 40 *channel manager*, consente una gestione dinamica di tariffe e disponibilità. Per gli hotel sprovvisti di channel manager, creiamo una pagina dedicata nell'extranet XENIAtoBOOK, facilitando l'accesso ai nostri servizi. Inoltre, supportiamo gli hotel nella creazione di tariffe RFP per aziende e consorzi, contribuendo ad ampliare la visibilità nei segmenti Corporate e Leisure.

I vantaggi chiave di XENIAtoBOOK includono:

- **Gestione centralizzata** di tariffe e condizioni di prenotazione ed alto livello di **personalizzazione** per ogni struttura.
- **Compatibilità** con altri sistemi di distribuzione.
- **Innovazione e flessibilità** garantite da tecnologie avanzate.
- **Negoziante** preferenziale per i segmenti Corporate e Leisure, e supporto dedicato e connessione intuitiva per massimizzare le performance.
- **Efficienza, flessibilità e prestigio** alla base del modello organizzativo, progettato per soddisfare al meglio le esigenze dei nostri partner e migliorare le loro performance sul mercato globale.

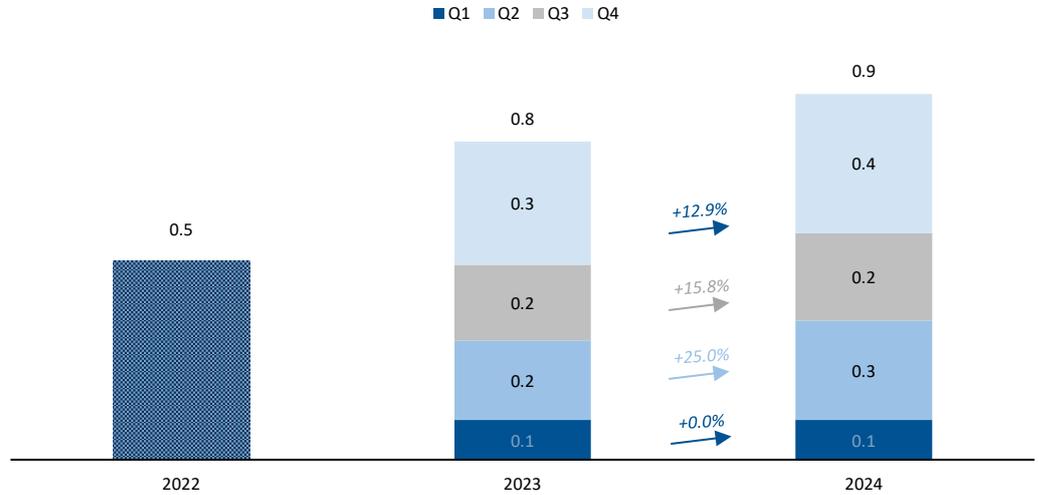
Xenia – XENIAtobook Platform



Source: Company data

La linea di business di *distribution* ha registrato una crescita costante grazie **ad un aumento nella domanda e quindi un effetto positivo nelle transazioni registrate** (crescita *double-digit* nel biennio 2023-2024). Guardando al valore della transazione media, il valore è rimasto **sostanzialmente invariato**. Dal punto di vista annuale, la Società ha registrato una **crescita positiva del +60.0%** dal 2022 al 2023. Parimenti, la trimestrale ha evidenziato una **crescita totale nel 2024** rispetto all'anno precedente del 25.0% (Q1-24: +0.0% YoY, Q2-24: +25.0% YoY, Q3-24: +15.8% YoY, Q4-24: +12.9% YoY).

Xenia – 2022-2024 Distribution Revenues (€ mn)



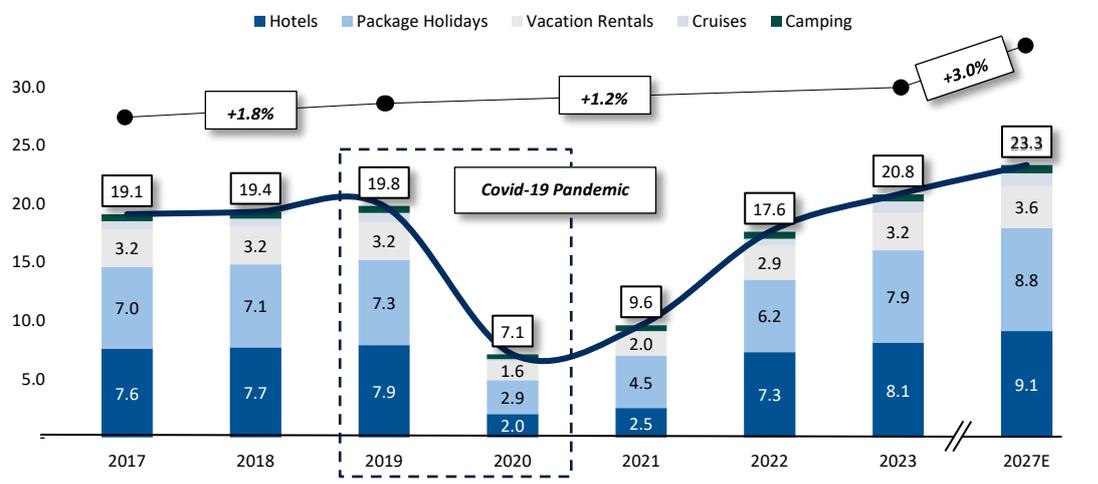
Source: Websim Corporate on Company data

Panoramica di Mercato

La Società opera all'interno del **settore turistico-alberghiero**, un ambito che rappresenta l'essenza stessa della visione della Società. Il turismo, pilastro fondamentale del settore terziario, è stato **profondamente influenzato dalla pandemia**, che ha segnato un vero e proprio spartiacque nella sua evoluzione. Nel dettaglio:

- **... - 2019: Pre-Covid.** Prima dello scoppio della pandemia, il settore turistico **registra un CAGR dell'1.8% tra il 2017 e il 2019**. Tale metrica riflette un mercato stabile e sostenibile, trainato in gran parte dall'attrattività del territorio italiano, e contribuendo in maniera significativa al PIL del paese (intorno al 6% negli ultimi anni).
- **2020: Covid.** La sana crescita registrata negli anni precedenti è interrotta dalla **diffusione del virus**, che ha colpito duramente il turismo, provocando una contrazione significativa nel 2020. Le restrizioni imposte per contenere il virus hanno portato ad un arresto quasi completo delle attività turistiche, portando ad una contrazione **quasi del 70%** tra il 2019 ed il 2020.
- **2021-2022: Post-Covid.** A seguito del crollo del 2020, il settore turistico ha registrato una **ripesa significativa a partire dal 2021**, favorita dal progressivo allentamento delle restrizioni. Tuttavia, questa crescita dev'essere interpretata con cautela: il rimbalzo rispetto al 2020 è infatti il risultato di un confronto con un anno particolarmente negativo, e non riflette in un modo veritiero il settore di riferimento.

Xenia Hotellerie Solution – Tourism Market in Italy: B2C Turnover Evolution (€ bn)



Source: Websim Corporate on Kearney research

Guardando al futuro, si ipotizza una **crescita CAGR del 3% tra il 2023 ed il 2027**, trainato da una ripresa della domanda pre-pandemica, e avanzamenti nella digitalizzazione. Tra i diversi segmenti, **l'hotellerie avrà un ruolo centrale**, rappresentando quasi la metà del mercato turistico italiano in termini di ricavi B2C entro il 2027, come evidenziato in grafica.

Le fondamenta del turismo: focus sull'hotellerie

Questo risultato è, e sarà, supportato dall'**elevata attrattività delle strutture ricettive italiane**, dalla loro capacità di adattarsi alle nuove esigenze dei consumatori e dall'adozione di soluzioni innovative per migliorare l'efficienza e personalizzare i servizi offerti.

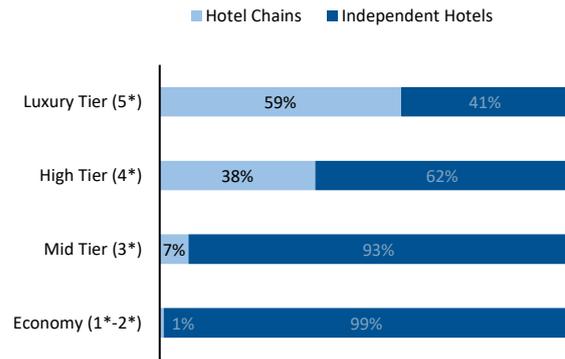
Confrontando il panorama italiano con quello europeo, **nel 2022 l'Italia si è confermata leader in termini di numero di strutture ricettive**, rappresentando quasi il **20% del totale europeo**. Questo primato non è dovuto esclusivamente al turismo concentrato nelle grandi città, tra cui Roma, Venezia e Firenze, ma anche alla **crescente attrattività delle aree provinciali**. Sempre più turisti internazionali scelgono di esplorare destinazioni meno conosciute, optando per un **turismo più selettivo e ricercato**. Questo tipo di esperienza si distingue per l'attenzione alla scoperta di **eccellenze locali**, come enogastronomia, arte, cultura e paesaggi naturali, valorizzando l'unicità del territorio italiano.

Xenia Hotellerie Solution – 2022 Bed Places in Italy vs. Rest of Europe (%)



Source: Websim Corporate on Eurostat

Xenia Hotellerie Solution – 2023 Italian Hotel Chains vs Independent Hotels (%)

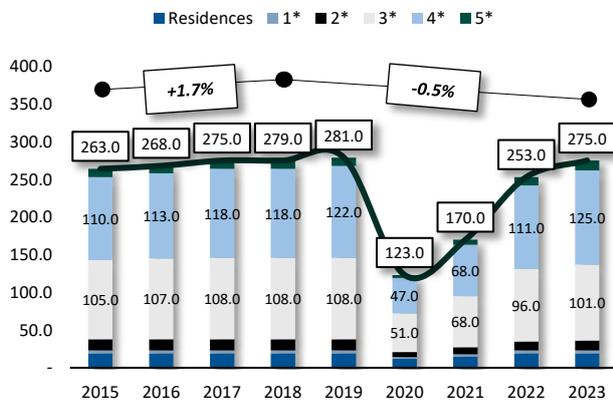


Source: Websim Corporate on Kearney research

Attualmente, Xenia dispone di un portafoglio hotellerie costituito **prevalentemente da strutture a quattro stelle**, con un'unica proprietà nel segmento *mid-tier*. I dati del 2023 evidenziano come gli hotel indipendenti rappresentino ancora la **maggioranza nel mercato italiano**, ad eccezione della categoria dei 5 stelle, dove la presenza di catene e gruppi strutturati è più marcata. Questo scenario offre **l'opportunità strategica per le società come Xenia**, che possono capitalizzare sul proprio modello di business focalizzato sulle acquisizioni, ampliando il portafoglio con strutture indipendenti e **rafforzando ulteriormente il proprio posizionamento sul mercato**.

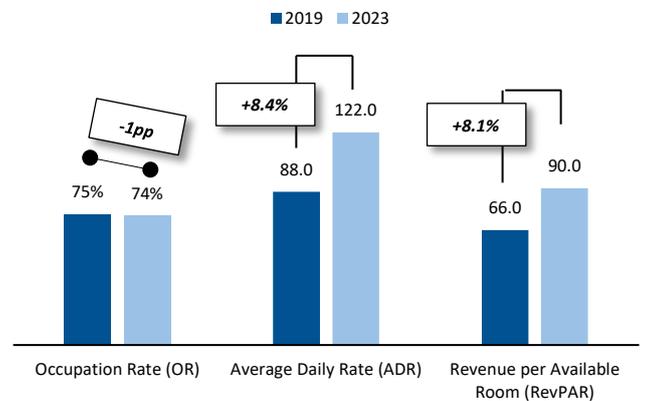
La tendenza positiva degli hotel definiti *mid-tier* e *high-tier* è confermato anche dalla grafica sottostante, che illustra l'evoluzione dei pernottamenti negli hotel italiani. Ogni anno, questi due segmenti combinati rappresentano oltre il 90% del mercato, sottolineando **la loro centralità nel panorama turistico nazionale**. In particolare, gli hotel a 4 stelle emergono come il segmento con la **crescita più marcata**, riflettendo una crescente preferenza dei viaggiatori per strutture che offrono un equilibrio tra comfort, qualità dei servizi e valore economico. Questa dinamica consolida ulteriormente il **ruolo dominante degli hotel di fascia medio-alta nel settore**.

Xenia Hotellerie Solution – Evolution of overnight stays in Italian Hotels (# mn)



Source: Websim Corporate on Kearney research

Xenia Hotellerie Solution – 2019-2023 4 Star Hotel Metrics Evolution (%)



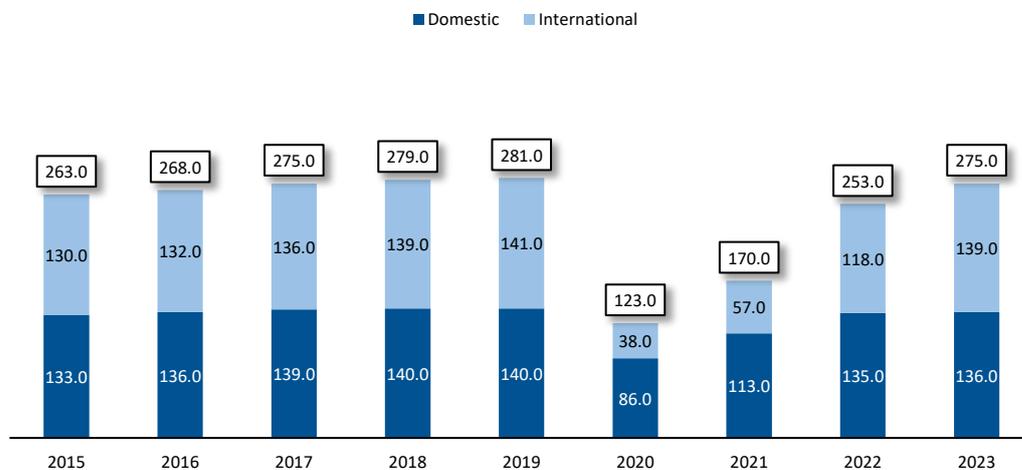
Source: Websim Corporate on Kearney research

Tra il 2019 e il 2023, gli hotel a 4 stelle hanno mostrato una **crescita significativa nelle principali metriche operative**, evidenziando una forte capacità di gestione ed adattamento nel periodo post-pandemico. Nel dettaglio:

- **Occupancy Rate (OR).** Questa metrica misura la percentuale di camere occupate rispetto al totale delle camere disponibili. Durante il periodo analizzato, l'OR è passato dal 75% al 74%, rimanendo sostanzialmente stabile. Paragonandolo ai diversi segmenti, il tasso di occupazione dei *low & mid-tier* (1*, 2*, 3*) è cresciuto dal 78% al 79% (+1 punto percentuale), mentre nei *luxury tier* (4* e superiori) si è registrata una diminuzione dal 74% al 71% (-3 punti percentuali).
- **Average Daily Rate (ADR).** L'ADR rappresenta il ricavo medio per camera venduta in un determinato periodo. Nel segmento 4 stelle, si è registrato un aumento significativo dell'8.4%, indicando una gestione più efficace delle tariffe, specialmente nel contesto post-pandemico. Rispetto agli altri segmenti, il 4 stelle ha mostrato la crescita più marcata.

