

**RACCOMANDAZIONE
Buy**
Target Price
4,7 €

Renergetica

Settore: Renewable Energy
Codice di negoziazione Bloomberg: REN IM
Prezzo al 24/10/2018
1,42 €

Capitalizzazione di Borsa:	10.438.420 €
Numero di azioni:	7.351.000
Patrimonio netto al 30.06.2018:	2.046.000 €*
Aumento di capitale in sede Ipo:	2.026.500 €

(*) dato Pro Forma

**Data ed ora
di produzione:**
25.10.2018 ore 15.00

**Data ed ora
di prima diffusione:**
25.10.2018 ore 16.00

**Ufficio Ricerca
ed Analisi**
Gian Franco Traverso Guicciardi (AIAF)

Tel. +39 0669933.440

Tatjana Eifrig

Tel. +39 0669933.413

Stefania Vergati

Tel. +39 0669933.228

E-mail: ufficio.studi@finnat.it

Energia pulita accessibile a tutti

- Renergetica S.p.A. è attiva, a livello internazionale, nel settore delle energie rinnovabili, in qualità di "Project Developer", "Independent Power Producer" ed Asset Manager. Inoltre, offre servizi di ingegneria per conto terzi.
- Renergetica ha realizzato un sistema di gestione e controllo delle reti ibride, denominato HGSC, particolarmente importante per realtà di "remote-grid" ed "off-grid" ubicate in località isolate.
- Attualmente il Gruppo è attivo in Italia, Cile, Usa e da poco anche in Colombia. E prevista, nel prossimo futuro, l'espansione anche sul Continente africano, a Cuba ed in Canada.
- Il settore dell'energia rinnovabile è tuttora atteso in crescita, spinto proprio da aree prive di energia elettrica quali molte zone del Continente africano, del Canada e dei Caraibi.
- L'atteso raggiungimento della "grid parity" sul mercato italiano dovrebbe dare un nuovo impulso alla crescita del mercato nazionale unitamente al segmento dei trasporti che richiederà una maggiore produzione da fonte rinnovabile.
- Per il periodo 2018-2022 stimiamo una crescita media annua dei ricavi pari al 24,43%. L'Ebitda dovrebbe poter crescere ad un cagr pari al 18,72% mentre l'Ebit dovrebbe poter segnare una crescita media annua del 34,36%. Il risultato netto d'esercizio portarsi dai 0,964 milioni di euro del 2017 Pro Forma a 6,167 milioni di euro nel 2022 (cagr +45%).

Anno al 31/12 (k €)	2017PF	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Ricavi netti	4.555	5.242	8.942	11.350	13.365	13.585
Valore della Produzione	5.156	5.792	9.022	11.350	13.365	13.585
Valore Aggiunto	2.867	2.807	4.837	6.295	7.505	7.630
EBITDA	2.260	2.067	3.867	5.245	6.390	6.470
EBIT	1.249	1.207	2.922	4.239	5.444	5.469
Utile netto	964	1.006	2.041	4.496	6.046	6.167
Cash-flow	1.974	1.866	2.986	5.502	6.993	7.168
Pfn	-5.017	-3.911	-5.042	-2.219	1.165	3.113
Roe	46,57	19,49	28,34	42,06	41,14	37,68

Stime: Banca Finnat

Il Mercato di Riferimento

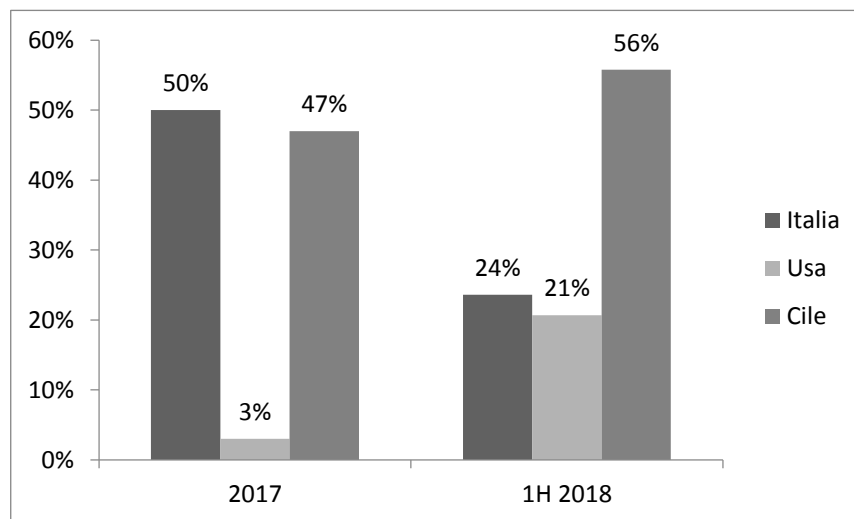
Renenergetica S.p.A. è attiva, a livello internazionale, nel settore dell'energia rinnovabile in qualità di "Project Developer", di "Independent Power Producer" (IPP) ed Asset Manager. Inoltre, offre servizi di ingegneria per conto terzi.