- **Revenue per Available Room (RevPAR).** Questa metrica calcola il ricavo generato per ogni camera disponibile (incluse quelle non occupate). Tra il 2019 e il 2023, il RevPAR ha registrato un incremento complessivo dell'8.1%, evidenziando una ripresa della redditività generale. Anche in questo caso, il segmento quattro stelle si distingue per il tasso di crescita più elevato rispetto agli altri.

Xenia Hotellerie Solution – Overnight Guests Evolution in Italy (# mn)



Source: Source: Websim Corporate on Kearney research

Nel 2023, **gli ospiti internazionali hanno rappresentato la maggioranza dei pernottamenti**, con una quota del 51%, rispetto al 49% degli ospiti domestici. Questa tendenza indica una crescente preferenza verso ospiti internazionali.

Tuttavia, è importante sottolineare che il flusso di turisti internazionali non si limita solo alle grandi città, ma si estende anche alle aree provinciali e meno conosciute. In particolare, c'è un interesse crescente per il turismo nelle zone rurali e provinciali, dove si cerca un'**esperienza di viaggio più intima e a contatto con la natura**, ma anche un tipo di turismo più ergonomico e sostenibile. In questo contesto, le strutture ricettive nelle aree provinciali possono trarre vantaggio da questa tendenza, adattando le proprie offerte a un pubblico internazionale in cerca di relax, cultura locale e un'esperienza meno turistica e più immersiva.

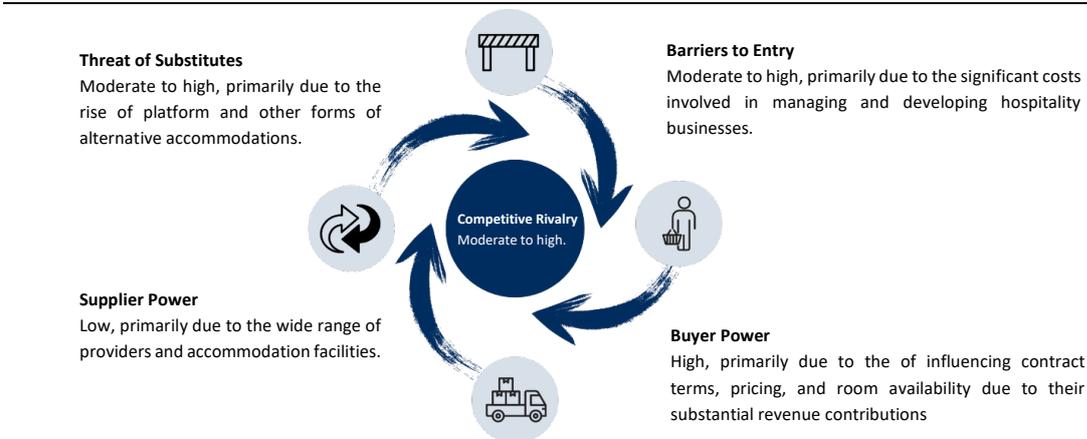
Contesto Competitivo

Panoramica dell'Industria: le forze di Porter²

Per analizzare la competitività dell'industria in cui si trova Xenia Hotellerie Solution, riportiamo un'analisi delle dinamiche di mercato. Nel dettaglio:

- **(+) Barriere all'entrata.** Le barriere all'entrata nel settore dell'*hospitality* sono considerate **medio-alte**, principalmente a causa dei costi elevati legati allo sviluppo e alla gestione di una compagnia di ospitalità. La costruzione o il rinnovo delle strutture ricettive richiede investimenti significativi in termini di capitale, tempo e risorse. Inoltre, è necessario stabilire una solida reputazione nel mercato per attrarre clienti e garantire la qualità dei servizi.
- **(-) Potere Clientela B2B.** La clientela B2B ha un **elevato potere di negoziazione**. Questi clienti possono rappresentare una fonte di ricavi significativa per le strutture ricettive e, spesso, hanno la possibilità di influenzare le condizioni contrattuali, le tariffe e la disponibilità delle camere. La concorrenza tra le strutture per attrarre clienti B2B può essere intensa, in quanto queste aziende tendono a cercare pacchetti più vantaggiosi e offerte competitive, che mettono pressione sui margini di profitto. D'altra parte, il costo unitario di gestione è più basso, e il cliente Business soddisfatto può diventare un cliente Consumer ricorrente.
- **(-) Potere Clientela B2C.** D'altra parte, i clienti B2C hanno un potere di negoziazione più basso rispetto al canale B2B. Sebbene le recensioni online e la reputazione possano influenzare la scelta del cliente, il mercato consumer tende ad essere più sensibile ai prezzi e meno influente nelle decisioni strategiche delle aziende rispetto ai clienti B2B. Tuttavia, l'evoluzione delle preferenze e delle aspettative dei clienti, in particolare attraverso piattaforme di prenotazione online e i social media, sta portando anche i **clienti B2C a un potere di influenza crescente**, sebbene ancora inferiore rispetto ai clienti B2B.
- **(+) Potere dei Fornitori.** Il settore dell'ospitalità, soprattutto per quanto riguarda le soluzioni tecnologiche e i fornitori di servizi per hotel e strutture ricettive, è caratterizzato da una certa abbondanza di opzioni. Tuttavia, non tutti i fornitori sono in grado di offrire la stessa qualità o specializzazione richiesta dalle aziende di ospitalità moderne. Questo porta i fornitori ad avere un **potere meno forte**.
- **(-) Minaccia di Servizi Sostitutivi.** La minaccia di servizi sostitutivi nel settore dell'ospitalità è considerata **medio-alta**, in particolare con l'emergere di piattaforme e altre forme di alloggi alternativi. Queste piattaforme offrono ai consumatori opzioni più economiche e più personalizzate, spesso a spese delle tradizionali strutture alberghiere. Le strutture ricettive devono quindi innovare costantemente per rimanere competitive, offrendo servizi unici o esperienze che non possono essere facilmente replicate dalle piattaforme di alloggio alternativo. Peraltro, nei centri di provincia l'offerta sostitutiva del tipo B&B di livello è meno sistematica, e può rendere più complessa la fruizione di quanto di meglio offre il territorio.

Xenia Hotellerie Solution – Competitive Forces



Source: Websim Corporate

² Le forze di Porter sono un modello sviluppato da Michael Porter per analizzare la competitività di un settore. Michael E. Porter è un economista e professore della Harvard Business School, riconosciuto come uno dei massimi esperti di strategia aziendale e competitività.

Combinando tutti questi fattori, il rischio complessivo nel settore dell'ospitalità risulta essere **medio-alto**. Le imprese nel settore devono affrontare una competizione intensa, sia da parte di attori consolidati che da nuove forme di alloggio. La gestione dei costi operativi, l'innovazione nei servizi e la capacità di adattarsi rapidamente alle nuove esigenze del mercato sono fondamentali per mitigare questo rischio. E' ragionevole d'altronde considerare una attenuazione di questo rischio per il modello di business che Xenia ha presentato con il suo nuovo Piano.

Peers: il modello unico di Xenia

Xenia si distingue per un modello operativo **estremamente diversificato**, rendendo complessa l'individuazione di *peers* di mercato direttamente paragonabili.

Tuttavia, è possibile identificare degli **operatori di mercato specifici per le linee di business della Società**, attribuendo loro un peso proporzionale ai ricavi previsti dal piano industriale. A tal proposito, abbiamo condotto la nostra ricerca verso player importanti quotati all'interno del **mercato dell'hotellerie (sx)**, allargando il nostro orizzonte anche verso diversi **Tour Operators (dx)** di fama mondiale.

Xenia Hotellerie Solution – Competitive Landscape



Source: Websim Corporate

All'interno del contesto competitivo, ci teniamo a segnalare alcuni peers più paragonabili di altri. All'interno del contesto degli hotel, la società **Marriot e Hilton** che utilizzano lo stesso modello *asset-light* di Xenia. Invece tra i *tour operators* segnaliamo AirBnB³ e Booking, tra i più famosi nel mondo dell'*hospitality*.

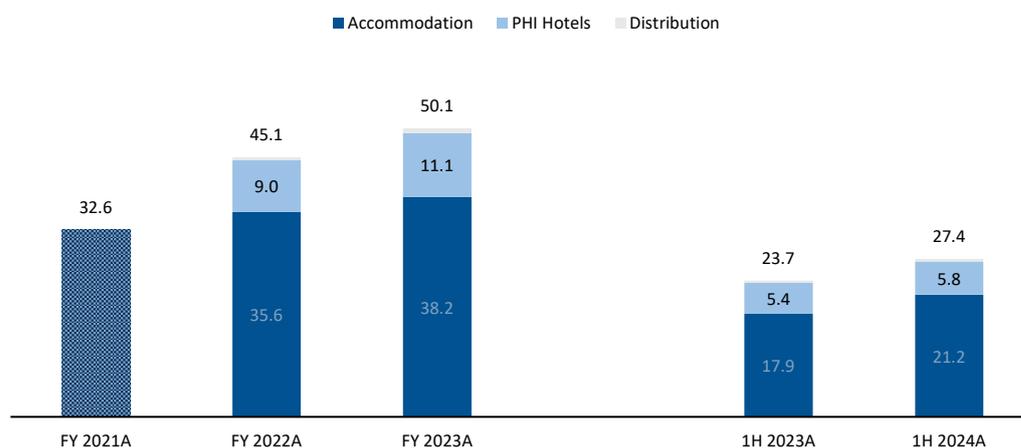
³ AirBnB si concentra sulla fascia bassa dell'*hospitality* (<3*), mentre Xenia offre delle strutture verso un ambiente più *luxury* (>4*). Di conseguenza, anche se abbiamo inserito la Società tra i peer principali, il modello di business e strutture *exclusive* di Xenia non sono direttamente paragonabili al modello offerto da Airbnb.

Dati Finanziari

Passati: un triennio 2021-2023 di crescita

Negli ultimi anni, Xenia ha registrato una crescita costante a livello di gruppo, con ricavi in aumento da **32.6 milioni di euro nel 2021** a **50.1 milioni di euro nel 2023**, corrispondenti ad un CAGR del 24%. Questo andamento positivo è stato sostenuto non solo dall'espansione delle singole linee di business nel triennio, ma anche da un **contesto macroeconomico favorevole**: la ripresa post-pandemia ha avuto un impatto significativo sulla riapertura del turismo che ha dato nuovo slancio al settore dell'*hospitality*.

Xenia – 2021-2023 & 1H23-1H24 Revenues (€ mn)



Source: Websim Corporate on Company data

Dal punto di vista assoluto, la crescita del triennio è principalmente attribuibile al **segmento dell'Accommodation**, (e più specificamente al Crew Accommodation), che passa da **35.6 milioni di euro nel 2022** a **38.2 milioni di euro nel 2023**, una crescita pari al +7.3%. Segnaliamo però che la crescita più promettente si trova nella divisione dei Phi Hotels che si attesta a +23.6% tra il 2022 ed il 2023.

Xenia – 2021-2023 & 1H23-1H24 Condensed Income Statement (€ mn)

Fiscal Year	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/06/2023	31/06/2024
€ mn	FY 2021A	FY 2022A	FY 2023A	1H 2023A	1H 2024A
Accommodation	27.3	35.6	38.2	17.9	21.2
Phi Hotels	5.0	9.0	11.1	5.4	5.8
Distribution	0.3	0.5	0.8	0.3	0.4
Revenues	32.6	45.1	50.1	23.7	27.4
YoY Growth (%)	28.3%	38.4%	11.1%	13.3%	15.9%
Other Revenues	0.6	0.3	0.2	0.2	0.0
Total Revenues	33.2	45.4	50.3	23.8	27.5
Services	(27.4)	(35.7)	(38.3)	(18.2)	(22.0)
Personnel	(3.6)	(4.2)	(5.4)	(2.7)	(3.3)
Other OpEX	(1.0)	(1.6)	(1.9)	(0.9)	(1.0)
EBITDA	1.1	3.9	4.7	2.1	1.2
EBITDA Margin (%)	3.5%	8.7%	9.3%	8.7%	4.3%
D&A and Provisions	(1.1)	(2.3)	(2.1)	(1.0)	(1.0)
EBIT	0.0	1.7	2.6	1.1	0.2
Financials	(0.3)	(0.5)	(0.4)	(0.2)	0.2
EBT	(0.3)	1.2	2.2	0.9	0.4
Taxes	0.0	(0.4)	(0.7)	(0.3)	(0.2)
Group Net Income	(0.3)	0.8	1.5	0.6	0.2

Source: Websim Corporate on Company data

Nel primo semestre del 2024, i ricavi hanno raggiunto i **27.4 milioni di euro**, segnando un incremento rispetto ai **23.7 milioni di euro** dello stesso periodo del 2023. Particolarmente rilevante è la crescita della **linea di business dei Phi Hotels**, che ha registrato un aumento del 6.4%, passando da **5.4 milioni di euro** nella prima metà del 2023 a **5.8 milioni di euro nella prima metà del 2024**, un risultato ottenuto anche grazie all'acquisizione delle nuove strutture durante il 2024.

Per quanto riguarda la marginalità, nel corso del 2023, la Società è riuscita a **migliorare** la redditività delle proprie operazioni, dimostrato da un EBITDA che passa da **1.1 milioni di euro (3.5% EBITDA margin) nel 2021 a 4.7 milioni di euro (9.3% EBITDA margin) nel 2023**. Il netto miglioramento nel triennio è principalmente attribuibile a (i) crescita in tutte le *LoB* e (ii) una migliore gestione dei costi operativi, soprattutto sulla linea dei servizi (che include principalmente i costi delle camere poste a disposizione per gli equipaggi, e le spese di consulenza), che in termini di incidenza sul fatturato passa da **84.2% nel 2021 a 76.5% nel 2023**. Inoltre, ricordiamo che il 2023 rappresenta un anno di consolidamento per la Società, che non ha registrato nessun inserimento nel portafoglio degli hotel, e che quindi ha registrato una marginalità in crescita.

Dal punto di vista semestrale, i primi 6 mesi del 2024 hanno riportato un **EBITDA di 1.2 milioni di euro**, in calo del 42.4% rispetto al valore registrato nei primi 6 mesi del 2023. Nonostante la crescita nelle singole *LoB*, l'incidenza dei costi operativi è **umentata significativamente** da 76.9% nei primi 6 mesi del 2023 a 80.3% nei primi 6 mesi del 2024. Ciò è attribuibile a (i) l'incremento dei **maggiori costi di acquisizione di camere per il servizio di Crew Accomodation** (ca. +3.2 milioni di euro), che nasce dalle esigenze degli hotel di recuperare i ricavi persi grazie alla pandemia, (ii) l'acquisizione di tre nuove strutture collocate durante i primi 6 mesi del 2024, che non hanno potuto contribuire in modo pieno ai risultati 2024 e che quindi hanno sofferto del fenomeno di *phasing*⁴, e (iii) **le consulenze** inserite dopo la quotazione sul mercato Euronext Growth Milan.

Xenia – 2021-2023 & 1H23-1H24 Condensed Balance Sheet (€ mn)

Fiscal Year	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/06/2023	31/06/2024
€ mn	FY 2021A	FY 2022A	FY 2023A	1H 2023A	1H 2024A
Intangible Assets	1.4	1.5	1.4	1.4	2.1
Tangible Assets	20.2	19.9	17.0	19.0	22.9
Financial Assets	0.6	0.3	0.2	0.2	0.2
Fixed Assets	22.2	21.7	18.6	20.7	25.2
Inventory	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
Trade Receivables	8.7	9.3	10.9	9.0	11.8
Trade Payables	(13.9)	(16.8)	(16.3)	(16.2)	(17.7)
Operating Working Capital	(5.1)	(7.4)	(5.4)	(7.1)	(5.7)
Other current assets (liabilities)	0.4	2.1	1.9	1.8	(0.3)
Net Working Capital	(4.7)	(5.3)	(3.4)	(5.3)	(6.0)
<i>On LTM Sales (%)</i>	<i>-14.4%</i>	<i>-11.8%</i>	<i>-6.8%</i>	<i>na</i>	<i>-11.2%</i>
Non-current assets (liabilities)	(1.7)	(1.6)	(1.5)	(1.5)	(1.5)
Net Invested Capital	15.7	14.8	13.7	13.9	17.6
ST Debt	(2.7)	(3.5)	(3.4)	(3.7)	(4.8)
LT Debt	(17.2)	(15.3)	(11.5)	(13.9)	(20.0)
Cash & Cash Equivalents	5.8	6.9	6.9	6.9	12.9
Net Cash (Debt)	(14.1)	(12.0)	(8.1)	(10.7)	(11.9)
Net Equity	1.6	2.8	5.6	3.2	5.7
Total Sources	15.7	14.8	13.7	13.9	17.6

Source: Websim Corporate on Company data

La gestione finanziaria di Xenia registra una tendenza di calo nel debito netto che passa **da -14.1 milioni di euro nel 2021 a -11.9 milioni di euro nel 2023**⁵, e quindi una leva finanziaria che rispetto all'EBITDA diminuisce passando da 12.5x nel 2021 e 1.7x nel 2023. L'incremento registrato nella prima metà del 2024

⁴ Il *phasing* occorre quando un investimento viene contabilizzato a bilancio dalla Società nel breve termine, ma che darà i propri frutti nel lungo termine. Nel caso dei nuovi inserimenti, la Società ha registrato i costi dei nuovi hotel nella prima metà del 2024, ma registrerà i ricavi associati ad essi a partire dalla seconda metà del 2024 e dall'inizio dell'esercizio 2025.

⁵ Segno negativo (-) indica una posizione di debito

è attribuibile all’inserimento dei tre nuovi hotel che hanno portato ad un aumento delle quote dei debiti IFRS16 e *Rent to Buy*.

Secondo la normativa IFRS 16, non esiste più una distinzione tra leasing operativi e leasing finanziari, e tutti i contratti di leasing ora impattano il bilancio, registrandosi come **fixed assets** e come **debiti finanziari**. A livello di conto economico, questi contratti generano **ammortamento** per l’asset e **interessi** sul debito. Per offrire un quadro completo, il **debito netto**, al netto degli effetti IFRS 16, passa da **-0.7 milioni di euro nel 2023 a -4.9 milioni di euro nella prima metà del 2024**.⁶

Xenia – 2021-2023 & 1H23-1H24 Condensed Cash Flow Statement (€ mn)

Fiscal Year	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/06/2023	31/06/2024
€ mn	FY 2021A	FY 2022A	FY 2023A	1H 2023A	1H 2024A
Net Income	(0.3)	0.9	1.4	0.6	0.2
Taxes	-	-	0.5	0.3	0.2
Financial Charges (Income)	0.3	0.4	0.4	0.2	(0.2)
Provisions	(0.2)	0.1	0.1	0.0	0.0
D&A	(0.2)	1.7	1.9	0.9	1.0
Change in Net Working Capital	2.9	0.6	(2.0)	(0.1)	2.5
Interest received (paid)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.2)	0.2
Taxes Paid	-	-	(0.6)	(0.3)	(0.0)
Operating Cash Flow	2.2	3.3	1.4	1.6	3.9
CapEx	(4.6)	(1.3)	(0.0)	(0.1)	(7.6)
Divestments (Acquisitions) & IFRS16 Impact	(0.4)	0.2	(0.1)	0.0	0.0
Free Cash Flow	(2.9)	2.1	1.3	1.5	(3.7)
Dividends	-	-	-	-	-
Capital Increases	0.7	0.4	1.3	-	-
Buy-back	-	-	-	(0.2)	(0.1)
Other items	-	(0.4)	1.3	-	(0.1)
Cash Flow	(2.2)	2.1	3.9	1.3	(3.8)
NFP at beginning of the period	(11.9)	(14.1)	(12.0)	(12.0)	(8.1)
Cash Flow of the period	(2.2)	2.1	3.9	1.3	(3.8)
Ending NFP	(14.1)	(12.0)	(8.1)	(10.7)	(11.9)

Source: Websim Corporate on Company data

Oltre alla gestione finanziaria, segnaliamo anche la tendenza positiva dei flussi di cassa registrati nel triennio che passa da **-2.2 milioni di euro nel 2021 a 3.9 milioni di euro nel 2023**. Il risultato è stato ottenuto grazie ad una bottom line crescente e ad agli aumenti di capitale.

Ultimi Risultati: ricavi in crescita per ogni trimestre

Il 22 gennaio, la Società ha comunicato i **dati preconsuntivi per il quarto trimestre del 2024**, offrendo al mercato ricavi ed alcuni KPI di monitoraggio per ciascuna LoB, e l’EBITDA di gruppo registrato a fine esercizio. Stando all’ultimo comunicato, ogni trimestre del 2024 registra una **crescita marcata** rispetto ai trimestri del 2023. Nel dettaglio:

- **Accommodation.** Ricavi cresciuti in **tutti i trimestri** (Q1-24 +11.4% YoY, Q2-24 +23.7% YoY, Q3-24 +11.2%, Q4-24 +2.9%), portando ad un valore totale di **42.8 milioni di euro nel 2024**, rispetto ai **38.2 milioni di euro** registrati nel 2023 (+12.0% YoY). Da un punto di vista della clientela, il 2024 chiude con 42 clienti (10 a fine 2023), e 10 *trade shows* nel 2024, rispetto ai 7 registrati nel 2023
- **Phi Hotels.** Il 2024 è stato un anno importante per il portafoglio dei *Phi Hotels*, in quanto sono entrati **4 nuove strutture nel portafoglio**, ovvero un aumento di camere che passa da ca. 330 a fine 2023 a 570 a

⁶ Inoltre, la Società riporta anche l’EBITDAaL, ovvero l’EBITDA dopo l’inclusione dell’effetto dei contratti di leasing. Il fine della metrica è quello di visualizzare la metrica originale al netto degli effetti di debito. Di conseguenza, il valore passa da **2.7 milioni di euro nel 2022 a 3.4 milioni di euro nel 2023**. Con l’IFRS 16, l’EBITDA di Xenia aumenta perché gli affitti non vengono più considerati un costo operativo. Di conseguenza, anche l’Enterprise Value (EV) appare più alto, essendo calcolato come multiplo dell’EBITDA. Tuttavia, l’Equity Value non cambia, poiché a fronte di un EBITDA più elevato si registra un aumento della passività finanziaria.

fine 2024. Dal punto di vista dei ricavi, tutti i trimestri hanno evidenziato una crescita significativa (Q1-24 +13.6% YoY, Q2-24 +3.1% YoY, Q3-24 +25.8% YoY, Q4-24 +40.9% YoY). A sfondo di tutto ciò, Xenia riporta un indice di qualità che rimane stabile intorno ad un range di 8.6-8.7 nel biennio considerato.

- **Distribution.** Anche questa linea di business, seppur marginale, ha registrato **crescita in tutti i trimestri** (Q1-24 +0.0% YoY, Q2-24 +25.0% YoY, Q3-24 +15.8% YoY, Q4-24 -12.9% YoY). Gli ultimi dati evidenziano anche un incremento nel numero di transazioni sulla piattaforma XeniatoBook rispetto al 2023 (+27.2% YoY), con un valore di transazione medio che rimane stabile intorno ai 200 euro.

Xenia – Q12024-Q42024 Revenues & EBITDA (€ mn)

Fiscal Year	31/03/2024	31/06/2024	31/06/2024	31/09/24	31/09/2024	31/12/2024	31/12/2024	31/12/2024
€ mn	Q1 2024A	Q2 2024A	1H 2024A	Q3 2024A	9M 2024A	Q4 2024A	2H 2024A	FY 2024A
Accommodation	9.8	11.5	21.3	10.9	32.2	10.6	21.5	42.8
Phi Hotels	2.5	3.3	5.8	3.9	9.7	3.7	7.6	13.4
Distribution	0.1	0.3	0.4	0.2	0.6	0.4	0.7	1.0
Total Revenues	12.4	15.1	27.5	15.0	42.5	14.7	29.8	57.2
<i>YoY Growth</i>	<i>11.7%</i>	<i>18.5%</i>	<i>15.3%</i>	<i>14.7%</i>	<i>15.1%</i>	<i>10.7%</i>	<i>13.0%</i>	<i>14.1%</i>
EBITDA	0.5	0.7	1.2	0.7	1.9	0.6	1.3	2.5
<i>YoY Growth</i>	<i>-16.7%</i>	<i>-53.1%</i>	<i>-42.4%</i>	<i>-12.5%</i>	<i>-34.0%</i>	<i>-67.4%</i>	<i>-50.8%</i>	<i>-47.1%</i>

Source: Websim Corporate on Company data

A livello di gruppo, i ricavi del 2024 hanno mostrato una crescita positiva in tutti i trimestri (Q1-24: +11.7% YoY, Q2-24: +18.5% YoY, Q3-24: 14.7% YoY, Q4-24: 10.7% YoY). A livello semestrale, nel primo semestre 2024, i ricavi si attestano a **27.5 milioni di euro**, con una crescita del **+15.3% su base annua (YoY)**, mentre nel secondo semestre 2024 raggiungono **29.8 milioni di euro**, in aumento del **+13.0% YoY**, portando il totale per l'intero anno fiscale 2024 a **57.2 milioni di euro**, con un incremento complessivo del **+14.1% YoY** rispetto al 2023. La crescita a livello di gruppo è principalmente attribuibile all'aumento dei clienti nella linea di business di *accommodation* e anche le acquisizioni delle nuove strutture inserite all'interno dei *Phi Hotels*.

Segnaliamo che la marginalità è stata limata principalmente dall'innalzamento dei costi per le camere di *accommodation* ed i costi associati all'inserimento dei nuovi hotel (riprendiamo il concetto di *phasing* precedentemente espresso). L'EBITDA ha subito un calo in ogni trimestre ed ha chiuso l'anno a **2.5 milioni di euro**, in flessione del **-47.1% YoY**.

Inoltre, segnaliamo che il debito netto si attesta a ca. **-14 milioni di euro**, un livello di debito che per via delle operazioni di M&A torna ad essere confrontabile con i livelli registrati nel 2022.