L'azienda sviluppa soluzioni ad alto contenuto innovativo per l'integrazione ed il controllo delle reti ibride (reti che conducono energia elettrica sia da fonte tradizionale che rinnovabile).

Renenergetica è presente con queste attività nei segmenti dell'energia fotovoltaica, eolica onshore, mini idrica e delle biomasse. Il Gruppo dispone anche di know how nell'ambito della produzione di energia elettrica da fonte tradizionale.

Nel 2017 il 50% del fatturato proveniva ancora dall'Italia, seguito con il 47% dal Cile - il primo Paese in grid parity (la grid parity è il punto in cui l'energia elettrica prodotta per mezzo di impianti alimentati a fonti energetiche rinnovabili ha lo stesso prezzo dell'energia prodotta tramite fonti energetiche convenzionali) e con il restante 3% dagli Usa.

A partire dal primo semestre del 2018 si è potuto registrare un sensibile cambiamento nel break down geografico a conferma dell'espansione estera del Gruppo. La presenza sul mercato italiano si è dimezzata al 24%, mentre è salita la presenza sui mercati Usa (21%) e Cile (56%).

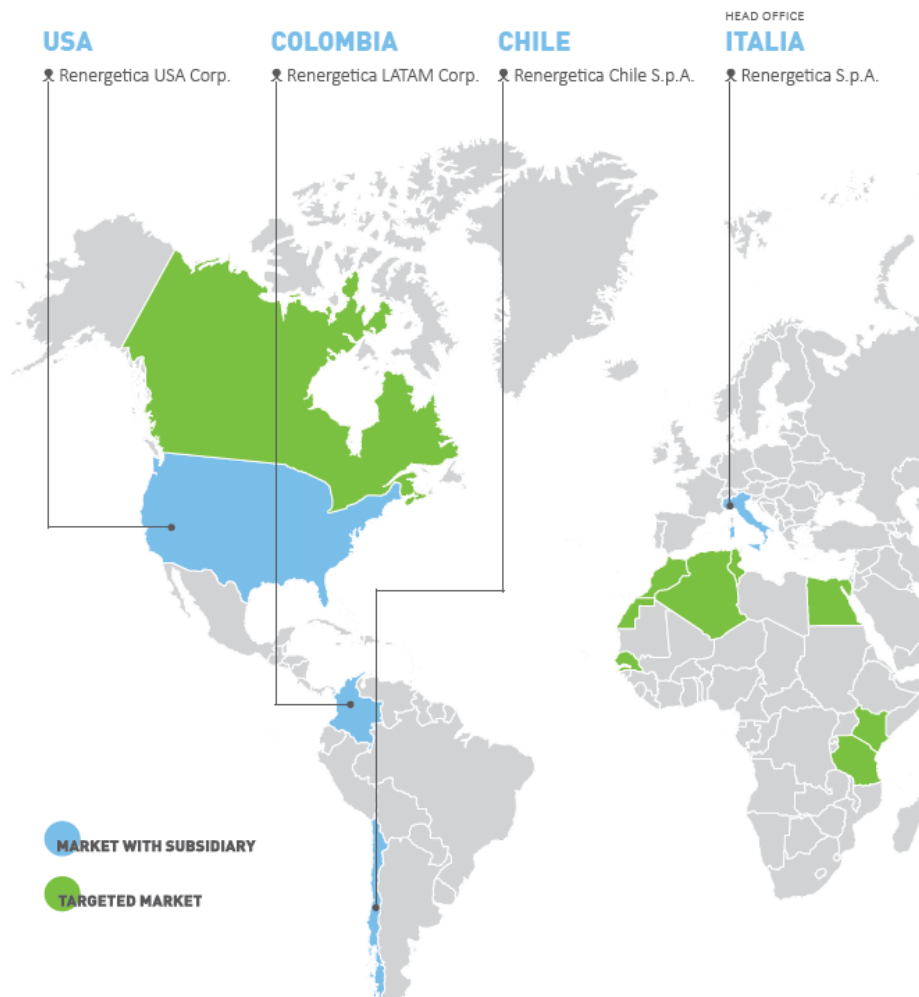


Fonte: Renenergetica- break down ricavi 2017 vs 1H 2018

Da poco è stata aperta una sede a Bogotà ed il Gruppo ha già avviato importanti contatti sul mercato colombiano.

Renenergetica intende introdursi anche su altri mercati esteri quali il Canada, Cuba ed alcuni Paesi africani, in particolare il Senegal, l'Algeria, il Marocco, il Kenya e la Tanzania.

La crescente domanda di energia elettrica rende questi Paesi particolarmente interessanti.