Piano Industriale 2025-2028

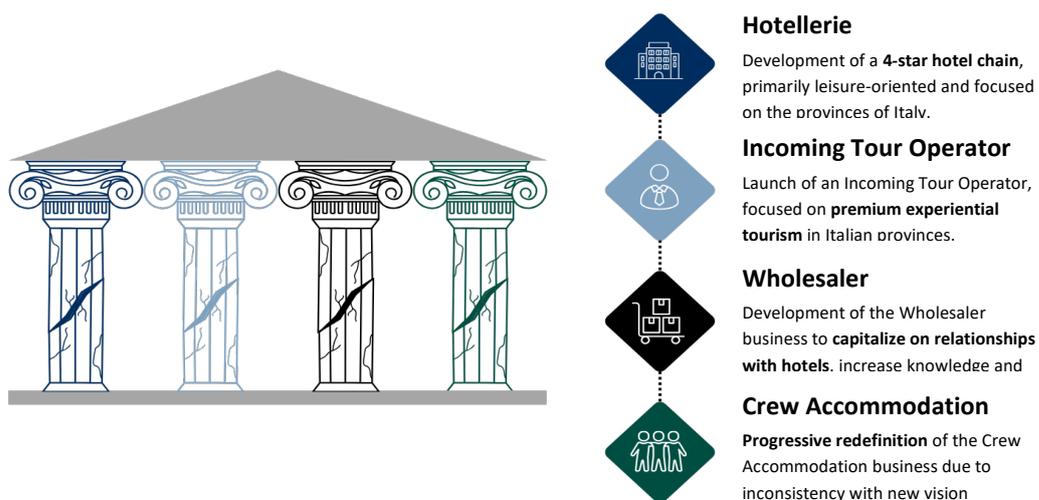
Dal 2020, anno di inizio della pandemia, la Società ha osservato significativi cambiamenti nelle dinamiche del settore. A partire dal 2022, con la ripresa economica e la forte crescita del settore *hospitality* e del turismo in generale, Xenia ottiene la conferma delle proprie previsioni e identificato alcuni trend chiave che stanno plasmando il futuro delle varie linee di business. Alla luce di queste dinamiche emergenti, il 22 gennaio, la Società decide di presentare un **piano industriale 2025-2028**, programma di medio termine volto a cogliere, ricercare e creare nuove opportunità.

La **visione** della Società è quella di “Essere il punto di riferimento del turismo nelle province del centro-nord Italia, offrendo un’ospitalità *premium*, esperienziale ed integrata, che combina soggiorni di qualità e attività alla scoperta delle bellezze e delle tradizioni locali.”

I driver principali di questo piano includono (i) un **mercato del turismo che torna ai livelli pre-covid**, con uno spostamento del mix sul turismo internazionale, (ii) un **focus sulle province italiane**, attrattive per un turismo più selettivo ed esperienziale, (iii) un **overtourism nelle grandi mete turistiche** che permette afflussi nelle province intorno, facilitando l’esperienza di viaggio. A sfondo di ciò, troviamo un **hotellerie** in evoluzione, soprattutto al livello di strutture a 4 e 5 stelle.

In sintesi, la Società prevede (i) **una crescita per linee esterne tramite lo sviluppo della catena alberghiera *Phi Hotels*** orientata principalmente al segmento *leisure* e focalizzata sulle province del centro-nord Italia (ii) **il lancio di un *Tour Operator Incoming*** specializzato in un turismo esperienziale premium nelle province italiane, (iii) lo sviluppo del business **Wholesaler** attraverso la capitalizzazione delle relazioni con gli hotel e aumentare la presenza e la conoscenza nelle province italiane, operando sinergicamente con il *Tour Operator Incoming*, (iv) una **progressiva rimodulazione del business *Crew Accommodation*** anche per anticipare le nuove tendenze nel lungo termine, e (v) un **consolidamento della linea di business *distribution***. La Società prevede lo sviluppo del piano con uno sfondo ESG, rispettando gli standard ambientali.

Xenia – Industrial Plan Pillars



Source: Websim Corporate on Industrial Plan

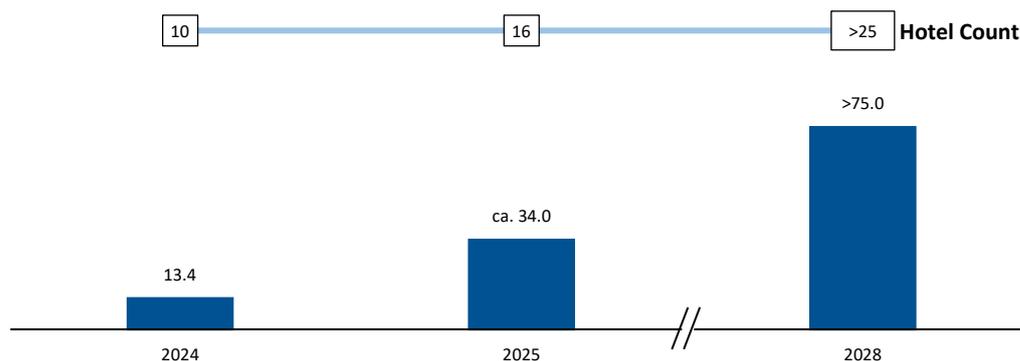
Phi hotels: Espansione attraverso crescita inorganica

Il progetto di sviluppo della divisione Hotellerie prevede la creazione di un **portafoglio di hotel a quattro stelle**, con un focus sulla provincia italiana. L’obiettivo principale è attrarre una **clientela *premium leisure***, sia domestica che internazionale, con un segmento secondario dedicato alla clientela business domestica per **bilanciare la stagionalità turistica** e garantire ricavi costanti durante tutto l’anno.

La presenza sarà distribuita in quattro macroaree chiave: **Nord Est, Nord Ovest, Emilia-Romagna & Marche, e Toscana**. In ciascuna area, l’offerta sarà bilanciata con una combinazione di città d’arte, mare, montagna e lago, in modo da proporre ai clienti un **portafoglio completo e diversificato** di destinazioni di viaggio. Inoltre, la copertura territoriale sarà strategicamente orientata a **intercettare i flussi turistici** provenienti dalle principali mete italiane, come Venezia e Firenze.

L’obiettivo del piano per quanto riguarda questa linea di business è quello di raggiungere un portafoglio che include oltre **25 strutture totali** (quindi oltre 15 strutture aggiuntive rispetto ad oggi), in modo da beneficiare delle sinergie di costo e garantire una copertura adeguata delle regioni. Gli hotel saranno principalmente **4 stelle**, e con un **livello di sostenibilità molto elevato** per garantire ai clienti un servizio di alta qualità, pur rispettando gli standard ambientali.

Xenia – 2024-2028 Phi Hotel Revenues (€ mn) & Portfolio Evolution (#)



Source: Websim Corporate on Industrial Plan

Dal punto di vista numerico, il portafoglio degli hotel è previsto a crescere da **ca. 34 milioni di euro** nel 2025 ad **oltre 75 milioni di euro nel 2028**, registrando un CAGR di 30.2%. Parallelamente, la crescita della linea di business è principalmente attribuibile per linee esterne, con il portafoglio che **prevede 6 nuovi inserimenti nel 2025 ad oltre 25 strutture per il 2028**, ovvero un numero di camere che passa da ca. 900 a fine 2025 fino a ca. 1500 per il 2028.

Tour Operator e Wholesaler: nuovi progetti, nuove opportunità

Il progetto di sviluppo del Tour Operator si concentra sul **turismo Incoming** per clientela Premium, con un'offerta di turismo esperienziale integrata nelle aree geografiche sinergiche alla catena dei Phi Hotels, offrendo pacchetti personalizzati per i turisti. Il piano prevede uno sviluppo del Tour Operator incoming focalizzato sulla provincia italiana.

L'obiettivo primario è quello di rivolgersi a (i) **turisti internazionali Premium** con pacchetti e tour personalizzati, a copertura delle principali città e province del centro-norditaliano, dove Xenia offre il proprio portafoglio ricco dei Phi Hotels, e (ii) **affacciarsi anche al segmento del turismo domestico Premium**.

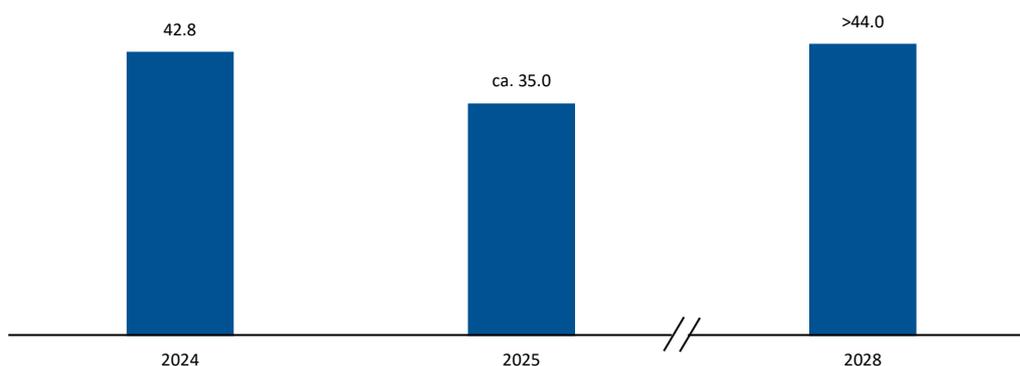
Dal punto di vista di business model, la distribuzione avverrà (i) tramite **canali B2B** per prodotti standard e personalizzati, (ii) il tutto affiancato anche da un **canale B2B2C** attraverso piattaforme di mercato coerenti con la visione di Xenia e (iii) da un canale unicamente **rivolto al B2C** a scopo di vetrina promozionale per promuovere la visibilità della Società.

Il business Wholesaler è previsto a crescere significativamente durante il 2025 grazie a **nuovi accordi con un nuovi partner commerciali** e rafforzamento della struttura per la gestione dei volumi. In altre parole, la Società intende sviluppare la propria beds bank e capitalizzare sulla propria infrastruttura tecnologica.

Crew Accommodation: ridefinizione del segmento

A livello di *Accommodation*, la rimodulazione del *Crew Accommodation* è vista nel biennio 2024-2025 da 42.8 milioni di euro a ca. 35 milioni di euro nel 2025, per poi tornare ai 44 milioni di euro "originali" nel 2028. È prevista una crescita di ca. 30 acquisizioni clienti target all'interno dell'*Accommodation*, ma, ciò nonostante, la previsione di non proseguire con alcuni contratti rilevanti del *Crew Accommodation* porta ad una crescita *low-single digit*.

Xenia – 2024-2028 Accommodation Revenues (€ mn)

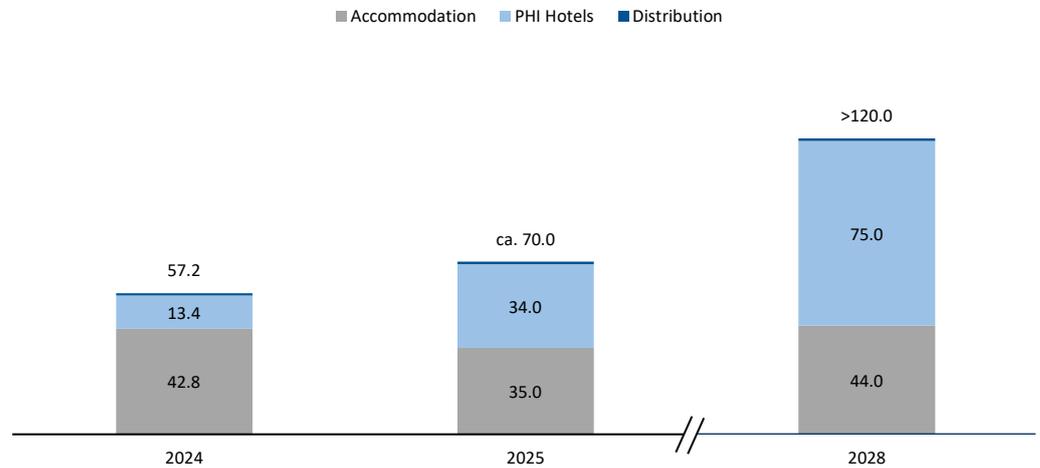


Source: Websim Corporate on Industrial Plan

Gruppo: l'armonia dell'insieme

In sintesi, il piano industriale prevede (i) una priorità nella crescita del **portafoglio degli hotel** (ii) un'importanza crescente per le divisioni di **Incoming e Wholesaler** e (iii) una **graduale rimodulazione** nel segmento del **Crew Accomodation**. Di conseguenza, a livello di gruppo il piano industriale prevede dei ricavi che passano da **57.2 milioni di euro nel 2024** a oltre **120 milioni di euro nel 2028**, ovvero un CAGR 2024-2028 di oltre il 20%.

Xenia – 2024E – 2028E Group Revenue Evolution (€ mn)



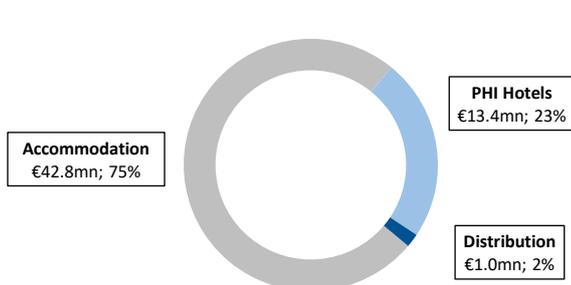
Source: Websim Corporate on Industrial Plan

L'importanza della linea di business degli Hotel è innegabile, registrando uno dei CAGR più alti tra le divisioni a oltre il **30% nel periodo tra il 2024 e 2028**. La crescita esterna tramite le acquisizioni di nuove strutture sul territorio italiano sarà un **punto cardinale nel conseguimento degli obiettivi della Società**. Inoltre, segnaliamo che la linea di business *distribution* è prevista a rimanere costante intorno al milione di euro (attribuibile ai collegamenti alla piattaforma nel range di 1200-1250), rimanendo una voce marginale rispetto al piano industriale, ancorché costituisca uno strategico punto di osservazione sul mercato per Xenia.

Inoltre, il piano industriale cambia sostanzialmente il mix di ricavi percepito dalla Società, non più dipendente sul Crew Accomodation, ma che **vira sull'espansione del proprio portafoglio dei Phi Hotels**. Questo cambio di rotta è dimostrato dal fatto che il peso dei Phi Hotels passa da essere 23% nel 2024 a 63% nel 2028.

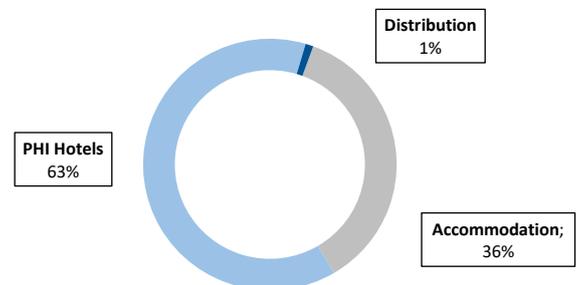
Per quanto riguarda la marginalità, l'EBITDA del 2024 si è attestato a **2.5 milioni di euro**, un margine di 4.3% che è previsto a crescere significativamente da **7%-8% nel 2025** e **10%-12% nel 2028**, registrando un CAGR di oltre il 39% tra il 2025 ed il 2028.

Xenia – 2024 Revenue Breakdown by LoB (%)



Source: Websim Corporate on Industrial Plan

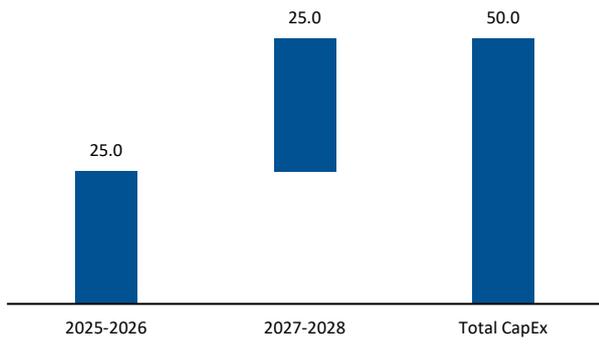
Xenia– 2028 Revenue Breakdown by LoB (%)



Source: Websim Corporate on Industrial Plan

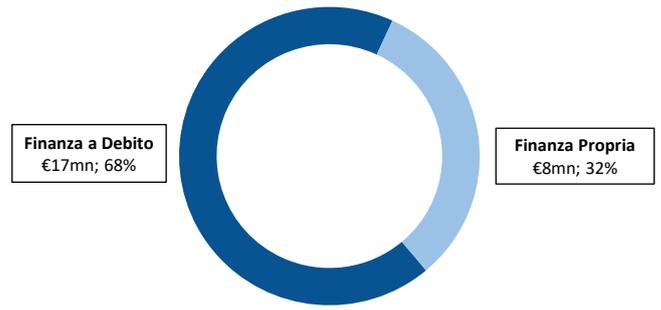
A livello di investimenti, la società prevede di essere **fully funded per i prossimi 24 mesi**, con un mix di finanza propria ed a debito per confermare la crescita inorganica prevista dal piano industriale. Nel biennio 2025-2026, la Società prevede investimenti totali nell'ordine di **ca. 25 milioni di euro**, tra cui 8 milioni di euro di cassa e 17 milioni di euro di debito. Inoltre, la Società si aspetta che il biennio 2027-2028 sarà simile in termini di investimenti.

Xenia – 2025-2026 & 2027-2028 CapEx (€ mn)



Source: Websim Corporate on Industrial Plan

Xenia – 2025-2026 Investment Breakdown (%)



Source: Websim Corporate on Industrial Plan

Stime 2024-2028

Per quanto riguarda le nostre stime, ci allineiamo alle ipotesi condivise dal piano industriale di Xenia, ma riteniamo che il **track record di acquisizioni** dimostrato nel 2024 e agli inizi del 2025 ci porti a posizionarci nella **fascia alta della guidance** proposta dal management per quanto riguarda la **top-line**. Le nostre stime per i ricavi presentano un **CAGR 2024-2028 di 24.9%**, passando dai **57.2 milioni di euro registrati nel 2024** ai **129.2 milioni di euro stimati per il 2028**.

Xenia – 2024E-2028E Condensed Income Statement (€ mn)

	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027	31/12/2028
€ mn	FY 2024E	FY 2025E	FY 2026E	FY 2027E	FY 2028E
Accommodation	42.8	34.5	52.2	53.3	56.5
Hotel LoB Revenues	13.4	36.7	45.9	62.8	71.8
GDS Distribution LoB Revenues	1.0	0.8	0.8	0.9	0.9
Revenues	57.2	72.0	99.0	116.9	129.2
<i>YoY Growth (%)</i>	<i>14.1%</i>	<i>25.9%</i>	<i>37.5%</i>	<i>18.2%</i>	<i>10.5%</i>
Services	(46.0)	(57.2)	(77.7)	(91.2)	(98.9)
Personnel	(6.6)	(8.4)	(11.6)	(14.0)	(14.6)
Other OpEX	(2.1)	(1.9)	(2.6)	(3.0)	(3.4)
EBITDA	2.5	4.5	7.1	8.7	12.4
<i>EBITDA Margin (%)</i>	<i>4.3%</i>	<i>6.2%</i>	<i>7.2%</i>	<i>7.4%</i>	<i>9.6%</i>
D&A and Provisions	(1.9)	(2.8)	(4.3)	(5.2)	(7.5)
EBIT	0.6	1.7	2.8	3.5	4.9
Financials	(0.6)	(1.0)	(1.8)	(1.9)	(3.0)
EBT	(0.0)	0.7	1.0	1.6	1.9
Taxes	0.0	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.5)
Group Net Income	(0.0)	0.5	0.8	1.2	1.4

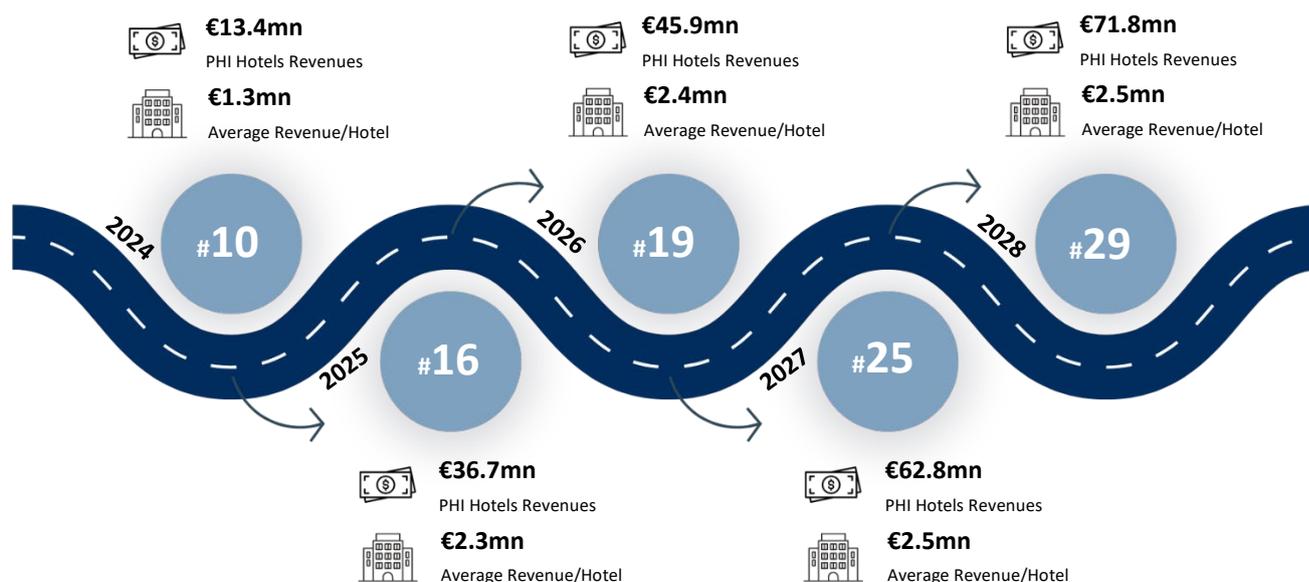
Source: Websim Corporate estimates

La crescita della top-line sarà principalmente attribuibile alla **linea di business degli hotel**, il fulcro della visione strategica della Società per i prossimi quattro anni, numericamente tradotta in dei ricavi che crescono ad un **CAGR del 52.2%**, e passano dai **13.4 milioni di euro** registrati nel 2024 a **71.8 milioni di euro** previsti per il 2028.

Ricordiamo che ad oggi, il portafoglio degli hotel include undici strutture, tutte all'interno della denominazione dei Phi Hotels. Seguendo il piano, tra le nostre ipotesi di crescita includiamo **una crescita media di ca. cinque strutture all'anno**. Durante il periodo 2025-2028, ci allineiamo alla tendenza presentata dal piano industriale di un portafoglio che cresce da 11 strutture ad oggi ad oltre 25 strutture a fine 2028. Più specificamente:

- **2025.** L'inserimento recente del Pajao Resort di Nembro-Bergamo segna l'inizio del periodo di acquisizioni per l'anno corrente. Ci aspettiamo che oltre alla continua crescita del portafoglio originale dei Phi Hotels, prevediamo l'inserimento di 6 strutture nell'anno (5 considerando l'aggiunta più recente del Pajao Resort), il che porterà ad un totale di ca. 900 camere. Ci aspettiamo dei ricavi di 36.7 milioni di euro per il 2025 (+173.9% YoY), ed un portafoglio di 16 strutture a fine 2025.
- **2026.** Oltre alla crescita delle strutture esistenti e acquisite nell'anno precedente, stimiamo per il secondo anno di piano l'aggiunta di 3 strutture aggiuntive, in linea con quanto previsto con il nostro piano stimato di CapEx. Nel totale, stimiamo una top-line di 45.9 milioni di euro (+25.2 YoY) ed un portafoglio di 19 strutture per il 2026.
- **2027.** In aggiunta alla continua crescita dei segmenti precedentemente anticipati, prevediamo l'aggiunta di 6 nuove strutture e quindi nel totale, stimiamo 62.8 milioni di euro di ricavi (+36.8%) e un portafoglio di 25 strutture per il 2027.
- **2028.** L'ultimo anno del piano rappresenta il nostro arrivo alle nostre ipotizzate 29 strutture, 4 inserimenti in più rispetto al 2027. Di conseguenza, ci aspettiamo dei ricavi di 81.8 milioni di euro per il 2028 (+30.4 YoY), con un arrivo ad un totale di ca. 1500 Camere, in linea con il piano presentato.

Xenia – Hotel Revenues and Structures Evolution



Source: Websim Corporate estimates

Per quanto riguarda la linea di business degli hotel sia il **fulcro del piano**, secondo le nostre stime il segmento di *accommodation* continua, comunque, ad avere un peso rilevante ma attraverso la **divisione dell'Incoming e la crescita del Wholesaler**. L'inserimento delle nuove divisioni trasforma il mix della linea di business significativamente, non più dipendente dal *Crew Accomodation*, e simile alle ipotesi delineato nel piano di Xenia.

- **Wholesaler, CAGR 2024-2028: +69.8%**. Il business dell'*wholesaler* rappresenta una divisione promettente per la Società, principalmente attribuibile ad accordi che si formeranno con nuovi partner durante i primi passi del piano.
- **Tour Operator, CAGR 2025-2028: +54.0%**. Secondo le nostre ipotesi, le acquisizioni previste durante i prossimi anni di Xenia includeranno l'inserimento di vari operatori locali affiancati ad un Tour Operator generalista, in grado di gestire l'offerta italiana.
- **Crew Accommodation, CAGR 2024-2028: -27.1%**. La rimodulazione della divisione del *Crew Accomodation* rappresenta il cambio di rotta di Xenia, che mira a segmenti che offrono opportunità di crescita più rilevanti e marginalità più alte.
- **Distribution, CAGR 2024-2028: +2.0%**: Una crescita che consolida la linea di business, lavorando sulla piattaforma innovativa XeniatoBook.

Per quanto riguarda i costi, le linee più importanti riguardano (i) i **servizi**, una voce strettamente collegata all'acquisizione degli hotel in quanto stimiamo che aumenti le utenze e manutenzione delle singole camere il cui numero incrementerà sostanzialmente, e (ii) il **personale** dove ci aspettiamo un aumento graduale data l'importanza della voce all'interno del settore dell'ospitalità, oltre all'aumento delle strutture in portafoglio. Ciò ci porta ad una marginalità in netto aumento, che passa da **2.5 milioni di euro nel 2024 (4.3% EBITDA margin) a 12.4 milioni di euro stimati per il 2028 (9.6% EBITDA margin)**, registrando un CAGR di 49.6%. Segnaliamo che la nostra ipotesi di crescita per il 2028 ci posiziona dal lato conservativo della *guidance*, prevista tra il 10%-12%.

Xenia – 2024E-2028E Condensed Balance Sheet (€ mn)

	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027	31/12/2028
€ mn	FY 2024A	FY 2025E	FY 2026E	FY 2027E	FY 2028E
Intangible Assets	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
Tangible Assets	23.6	36.4	40.7	58.7	59.7
Financial Assets	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Fixed Assets	25.2	38.1	42.3	60.4	61.4
Inventory	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
Trade Receivables	12.4	15.7	21.5	25.4	28.1
Trade Payables	(18.6)	(23.5)	(32.2)	(38.1)	(42.1)
Operating Working Capital	(6.1)	(7.7)	(10.6)	(12.5)	(13.8)
Other current assets (Liabilities)	2.2	2.8	3.8	4.5	5.0
Net Working Capital	(3.9)	(4.9)	(6.8)	(8.0)	(8.9)
Non-current assets (liabilities)	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(1.5)
Net Invested Capital	19.8	31.6	34.0	50.8	51.0
Net Cash (Debt)	(14.2)	(25.4)	(27.1)	(42.7)	(41.4)
Net Equity	5.6	6.1	6.9	8.1	9.6
Total Sources	19.8	31.6	34.0	50.8	51.0

Source: Websim Corporate estimates

L'evoluzione dello stato patrimoniale evidenzia due concetti principali. Nel dettaglio:

- **L'aumento delle immobilizzazioni materiali.** L'aumento delle immobilizzazioni materiali è dato dal piano CapEX molto importante e centrale al piano di Xenia, e quindi una metrica che passa 23.6 milioni di euro nel 2024 a 59.7 milioni di euro nel 2028.
- **Debito netto in aumento, ma una leva finanziaria che diminuisce.** L'evoluzione del debito netto è riconducibile anche quello al piano CapEX, ovvero un valore che stiamo passi da -14.2 milioni di euro nel 2024 a -40.0 milioni di euro nel 2028 (con una leva che migliora da 5.7x a 3.0x). Durante la presentazione del piano, la Società ha delineato che per il biennio 2025-2026 il piano degli investimenti sarà sostenuto da varie linee di finanziamento già in trattativa.