Fonte: Renergetica

Nel mese di novembre 2017 l'Italia ha adottato la nuova "Strategia Energetica Nazionale" (SEN 2017) al fine di gestire al meglio il profondo cambiamento in atto nel sistema energetico, cioè il passaggio da una generazione centralizzata con grandi impianti tradizionali ad una generazione diffusa sul territorio e caratterizzata da una moltitudine di impianti minori alimentati da fonti rinnovabili. Questi ultimi non generano un flusso di energia costante e l'arrivo in rete di flussi incostanti sta mettendo a dura prova il sistema attuale di reti.

La *trasformazione energetica* si basa sui seguenti pilastri principali: l'incremento della produzione da fonte rinnovabile, efficientamento energetico, miglioramento delle batterie da stoccaggio, crescente impiego della tecnologia "blockchain" (trattasi di un registro aperto e distribuito che può memorizzare le transazioni tra due parti in modo sicuro, verificabile e permanente), reti sempre più "smart" ed un'ulteriore crescita di locali "micro-grid" ed impianti "off the grid".

Un altro importante driver dovrebbe arrivare dal settore dei trasporti, con una crescente mobilità elettrica.

Sul mercato italiano sta maturando la "grid parity", in particolare nel segmento del fotovoltaico.

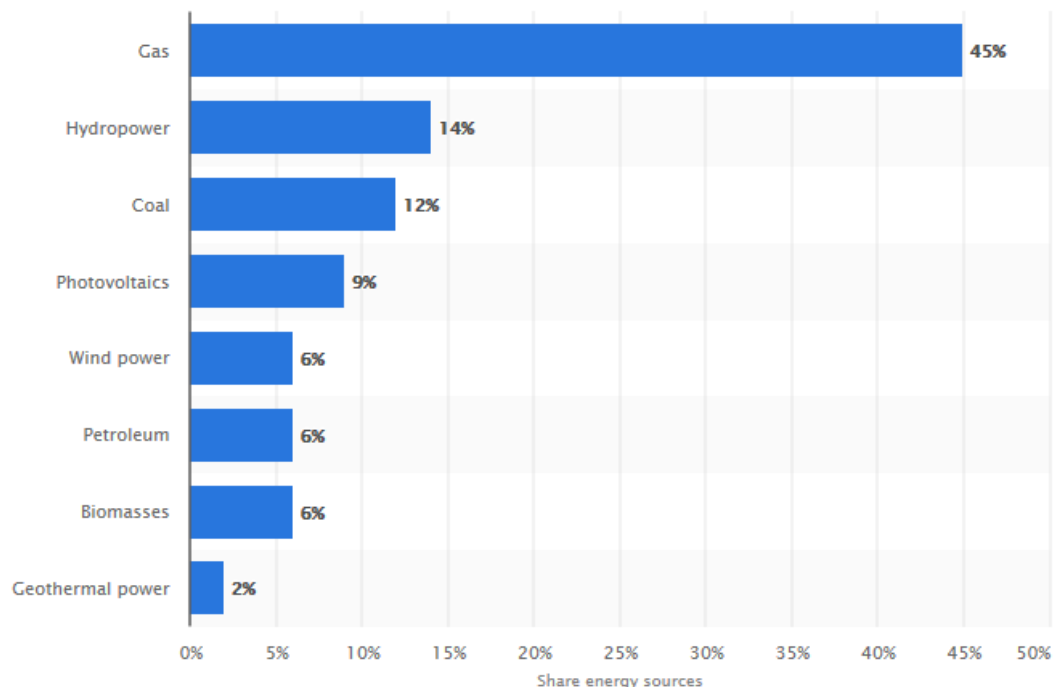
Entro il 2030 è prevista, per l'Italia, una penetrazione del 28% delle energie da fonte rinnovabile sui consumi finali di energia. Ciò comporterebbe, per il settore elettrico, una quota pari al 55% di energia prodotta da fonte rinnovabile.