Xenia – 2024E-2028E Condensed Cash Flow Statement

	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027	31/12/2028
€ mn	FY 2024A	FY 2025E	FY 2026E	FY 2027E	FY 2028E
Net Income	(0.0)	0.5	0.8	1.2	1.4
Taxes	(0.0)	0.2	0.3	0.4	0.5
Financial Charges (Income)	0.6	1.0	1.8	1.9	3.0
Provisions	-	-	-	-	-
D&A	1.9	2.8	4.3	5.2	7.5
Change in Net Working Capital	0.5	1.0	1.8	1.2	0.8
Interest received (paid)	(0.6)	(1.0)	(1.8)	(1.9)	(3.0)
Taxes Paid	0.0	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.5)
Operating Cash Flow	2.4	4.3	6.9	7.6	9.8
CapEx	(8.5)	(15.6)	(8.6)	(23.2)	(8.5)
Free Cash Flow	(6.1)	(11.3)	(1.7)	(15.6)	1.3
NFP at beginning of the period	(8.1)	(14.2)	(25.4)	(27.1)	(42.7)
Cash Flow of the period	(6.1)	(11.3)	(1.7)	(15.6)	1.3
Ending NFP	(14.2)	(25.4)	(27.1)	(42.7)	(41.4)

Source: Websim Corporate estimates

Valutazione

Avviamo la copertura di Xenia Hotellerie Solution con un **fair value per azione a 5.7 euro**, che presenta un *upside* ca. il 140% rispetto al prezzo attuale del titolo. Abbiamo ottenuto questo risultato attraverso vari approcci valutativi tra cui (i) un *Discounted Cashflow Model*, e (ii) l'analisi dei multipli dei *player* più vicini al modello operativo della Società.

Discounted Cash Flow

Nell'applicazione del nostro modello, utilizziamo le nostre stime relative al periodo compreso tra il **2025** ed il **2029**, con un flusso terminale rappresentato dall'anno 2030, l'anno funzionale al calcolo del **terminal value** della società, che, come vedremo, avrà un impatto significativo sulla valutazione dei flussi di cassa futuri.

Xenia – Discounted Cashflow Model

	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027	31/12/2028	31/12/2029	31/12/2030
€ mn	FY 2023A	FY 2024E	FY 2025E	FY 2026E	FY 2027E	FY 2028E	FY 2029E	TV
Revenues	50.1	57.2	72.0	99.0	116.9	129.2	150.7	156.4
<i>YoY Growth (%)</i>	11.1%	14.1%	25.9%	37.5%	18.2%	10.5%	8.2%	3.7%
EBITDA	4.7	2.5	4.5	7.1	8.7	12.4	16.7	17.8
<i>EBITDA Margin (%)</i>	9.3%	4.3%	6.2%	7.2%	7.4%	9.6%	11.1%	11.4%
D&A	(1.9)	(1.9)	(2.8)	(4.3)	(5.2)	(7.5)	(8.3)	(6.8)
EBIT	2.8	0.6	1.7	2.8	3.5	4.9	8.4	11.0
<i>EBIT Margin (%)</i>	5.5%	1.0%	2.4%	2.8%	3.0%	3.8%	5.6%	7.1%
Taxes	(0.7)	0.0	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(1.3)	(2.7)
<i>Tax Rate</i>	-31.2%	-24.5%	-24.5%	-24.5%	-24.5%	-24.5%	-24.5%	-24.5%
NOPAT	2.1	0.6	1.5	2.6	3.1	4.4	7.0	8.3
D&A	1.9	1.9	2.8	4.3	5.2	7.5	8.3	6.8
Δ Net Working Capital	(2.0)	0.5	1.0	1.8	1.2	1.5	1.5	-
Capex	(0.0)	(8.5)	(15.6)	(8.6)	(23.2)	(8.5)	(6.8)	(6.8)
Free Cash Flow	2.0	(5.5)	(10.3)	0.1	(13.7)	4.3	10.1	8.3
<i>Discounting Factor</i>	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	0.6
Discounted FCF	2.0	(5.5)	(10.3)	0.1	(12.5)	3.5	7.6	5.3

Source: Websim Corporate estimates

L'evoluzione del **Free Cash Flow** sarà fortemente influenzata dall'andamento dei **CapEx** previsti nel piano, elemento chiave per Xenia e uno dei principali motori di crescita. I reali benefici emergeranno nella fase finale del piano, quando l'incidenza del **CapEx** diminuirà, permettendo di **raccogliere i frutti della propria strategia industriale**.

Xenia – WACC Evolution

	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027	31/12/2028	31/12/2029	31/12/2030
	FY 2023A	FY 2024E	FY 2025E	FY 2026E	FY 2027E	FY 2028E	FY 2029E	TV
Risk-Free Rate	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Equity Premium	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Beta	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
Equity Weighting	41.0%	28.4%	19.4%	20.3%	16.0%	18.8%	28.6%	60.0%
Cost of Debt	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Corporate Tax Rate	31.2%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%
Debt Weighting	59.0%	71.6%	80.6%	79.7%	50.0%	81.2%	69.8%	40.0%
WACC	7.9%	7.3%	6.6%	6.7%	4.6%	6.6%	7.3%	9.5%

Source: Websim Corporate estimates

Per quanto riguarda gli input per il nostro modello DCF, utilizziamo un *terminal growth rate* di 2.0% ed un WACC che si evolve secondo i seguenti parametri. Nel dettaglio:

- **Risk Free Rate & Equity Premium.** Utilizziamo un *risk-free rate* del 4.0% ed equity premium di 5.5%, seguendo le ipotesi di Intermonte.

- **Beta.** Utilizziamo un beta intorno a 1.5, per rappresentare la ciclicità del mercato di riferimento della Società.
- **Costo del debito.** Utilizziamo un costo del debito pari al 7%, che segue le nostre stime da bilancio, e che prevede un utilizzo prevalente del debito come linea di finanziamento.
- **Rapporto D/E.** Stimiamo un rapporto tra debito e capitale bilanciato per l'anno terminale, 60% *equity* e 40% debito.
- **Tax Rate.** Utilizziamo un tax rate del 24.5%, secondo le metriche italiane.

Il nostro modello ci porta ad un **Enterprise Value pari a 59.4 milioni di euro**, valore che come precedentemente anticipato deriva principalmente dal flusso di cassa terminale. Una volta considerato la posizione di debito di 14.2 milioni di euro del 2024, raggiungiamo una valutazione di **45.2 milioni di euro come Equity Value**.

Xenia – Model to Equity Value (€ mn)

Summary Table	€ mn	
2025-2029 Discounted Cash Flows	(11.6)	
Discounted Terminal Value	71.0	
Enterprise Value	59.4	
NFP	(14.2)	
Minorities & Others	-	
Equity Value (w/o Liquidity Discount & Execution Discount)	45.2	
Liquidity Discount	(9.0)	20%
Fair Equity Value (w/o Execution Discount)	36.2	
Execution Discount	(18.1)	50%
Fair Equity Value	18.1	
NOSH	3.2	
Fair Equity Value per Share	5.6	
<i>Upside (Downside)</i>	142.3%	

Source: Websim Corporate estimates

Al fine di rendere la nostra valutazione realistica, abbiamo deciso di applicare due tipi di *discount* che rispondono a vari rischi ed esigenze diverse che possono emergere sia dal lato di società e di mercato (applicata sia a questo modello che ai multipli di mercato). Nel dettaglio:

- **Liquidity discount.** Come nostra prassi per i titoli dell'EGM che hanno una liquidità meno vivace rispetto agli altri titoli del listino italiano, applichiamo uno sconto del 20% rispetto all'*equity value* derivato dal nostro modello.
- **Execution discount.** Per quanto ci troviamo allineati e crediamo al piano industriale appena presentato agli investitori, riconosciamo che le nostre stime si basano su un piano di acquisizioni ancora da portare a termine. Di conseguenza, abbiamo deciso di applicare uno sconto che impatterà sempre meno sulla nostra valutazione ogni volta che la Società porterà a termine i propri obiettivi annuali: la nostra metrica è un mix tra il track-record affidabile di Xenia (specialmente per il 2024 e inizi del 2025) e un piano ambizioso per i prossimi 4 anni.

Di conseguenza, dopo l'inclusione dei vari *discount*, la nostra analisi attraverso il modello DCF ci porta ad un **fair value per share di 5.6 euro**, che presenta un upside di oltre il 140% rispetto al prezzo di borsa corrente.

Multipli di Mercato

Come precedentemente anticipato nel trattarsi del contesto competitivo, il modello di Xenia è unico nel e quindi la ricerca di *player* paragonabili non è compito facile. Detto ciò, al fine di **simulare il modello di business della Società** più correttamente possibile, abbiamo deciso di riportare società all'interno del **mondo hotellerie e tour operators** (quelle incluse all'interno del *competitive landscape*), ovvero le due linee di business più importanti a Xenia nel conseguimento del proprio piano industriale. Inoltre, segnaliamo la variazione in differenza di mercato di Xenia (ca. 8.6 milioni di euro) rispetto alla media dei *player* selezionati (14.7 miliardi di euro).⁷

Per simulare il modello di Xenia ed applicare modello paragonabile ai multipli di mercato, abbiamo deciso di attribuire un **peso del 70% ai multipli di mercato dei player dell'hotellerie**, ed un **peso del 30% ai vari Tour Operator di mercato**. Per quanto la nostra analisi ci abbiamo portato ad analizzare varie metriche di mercato, riportiamo la più importante e quella centrale alla nostra analisi ovvero l'EV/EBITDA dal 2025 fino al 2028, simulando il periodo del piano industriale.

Xenia – EV/EBITDA Valuation

	Year	2025E	2026E	2027E	2028E
EBITDA		4.5	7.1	8.7	12.4
Benchmark Multiple		12.3x	11.2x	12.0x	9.4x
Enterprise Value		54.9	80.0	104.1	116.5
NFP		(25.4)	(27.1)	(42.7)	(41.4)
Equity Value		29.4	52.9	61.4	75.1
	Weight	40%	30%	20%	10%

Source: Websim Corporate estimates

Per la nostra analisi abbiamo deciso di utilizzare l'EV/EBITDA in quanto riteniamo che sia la metrica centrale al piano industriale e soprattutto quella più paragonabile con peers con capitalizzazioni di mercato nettamente diverse da Xenia. La mediana dell'EV/EBITDA tra il 2024 e il 2028 rientra tra il **9.4x e il 12.3x**, che dopo la sottrazione del debito della Società, ci porta ad un equity value incluso tra i **29.4 milioni di euro e 75.1 milioni di euro**. Applicando dei pesi ai valori presentati⁸ raggiungiamo un equity value di **47.4 milioni di euro**.

Xenia – Equity Value Analysis (€ mn)

Summary Table	€ mn
Equity Value	47.4
Liquidity Discount	(9.5)
Equity Fair Value (w/o Execution Discount)	37.9
Execution Discount	(19.0)
Equity Fair Value	19.0
NOSH	3.2
Fair Value/Share	5.9
<i>Upside (Downside)</i>	154.1%

Source: Websim Corporate estimates

Di conseguenza, attraverso l'applicazione del *liquidity discount* ed *execution discount* precedentemente anticipati, raggiungiamo un fair value di **5.9 euro per azione**.

⁷ Appendix – Competitive Landscape

⁸ Abbiamo deciso di applicare dei pesi decrescenti dal 2025 fino al 2028 per simulare la credibilità del piano, in quanto la Società può offrire maggiore visibilità sulla fine del 2025 rispetto alla fine del 2028.

Valutazione Finale

Una volta concluse le nostre analisi, attribuiamo un peso più significativo al nostro modello DCF in quanto i multipli di mercato non solo presentano società di dimensioni maggiori, ma anche con modelli di business che faticano a replicare il modello di business unico di Xenia. Ciò ci porta ad un target price di **5.7 euro per azione**, presentando un *upside* di oltre ca. 140%.

Xenia – Valuation Summary (€ mn)

€ mn	Equity Value	Liquidity Discount	Execution Discount	NOSH	Value	Weight
DCF	45.2	(9.0)	(18.1)	3.2	5.6	65%
Multiples	47.4	(9.5)	(19.0)	3.2	5.9	35%

Target Price	5.7
<i>Upside (Downside)</i>	146.4%

Source: Websim Corporate estimates

Segnaliamo che, a target, la società scambierebbe ad un EV/EBITDA 25' 26' di **9.8x e 6.4x** ed un P/E 25' 26' di **34.1x e 23.7x**.

Xenia – Target Multiples (€ mn)

Target Multiples	2024	2025	2026	2027	2028
Share Price	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
NOSH	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
Equity Value	18.4	18.4	18.4	18.4	18.4
Net Cash (Debt)	(14.2)	(25.4)	(27.1)	(42.7)	(41.4)
Enterprise Value	32.6	43.8	45.5	61.1	59.8
EV/SALES	0.6x	0.6x	0.5x	0.5x	0.5x
EV/EBITDA	13.1x	9.8x	6.4x	7.1x	4.8x
EV/EBIT	58.9x	25.7x	16.2x	17.6x	12.2x
P/E	nm	34.1x	23.7x	15.4x	12.7x
EV/Capital Employed	1.9x	1.7x	1.4x	1.4x	1.2x
P/CEPS	7.7x	4.3x	2.7x	2.4x	1.9x

Source: Websim Corporate estimates

Conclusioni di Investimento

Avviamo la copertura di Xenia Hotellerie Solution con raccomandazione **BUY e TP a 5.7 euro per azione**. Crediamo che la Società riesca a seguire le linee guida proposte dal piano industriale guidato principalmente da (i) una **crescita per linee esterne** per la divisione dei Phi Hotels, e (ii) un'offerta diversificata attraverso lo sviluppo delle linee di business del **tour operator e wholesaler**. Ci teniamo a puntualizzare inoltre che il nostro *execution discount* impatta significativamente la nostra valutazione in quanto aspettiamo che la Società dimostri il proprio *track-record* di successo. Di conseguenza, segnaliamo che nel caso in cui la Società facesse seguito alle operazioni di M&A proposte, **la nostra valutazione si aggiornerà** di conseguenza, e rifletterà la crescita importante prevista dal piano industriale.

Appendix

SWOT Analysis

Strengths

- **Know-how consolidato.** Esperienza trentennale nella fornitura di servizi alberghieri, specificamente nella progettazione, organizzazione e gestione di servizi ricettivi dedicati a clienti B2B del settore *Accommodation*.
- **Posizione di leadership.** Riconosciuta tra i principali operatori nel mercato B2B dell'*Accommodation* in Italia
- **Management qualificato.** Un gruppo dirigente con significativa esperienza nel settore, capace di guidare la Società verso nuovi traguardi.
- **Posizionamento distintivo.** Un portafoglio diversificato che comprende 11 strutture alberghiere, chiave per mantenere un vantaggio competitivo.
- **Resilienza operativa.** Un'organizzazione strutturata in tre linee di business, capace di garantire continuità e solidità anche in contesti di mercato sfidanti, e di sfruttare opportunità di *cross-selling* per ampliare l'offerta.
- **Alti standard ESG.** Una forte attenzione ai temi ambientali, sociali e di governance, sancita dalla trasformazione in società Benefit e dall'ottenimento della certificazione *B-Corp*

Opportunities

- **Il settore di riferimento in espansione.** Il settore turistico italiano ha recuperato i valori pre-covid e si prevede una crescita stabile ad un CAGR del 3% fino al 2027.
- **L'importanza del turismo nella provincia italiana.** È possibile individuare mete al di fuori delle grandi città turistiche italiane, che vantano dinamiche di crescita differenti ma scalabili: città d'arte, località di mare e di montagna. La visione di Xenia è quella di diventare un punto di riferimento per queste mete.
- **Lo sviluppo sinergico dell'*Incoming* e *Wholesaler*.** Dal punto di vista della divisione di *accommodation*, il lancio del *Tour Operator Incoming* rappresenta l'imposizione da parte della Società nelle province italiane, mentre il continuo sviluppo del business *Wholesaler* ha il fine di creare sinergie attraverso il miglioramento delle relazioni con gli hotel.
- **Espansione della divisione *Hotellerie*.** Attraverso il proprio brand Phi Hotels, Xenia punta di allargare il proprio portafoglio di hotel ipotizzando di avere tra i 25-30 hotel per il 2028 al fine di porsi come operatore principale sulle province italiane.

Weaknesses

- **Competitività nei mercati di riferimento.** La Società opera in un mercato altamente competitivo.
- **Elevata concentrazione del fatturato.** Una parte significativa dei ricavi della Società è ancora concentrata su un numero limitato dei clienti, e principalmente sul territorio italiano
- **Ciclicità del settore di riferimento.** La domanda del settore turistico segue l'andamento del contesto macroeconomico.

Threats

- **Player importanti già consolidati.** Il contesto di mercato include anche operatori con maggiori risorse finanziarie, politiche di marketing o soluzioni tecnologiche avanzate. Il rafforzamento dei concorrenti o l'ingresso di nuovi operatori potrebbe rappresentare un rischio per prospettive di sviluppo future.
- **Contesto macroeconomico.** Tensioni geopolitiche e le dinamiche economiche globali possono incidere negativamente sull'operatività della Società.

Sensitivity Analysis

Xenia – Sensitivity Analysis

		WACC				
		7.5%	8.5%	9.5%	10.5%	11.5%
g	0.0%	44.9	36.6	30.0	24.7	20.3
	0.5%	49.9	40.5	33.1	27.2	22.4
	1.0%	55.8	44.9	36.6	30.0	24.7
	1.5%	62.5	49.9	40.5	33.1	27.2
	2.0%	70.6	55.8	44.9	36.6	30.0
	2.5%	80.2	62.5	49.9	40.5	33.1
	3.0%	92.0	70.6	55.8	44.9	36.6
	3.5%	106.7	80.2	62.5	49.9	40.5
	4.0%	125.6	92.0	70.6	55.8	44.9

Source: Websim Corporate on Company Data

Contesto Competitivo

Xenia – Competitive Landscape

Company Name	Factset Ticker	Country	Mkt. Cap. (€)	Share Performance				
				1M	3M	6M	1Y	2Y
Xenia Hotellerie Solution	XHS-IT	Italy	8.0	2.7%	-12.1%	-17.1%	-22.1%	na
Segment #1: Hotellerie								
Marriott International, Inc. Class A	MAR-US	United States	74,776	-4.2%	4.8%	12.0%	21.7%	72.2%
Minor Hotels Europe & Americas, S.A	NHH-ES	Spain	2,741	0.2%	39.8%	52.3%	50.8%	85.3%
Hilton Worldwide Holdings Inc.	HLT-US	United States	58,362	-1.5%	3.4%	12.2%	34.4%	81.1%
Hyatt Hotels Corporation Class A	H-US	United States	6,404	-1.0%	2.2%	-0.7%	22.1%	48.6%
InterContinental Hotels Group PLC	IHG-GB	United Kingdom	19,415	4.7%	20.9%	26.8%	40.4%	84.8%
Wyndham Hotels & Resorts, Inc.	WH-US	United States	7,797	0.0%	24.8%	36.5%	30.3%	41.1%
Accor SA	AC-FR	France	11,711	4.1%	15.5%	27.2%	34.8%	66.6%
Melia Hotels International, S.A.	MEL-ES	Spain	1,494	-6.3%	2.5%	-3.3%	13.8%	14.4%
Scandic Hotels Group AB	SHOT-SE	Sweden	1,320	5.2%	-7.1%	8.9%	54.8%	73.0%
MHP Hotel AG	CDZ0-DE	Germany	54	6.7%	11.3%	8.5%	10.3%	2.4%
Whitbread PLC	WTB-GB	United Kingdom	6,085	0.2%	-11.2%	0.8%	-17.7%	-3.3%
Dalata Hotel Group Plc	DHG-IE	Ireland	1,009	7.1%	14.3%	16.1%	7.4%	23.6%
Soges Group SpA	SOGES-IT	Italy	12	0.9%	11.3%	9.6%	na	na
Mean			14,706	1.2%	10.2%	15.9%	25.3%	49.1%
Median			6,085	0.2%	11.3%	12.0%	26.2%	57.6%
Segment #2: Tour Operator								
Airbnb, Inc. Class A	ABNB-US	United States	56,781	2.2%	-0.7%	-8.7%	0.1%	33.4%
Booking Holdings Inc.	BKNG-US	United States	158,296	-4.4%	12.7%	23.5%	41.2%	111.1%
Expedia Group, Inc.	EXPE-US	United States	22,330	3.7%	18.5%	38.2%	27.1%	75.8%
TripAdvisor, Inc.	TRIP-US	United States	1,969	18.8%	5.0%	-11.0%	-19.4%	-26.1%
MakeMyTrip Ltd.	MMYT-US	India	7,269	-9.5%	4.1%	28.4%	125.0%	263.1%
eDreams ODIGEO	EDR-ES	Spain	1,091	8.5%	36.7%	29.2%	23.8%	61.3%
trivago N.V. Sponsored ADR Class A	TRVG-US	Germany	56	9.9%	50.0%	21.4%	2.4%	-69.3%
Voyageurs du Monde SA	ALVDM-FR	France	496	5.8%	4.7%	3.4%	22.5%	51.4%
lastminute.com N.V.	LMN-CH	Netherlands	200	2.4%	-9.3%	-8.3%	-31.4%	-32.8%
iGrandiViaggi S.p.A.	IGV-IT	Italy	53	-3.6%	-1.8%	29.6%	26.2%	23.5%
DESTINATION ITALIA S.P.A.	DIT-IT	Italy	10	-11.9%	-16.3%	-46.0%	-44.2%	-54.2%
Mean			22,596	2.0%	9.4%	9.0%	15.8%	39.8%
Median			1,091	2.4%	4.7%	21.4%	22.5%	33.4%
Total Peer Group								
Mean			18,322	1.6%	9.8%	12.8%	20.7%	44.6%
Median			2,355	1.6%	4.9%	12.1%	22.5%	48.6%

Source: Factset

Market Multiples

Basic Data		EV/SALES						EV/EBITDA						EV/EBIT						P/E					
Company Name	Factset Ticker	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Segment #1: Hotellerie																									
Marriott International, Inc. Class A	MAR-US	3.4x	3.7x	3.6x	3.4x	3.3x	3.2x	18.6x	18.8x	18.0x	16.8x	15.8x	13.3x	20.2x	22.6x	21.0x	19.5x	18.5x	15.7x	22.2x	31.2x	27.3x	24.4x	22.4x	16.9x
Minor Hotels Europe & Americas, S.A	NHH-ES	1.9x	2.1x	2.1x	2.0x	na	na	6.4x	7.8x	7.4x	7.4x	na	na	11.8x	14.4x	13.8x	14.3x	na	na	14.2x	16.8x	16.7x	19.7x	na	na
Hilton Worldwide Holdings Inc.	HLT-US	5.6x	6.4x	6.1x	5.6x	5.3x	4.8x	24.5x	21.1x	20.0x	18.4x	17.3x	16.3x	26.2x	27.6x	23.3x	21.0x	19.5x	17.2x	42.1x	36.1x	31.9x	27.5x	24.6x	19.9x
Hyatt Hotels Corporation Class A	H-US	2.5x	2.7x	2.6x	2.4x	2.3x	2.1x	19.1x	16.4x	15.5x	14.4x	12.6x	10.8x	36.0x	41.8x	29.0x	26.1x	20.6x	15.1x	63.9x	40.1x	41.9x	33.4x	23.2x	13.8x
InterContinental Hotels Group PLC	IHG-GB	3.7x	9.9x	10.0x	9.5x	5.8x	5.4x	14.7x	19.4x	18.8x	17.4x	16.7x	14.8x	15.6x	20.7x	20.0x	18.6x	17.8x	15.8x	19.9x	31.0x	26.5x	23.4x	22.9x	19.6x
Wyndham Hotels & Resorts, Inc.	WH-US	6.4x	7.3x	7.1x	6.7x	6.4x	na	16.4x	15.0x	14.4x	13.5x	12.7x	na	19.1x	20.1x	17.5x	16.3x	15.0x	na	23.6x	24.3x	21.9x	19.3x	16.3x	na
Accor SA	AC-FR	2.5x	2.9x	2.9x	2.7x	2.8x	na	12.1x	14.4x	13.8x	12.6x	12.3x	na	16.4x	19.8x	18.6x	16.8x	16.0x	na	15.5x	22.6x	20.2x	17.7x	16.9x	na
Melia Hotels International, S.A.	MEL-ES	2.0x	2.1x	2.0x	1.9x	1.9x	1.9x	7.6x	8.0x	7.7x	7.4x	7.2x	7.1x	14.6x	15.1x	14.6x	13.8x	14.4x	15.0x	11.1x	11.9x	11.0x	10.1x	9.7x	9.3x
Scandic Hotels Group AB	SHOT-SE	2.5x	2.7x	2.7x	2.5x	2.4x	na	8.4x	23.7x	23.1x	21.8x	21.3x	na	19.9x	29.2x	28.4x	26.3x	30.8x	na	16.7x	16.5x	14.0x	13.1x	10.9x	na
MHP Hotel AG	CDZO-DE	0.3x	0.3x	0.3x	0.2x	na	na	14.1x	5.1x	3.4x	3.5x	3.4x	3.3x	nm	nm	6.2x	6.6x	na	na	nm	nm	8.2x	8.5x	na	na
Whitbread PLC	WTB-GB	3.7x	3.4x	3.4x	3.2x	2.9x	2.7x	10.8x	9.7x	9.2x	8.6x	8.0x	7.5x	17.6x	15.5x	14.5x	13.2x	12.3x	11.2x	20.5x	14.4x	13.4x	11.9x	11.3x	9.9x
Dalata Hotel Group Plc	DHG-IE	3.2x	3.0x	2.9x	2.8x	na	na	8.6x	8.6x	8.2x	7.8x	na	na	12.0x	12.6x	12.1x	11.4x	na	na	11.4x	12.5x	11.8x	10.7x	na	na
Soges Group SpA	SOGES-IT	na	0.8x	0.5x	0.4x	0.4x	0.3x	na	8.8x	3.4x	2.8x	2.4x	2.3x	na	29.3x	8.4x	6.0x	4.8x	3.8x	na	14.1x	16.9x	12.4x	7.5x	na
Mean		3.1x	3.6x	3.5x	3.3x	3.3x	2.9x	13.4x	13.6x	12.5x	11.7x	11.8x	9.4x	19.0x	22.4x	17.5x	16.2x	17.0x	13.4x	23.7x	22.6x	20.1x	17.9x	16.6x	14.9x
Median		2.9x	2.9x	2.9x	2.7x	2.8x	2.7x	13.1x	14.4x	13.8x	12.6x	12.6x	9.1x	17.6x	20.4x	17.5x	16.3x	16.9x	15.1x	19.9x	19.7x	16.9x	17.7x	16.6x	15.4x
Segment #2: Tour Operator																									
Airbnb, Inc. Class A	ABNB-US	8.3x	6.8x	6.2x	5.7x	5.1x	4.6x	36.8x	19.2x	18.1x	16.0x	13.6x	11.6x	37.5x	31.4x	28.8x	24.4x	19.7x	17.0x	18.8x	33.3x	30.6x	26.7x	21.8x	17.8x
Booking Holdings Inc.	BKNG-US	6.2x	7.2x	6.3x	5.8x	5.3x	4.9x	18.6x	20.9x	17.7x	15.7x	14.1x	12.6x	20.6x	23.0x	19.4x	17.2x	15.3x	13.3x	30.2x	25.9x	22.7x	19.6x	16.3x	14.0x
Expedia Group, Inc.	EXPE-US	1.9x	2.0x	1.7x	1.6x	1.5x	1.4x	11.9x	9.4x	7.9x	7.1x	6.6x	6.3x	19.5x	19.9x	13.7x	11.9x	10.8x	9.9x	28.6x	14.4x	12.1x	10.0x	9.0x	8.6x
TripAdvisor, Inc.	TRIP-US	1.6x	1.1x	1.2x	1.1x	1.1x	1.0x	11.1x	6.0x	7.0x	6.2x	5.6x	5.1x	16.7x	19.6x	18.6x	15.0x	15.7x	13.8x	300.3x	14.8x	12.9x	11.0x	8.3x	6.7x
MakeMyTrip Ltd.	MMYT-US	10.3x	12.2x	10.1x	8.4x	na	6.2x	58.0x	68.6x	48.9x	38.9x	na	24.8x	72.2x	88.1x	52.8x	41.2x	na	26.3x	36.4x	126.5x	75.1x	51.7x	na	na
eDreams ODIGEO	EDR-ES	1.8x	2.0x	1.8x	1.7x	na	na	14.8x	10.9x	7.8x	7.0x	na	na	28.8x	17.4x	12.1x	10.6x	na	na	25.8x	22.1x	12.7x	10.7x	na	na
trivago N.V. Sponsored ADR Class A	TRVG-US	0.1x	0.2x	0.2x	0.2x	0.2x	0.2x	1.2x	40.9x	42.1x	8.0x	6.1x	5.2x	1.4x	nm	nm	10.8x	7.3x	6.1x	nm	nm	nm	nm	273.5x	136.8x
Voyageurs du Monde SA	ALVDM-FR	0.5x	0.5x	0.5x	0.4x	na	na	5.4x	5.3x	5.2x	4.9x	na	na	5.9x	6.0x	5.9x	5.6x	na	na	12.5x	13.8x	13.4x	13.4x	na	na
lastminute.com N.V.	LMN-CH	0.9x	0.2x	0.1x	0.1x	na	na	9.4x	1.4x	1.1x	0.9x	na	na	20.7x	2.5x	1.8x	1.6x	na	na	36.8x	12.2x	9.7x	8.8x	na	na
iGrandiViaggi S.p.A.	IGV-IT	0.5x	na	na	na	na	na	4.7x	na	na	na	na	na	8.0x	na	na	na	na	na	13.3x	na	na	na	na	na
DESTINATION ITALIA S.P.A.	DIT-IT	0.5x	0.3x	0.2x	0.2x	0.1x	na	na	33.4x	4.9x	2.4x	1.5x	na	nm	nm	10.6x	3.6x	2.0x	na	nm	nm	na	na	na	na
Mean		3.0x	3.2x	2.8x	2.5x	2.2x	3.1x	17.2x	18.4x	17.0x	11.7x	9.1x	11.6x	23.1x	26.0x	18.2x	14.2x	11.8x	14.4x	55.9x	32.9x	23.7x	19.0x	65.8x	36.8x
Median		1.6x	1.5x	1.5x	1.4x	1.3x	3.0x	11.5x	10.2x	8.6x	7.8x	9.5x	9.7x	20.0x	19.8x	13.7x	11.3x	13.0x	13.6x	28.6x	18.5x	13.2x	12.2x	16.3x	14.0x
Total Peer Group	100%																								
Mean		3.1x	3.5x	3.3x	3.1x	3.0x	3.0x	14.6x	15.0x	14.1x	11.9x	11.2x	10.2x	20.3x	23.5x	17.7x	15.6x	15.4x	13.7x	33.4x	25.7x	21.2x	18.2x	31.3x	21.5x
Median		2.5x	2.5x	2.4x	2.3x	2.4x	2.8x	12.6x	13.1x	12.3x	11.2x	12.0x	9.4x	18.3x	20.2x	16.3x	14.8x	15.8x	14.7x	22.5x	19.3x	15.8x	16.0x	16.5x	15.0x