Per raggiungere questi obiettivi la produzione fotovoltaica dovrebbe sostanzialmente triplicare rispetto alla capacità attuale mentre quella da fonte eolica raddoppiare.

Nel 2017 la produzione di energia elettrica a livello nazionale è stata coperta per il 45% con il gas naturale. Seguono l'energia idrica (14%) ed il carbone (12%).

L'energia da fonte fotovoltaica ed eolica ha coperto, rispettivamente, il 9% ed il 6%. Biomasse ed energia geotermica hanno potuto coprire il 6% ed il 2%.

Complessivamente, la produzione da fonte rinnovabile ha raggiunto il 37% della produzione complessiva.



Fonte: Statista.de

Nel corso del 2017 la nuova potenza installata di energia rinnovabile è ammontata a circa 915 MW (+15% a/a) con al primo posto le installazioni fotovoltaiche (circa 410 MW) seguito dall'eolico (360 MW), dall'idroelettrico (95 MW) e da biomasse (50 MW).

Nel primo bimestre 2018 sono stati installati 107 MW di nuova potenza, di cui 60 MW fotovoltaico, 23 MW eolico e sempre 23 MW anche idroelettrico. Rispetto al periodo di confronto del 2017, si è potuto registrare un incremento del 3%.

Il costo degli impianti continua a calare. Ora vengono anche meno gli incentivi che hanno accelerato sensibilmente lo sviluppo delle energie rinnovabili nel primo decennio di questo secolo.

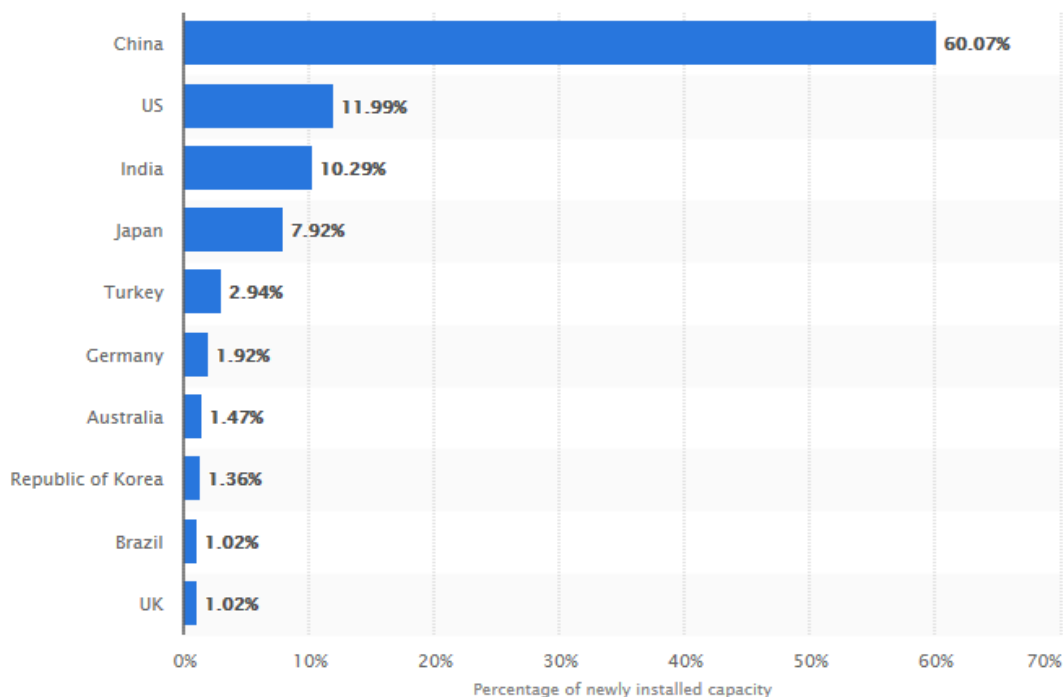
Il mercato fotovoltaico

Il volume complessivo di potenza fotovoltaica installata, a fine 2017 in Italia, è stata di circa 19.670 MW.