DETAILS ON STOCKS RECOMMENDATION			
Stock NAME	XENIA HOTELLERIE SOLUTIONS		
Current Recomm:	BUY	Previous Recomm:	--
Current Target (Eu):	5.70	Previous Target (Eu):	--
Current Price (Eu):	2.42	Previous Price (Eu):	--
Date of report:	12/02/2025	Date of last report:	--

DISCLAIMER (for more details go to [DISCLAIMER](#))

IMPORTANT DISCLOSURES

The reproduction of the information, recommendations and research produced by Intermonte SIM contained herein and of any its parts is strictly prohibited. None of the contents of this document may be shared with third parties without authorisation from Intermonte.

This report is directed exclusively at market professional and other institutional investors (Institutions) and is not for distribution to person other than "Institution" ("Non-Institution"), who should not rely on this material. Moreover, any investment or service to which this report may relate will not be made available to Non-Institution.

The information and data in this report have been obtained from sources which we believe to be reliable, although the accuracy of these cannot be guaranteed by Intermonte. In the event that there be any doubt as to their reliability, this will be clearly indicated. The main purpose of the report is to offer up-to-date and accurate information in accordance with regulations in force covering "recommendations" and is not intended nor should it be construed as a solicitation to buy or sell securities.

This disclaimer is constantly updated on Intermonte's website www.intermonte.it under LEGAL INFORMATION. Valuations and recommendations can be found in the text of the most recent research and/or reports on the companies in question. For a list of all recommendations made by Intermonte on any financial instrument or issuer in the last twelve months consult the [PERFORMANCE](#) web page.

Intermonte distributes research and engages in other approved activities with respect to Major U.S. Institutional Investors ("Majors") and other Qualified Institutional Buyers ("QIBs"), in the United States, via Plural Securities LLC under SEC 15a-6 guidelines. Intermonte is not registered as a broker dealer in the United States under the Securities Exchange Act of 1934, as amended (the "Exchange Act"), and is not a member of the Securities Investor Protection Corporation ("SIPC"). Plural Securities LLC is registered as a broker-dealer under the Exchange Act and is a member of SIPC.

ANALYST CERTIFICATION

For each company mentioned in this report the respective research analyst hereby certifies that all of the views expressed in this research report accurately reflect the analyst's personal views about any or all of the subject issuer (s) or securities. The analyst (s) also certifies that no part of their compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendation or view in this report.

The analyst (s) responsible for preparing this research report receive(s) compensation that is based upon various factors, including Intermonte's total profits, a portion of which is generated by Intermonte's corporate finance activities, although this is minimal in comparison to that generated by brokerage activities.

Intermonte's internal procedures and codes of conduct are aimed to ensure the impartiality of its financial analysts. The exchange of information between the Corporate Finance sector and the Research Department is prohibited, as is the exchange of information between the latter and the proprietary equity desk in order to prevent conflicts of interest when recommendations are made.

The analyst responsible for the report is not a) a resident of US; b) an associated person of a U.S. broker-dealer; c) supervised by a supervisory principal of a U.S. broker-dealer. This Research Report is distributed in the U.S. through Plural Securities LLC, 950 3rd Ave, Suite 1702, NY 10022, USA.

GUIDE TO FUNDAMENTAL RESEARCH

The main methods used to evaluate financial instruments and set a target price for 12 months after the investment recommendation are as follows:

- Discounted cash flow (DCF) model or similar methods such as a dividend discount model (DDM)
- Comparison with market peers, using the most appropriate methods for the individual company analysed: among the main ratios used for industrial sectors are price/ earnings (P/E), EV/EBITDA, EV/EBIT, price /sales.
- Return on capital and multiples of adjusted net book value are the main methods used for banking sector stocks, while for insurance sector stocks return on allocated capital and multiples on net book value and embedded portfolio value are used
- For the utilities sector comparisons are made between expected returns and the return on the regulatory asset base (RAB)

Some of the parameters used in evaluations, such as the risk-free rate and risk premium, are the same for all companies covered, and are updated to reflect market conditions. Currently a risk-free rate of 4.0% and a risk premium of 5.5% are being used.

Frequency of research: quarterly.

Reports on all companies listed on the S&P500 Index, most of those on the MIBEX Index and the main small caps (regular coverage) are published at least once per quarter to comment on results and important newsflow.

A draft copy of each report may be sent to the subject company for its information (without target price and/or recommendations), but unless expressly stated in the text of the report, no changes are made before it is published.

Explanation of our ratings system:

BUY: stock expected to outperform the market by over 25% over a 12 month period;

OUTPERFORM: stock expected to outperform the market by between 10% and 25% over a 12 month period;

NEUTRAL: stock performance expected at between +10% and -10% compared to the market over a 12 month period;

UNDERPERFORM: stock expected to underperform the market by between -10% and -25% over a 12 month period;

SELL: stock expected to underperform the market by over 25% over a 12 month period.

Prices: The prices reported in the research refer to the price at the close of the previous day of trading

CURRENT INVESTMENT RESEARCH RATING DISTRIBUTIONS

Intermonte SIM is authorised by CONSOB to provide investment services and is listed at n° 246 in the register of brokerage firms.

As at 31 December 2024 Intermonte's Research Department covered 132 companies. Intermonte's distribution of stock ratings is as follows:

BUY:	31.34 %
OUTPERFORM:	43.28 %
NEUTRAL:	25.38 %
UNDERPERFORM	00.00 %
SELL:	00.00 %

The distribution of stock ratings for companies which have received corporate finance services from Intermonte in the last 12 months (71 in total) is as follows:

BUY:	50.70 %
OUTPERFORM:	29.58 %
NEUTRAL:	19.72 %
UNDERPERFORM	00.00 %
SELL:	00.00 %

CONFLICT OF INTEREST

In order to disclose its possible conflicts of interest Intermonte SIM states that:

Intermonte acts as financial advisor to Banco BPM in the context of the offer promoted by UniCredit

Intermonte acts as ECM advisor to Banca Ifis in the offer promoted on illimity Bank

Intermonte acts as financial advisor to Retex S.p.A. – Società Benefit in relation to the voluntary public tender offer launched on Alkemy S.p.A.

Intermonte SIM has provided in the last 12 months / provides / may provide investment banking services to the following companies: Aquafil, Banca Ifis, Banco BPM, Cy4Gate, Esprinet, GPI, Growens, Maire Tecnimont, Tinexta, Unidata and WIT.

Intermonte SIM is acting as counterparty to WIIT Fin S.r.l. in connection with call and put options having WIIT S.p.A. shares and dividends as reference underlying.

Intermonte SIM is Specialist and/or Corporate Broker and/or Sponsor and/or Broker in charge of the share buy back activity of the following Companies: Abitare In, Alkemy, Anima Holding, Antares Vision, Aquafil, Avio, Banca Ifis, Banca Sistema, Civitanavi Systems, Cyberoo, Cy4gate, DHH, El.En, Elica, Emak, Esprinet, Fimit - Fondo Alpha, Fine Foods, Franchi Umberto Marmi, GPI, Greenthesis (formerly Ambientthesis), IEG, IndelB, Intred, Luve, Misitano & Stracuzzi, Mondadori, Notorious Pictures, Omer, Pharamutra, Relatech, Reply, Revo Insurance, Reway, Saes Getters, Sciuiker Frames, Servizi Italia, Sesa, Seri Industrial, Somec, Star7, Sy5-Dat Group, Talea, Tamburi, Tinexta, Tesmec, The Italian Sea Group, TXT, Unidata, Webuild and WIT.

Intermonte SIM has a contractual commitment to act as liquidity provider on behalf of third parties for the following company: Banca Sistema.

Intermonte SIM performs as a market maker for the following companies: A2A, Anima, Atlantia, Autogrill, Azimut Holding, BAMI, Banca Generali, Banca Mediolanum, Brembo, Buzzi, CNHI, Enel, ENI, Exor, Fineco, FCA, FTMBI, Generali, Italgas, Iren, Intesa Sanpaolo, Leonardo, Mediobanca, Moncler, Mediaset, Pirelli&C, Prysmian, Poste, Ferrari, Saipem, Snam, STM, Tenaris, Telecom Italia, Telecom Italia sav, Terna, UBI, Unicredit, Unipol, UnipolSai.

Intermonte SIM, through Websim, which constitute the digital division of Intermonte, acts as a Financial Content Provider and/or Specialist and/or Corporate Broker on the following companies: Abitare In, Alkemy, Allcore, Almawave, Banca Sistema, Bifire S.p.A., B&C Speakers, Casta Diva Group, Cleanbnb, Coffe, Crowdfundme, Cube Labs, Cy4gate, Cyberoo, DHH, Digital Bros, Digital Magics, Digitouch, Doxee, Edilziacrobatica Spa, Eles, Elica, Emak, Energy, Esi, Esprinet, Eviso, Fae Technology, Fiera Milano, Fope, FOS, Franchi Umberto Marmi, Giglio Group, GM Leather, GPI, Green Oleo, High Quality Food, Ikonisys, Intercos, Intred, ISCC Fintech, Lemon Sistemi, Lventure Group, Maps Group, Mare Group, Masi Agricola, Matica Fintec, Misitano & Stracuzzi, Neodecortech, Notorious Pictures, Olidata, Osai Automation System, Racing Force Group, Redfish Long Term Capital, Relatech, Reti, Sciuiker Frames, SG Company, Solid World Group, Spindox Digital Soul, Talea, Tamburi, Tesmec, Tinexta, TMP Group, Tps Group, Trendevice, Ulisse Biomed, Xenia Hôtellerie Solution Spa Società Benefit, Wilit, Zest.

Intermonte SIM SpA holds net long or short positions in excess of 0.5% of the overall share capital in the following issuers:

Emittente	%	Long/Short

© Copyright 2025 by Intermonte SIM - All rights reserved

It is a violation of national and international copyright laws to reproduce all or part of this publication by email, xerography, facsimile or any other means. The Copyright laws impose heavy liability for such infringement. The Reports of Intermonte SIM are provided to its clients only. If you are not a client of Intermonte SIM and receive emailed, faxed or copied versions of the reports from a source other than Intermonte SIM you are violating the Copyright Laws. This document is not for attribution in any publication, and you should not disseminate, distribute or copy this e-mail without the explicit written consent of Intermonte SIM.

INTERMONTE will take legal action against anybody transmitting/publishing its Research products without its express authorization.

INTERMONTE Sim strongly believes its research product on Italian equities is a value added product and deserves to be adequately paid.

Intermonte Sim sales representatives can be contacted to discuss terms and conditions to be supplied the INTERMONTE research product.

INTERMONTE SIM is MIFID compliant - for our Best Execution Policy please check our Website [MIFID](#)

Further information is available