Nel solo segmento fotovoltaico sono stati installati, nel 2017, circa 410 MW di nuova capacità (+11%) rispetto al 2016. Il dato non include la capacità nuova derivante dagli interventi di “revamping” (ammodernamento) e “repowering” (ripotenziamento).

Al primo posto per nuova capacità installata si trova, nel 2017, il Lazio (88,3 MW), seguito dalla Lombardia (57,6 MW), dal Veneto (49,7 MW) e dall’Emilia Romagna (40,4 MW).

A livello mondiale, nel 2017, la nuova capacità installata nel segmento fotovoltaico vede al primo posto la Cina con il 60,07% sul totale, seguono gli Usa (11,99%) e l’India (10,29%). Al di sotto del 10% si trova il Giappone (7,92%), seguito da Turchia (2,94%) e Germania (1,92%).



Fonte: Statista.de

Il fotovoltaico è atteso in crescita anche in molti Paesi emergenti, caratterizzati da un alto irraggiamento solare, un basso costo del denaro e disponibilità pressoché gratuita di terreni. Per esempio nel Sudest asiatico è atteso un cagr 2016-2021 pari al 35,3%.

Un altro mercato ancora tutto da scoprire è quello africano. La scarsità di infrastrutture rende indispensabile pensare a soluzioni del tipo “minigrig” (generatori locali, spesso ibridi: per esempio diesel/fotovoltaico in grado di soddisfare le necessità di energia elettrica in zone rurali lontane dalla rete elettrica principale) ed impianti “off-the-grid” (sistemi “fuori rete”: l’energia viene raccolta tramite impianti rinnovabili e stoccata).

La diffusione di queste tipologie di impianti si trova ancora ad uno stadio iniziale ma lo spazio di crescita del mercato appare molto ampio. Pertanto ci attendiamo, nel prossimo futuro, un interessante sviluppo in questo segmento del mercato elettrico.

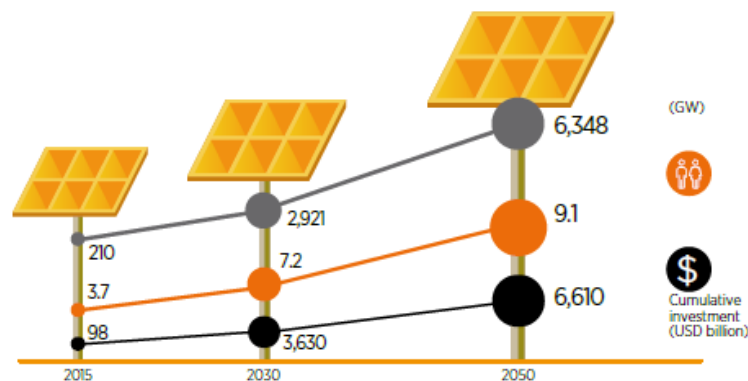
La richiesta di impianti da allacciare in rete è in continuo aumento. Per il mercato fotovoltaico dell’Africa Subsahariana è atteso un cagr 2016-2021 pari al 37,1%.

Nel Continente Sudamericano il Messico si conferma market leader. Il Cile sta completando nuove interconnessioni, consentendo così di inviare in rete una maggiore quantità di energia elettrica proveniente da fonte rinnovabile, in particolare da fonte fotovoltaica.

Nel periodo 2017-2022 è prevista una crescita media annua pari al 5,2% della domanda globale di impianti fotovoltaici, raggiungendo i 572,9 GW installati.

Secondo l’IRENA (International Renewable Energy Agency), il settore dell’energia solare richiederà sempre maggiori investimenti raggiungendo i 3,63 miliardi di dollari nel 2030 fino ai 6,61 miliardi di dollari al 2050. La capacità installata dovrebbe passare dai 210 GW del 2015 ai 2.921 GW del 2030 fino ad una capacità di 6.348 GW nel 2050.

Figure 1 ■ Estimated cumulative capacity, investments and employment in solar PV, 2015, 2030 and 2050



Note: Jobs include solar water heating jobs.

Sources: IRENA, 2016b; IRENA, 2017a

Un altro importante aspetto del mercato fotovoltaico è il cosiddetto “second life”, il reimpiego delle componenti dell’impianto stesso a fine ciclo vita.

Proprio in questi anni i primi impianti stanno raggiungendo la fine del loro ciclo vitale ma molti componenti potrebbero essere nuovamente impiegati in altre attività.

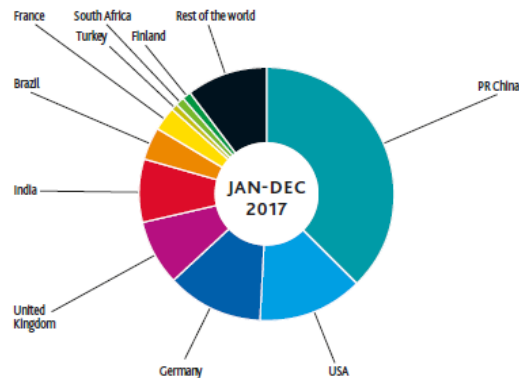
Il mercato eolico

A fine 2017 il volume complessivo di potenza eolica installata in Italia ha raggiunto i 9.811 MW. Le nuove installazioni hanno registrato un aumento del 23,8% rispetto al 2016 (+359 MW). Il 99% della potenza connessa è localizzata nel Sud d'Italia.

Nel 2017, a livello globale, la nuova capacità di produzione installata nel segmento eolico è stata pari a 52,5 GW, in lieve calo rispetto ai 54,6 GW registrati nel 2016. A fine 2017 la capacità totale installata ammonta a 539 GW.

Al primo posto troviamo la Cina, sia per nuova capacità installata (37%) che per capacità complessiva (35%), seguita dagli USA (13% capacità nuova/17% capacità complessiva) e dalla Germania (rispettivamente con il 12% e il 10%). Al quarto posto troviamo l'India (rispettivamente con l'8% ed il 6%). L'Italia si trova, nel 2017, al decimo posto per capacità complessiva (con il 2% di quota di mercato) ma non appare tra i top ten per capacità nuova installata.

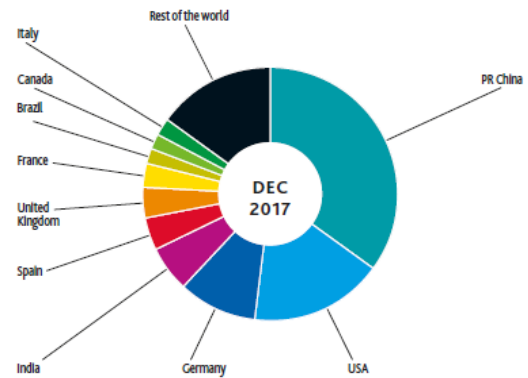
TOP 10 NEW INSTALLED CAPACITY JAN-DEC 2017



Country	MW	% Share
PR China	19,660	37
USA	7,017	13
Germany	6,581	12
United Kingdom	4,270	8
India	4,348	8
Brazil	2,022	4
France	1,694	3
Turkey	766	1
South Africa	618	1
Finland	535	1
Rest of the world	5,182	10
Total TOP 10	47,310	90
World Total	52,492	100

Source: GWEC

TOP 10 CUMULATIVE CAPACITY DEC 2017



Country	MW	% Share
PR China	188,392	35
USA	89,077	17
Germany	56,132	10
India	32,848	6
Spain	23,170	4
United Kingdom	18,872	4
France	13,759	3
Brazil	12,763	2
Canada	12,239	2
Italy	9,479	2
Rest of the world	82,391	15
Total TO P10	456,732	85
World Total	539,123	100

Source: GWEC

Il mercato idrico

Renergetica è attiva anche nei segmenti del *mini* e *micro* idrico. Nella categoria del *mini* idroelettrico rientrano tutti gli impianti alimentati dall'energia cinetica dell'acqua di potenza elettrica compresa tra 100 kW e 1 MW.

Si tratta di impianti che, se adeguatamente realizzati, non presentano grandi impatti ambientali. Tuttavia molto dipende dal tipo d'impianto, dalle caratteristiche ambientali del corso d'acqua scelto per l'installazione e ovviamente anche dalla taglia dell'impianto.

I *mini* impianti sono di norma impianti ad acqua fluente realizzati presso fiumi, torrenti e canali irrigui a regime costante che non rischiano di rimanere a secco nelle stagioni più calde.

Nella categoria del *micro* idroelettrico rientrano invece tutti gli impianti di potenza elettrica non superiore ai 100 kW.

All'interno del *micro* idroelettrico è possibile individuare anche un'ulteriore sottocategoria che identifica gli impianti destinati esclusivamente all'autoconsumo di utenze isolate di taglia inferiore ai 5 kW: si tratta del cosiddetto "*pico idroelettrico*".

Gli impianti idroelettrici rivestono un ruolo importante ai fini di una migliore integrazione delle energie rinnovabili non programmabili nel mercato elettrico e dispongono anche di capacità di accumulo.

Per decenni l'Italia ha goduto di produzione da energia idrica su larga scala. Oggi giorno risulta essere quasi esaurita la possibilità, per motivi sia di natura geologica che ambientale, di costruire grandi impianti e molti di quelli esistenti necessitano di interventi di ammodernamento.

Già da qualche anno sono privilegiati sul territorio nazionale solo impianti di piccola taglia.

Il volume complessivo di potenza idroelettrica installata è, a fine 2017, pari a 18.702 MW, con un valore delle nuove installazioni pari a 95 MW. Le regioni con il maggior numero di installazioni vedono al primo posto la Lombardia (26,35 MW), il Piemonte (21,8 MW) ed il Trentino (9,08 MW). Il valore di mercato delle nuove installazioni è pari a circa 443 milioni di euro, in larga parte dovuto agli impianti di piccola taglia.

Il mercato degli impianti a biomasse

Le biomasse vengono definite quale "frazione biodegradabile dei prodotti, rifiuti e residui di origine biologica provenienti dall'agricoltura (comprendente sostanze vegetali e animali), dalla silvicoltura e dalle industrie connesse, comprese la pesca e l'acquacoltura, gli sfalci e le potature provenienti dal verde pubblico e privato, nonché la parte biodegradabile dei rifiuti industriali e urbani."

Oltre alla definizione generale si distinguono i seguenti composti:

- *bioliquidi* : combustibili liquidi per scopi energetici diversi dal trasporto, compresi l'elettricità, il riscaldamento ed il raffreddamento, prodotti dalla biomassa;
- *biocarburanti* : carburanti liquidi o gassosi per i trasporti ricavati dalla biomassa;

- *biometano* : gas ottenuto a partire da fonti rinnovabili avente caratteristiche e condizioni di utilizzo corrispondenti a quelle del gas metano ed idoneo alla immissione nella rete del gas naturale.

La potenza cumulata, sommando tutte le diverse tipologie di biomasse utilizzate per la produzione di energia elettrica, ha superato in Italia, a fine 2017, i 4,2 GW con una crescita complessiva (nel 2017) di 50 MW rispetto ai 40 MW nel 2016.

Il mercato dei micro grid/off-grid

Con una crescente produzione, diffusa su tutto il territorio da parte di tanti impianti minori, aumenta anche la necessità di disporre di reti adatte.

Il termine *micro grid* si riferisce a sistemi elettrici di media e prevalentemente di bassa tensione che contengono generazione (energia rinnovabile distribuita ma anche tradizionale), carichi, sistemi di accumulo ed una rete elettrica che collega tra di loro questi nodi. Queste reti sono gestite in maniera locale e possono funzionare in maniera isolata o collegata alla *macro grid*. Un'altra importante definizione è quella che una *micro grid* è una *customer micro grid*, cioè una rete formata soprattutto da un numero limitato (100-300) di "prosumer" (consumatori che possono operare anche come generatori) e quindi di digitalmeter (contatori intelligenti).

Le *micro grid* sono progettate per un funzionamento autonomo (elettricamente isolato) dalle *macro grid* anche se molte di queste sono normalmente interconnesse alle *macro grid*, acquistando/vendendo energia e servizi elettrici collegati.

In seguito alla crescita degli impianti alimentati da fonti rinnovabili, il mercato dei *micro grid* è atteso in crescita dai 19 miliardi di dollari del 2016 ai 39 miliardi di dollari stimati nel 2022, con un cagr del 12,45%.

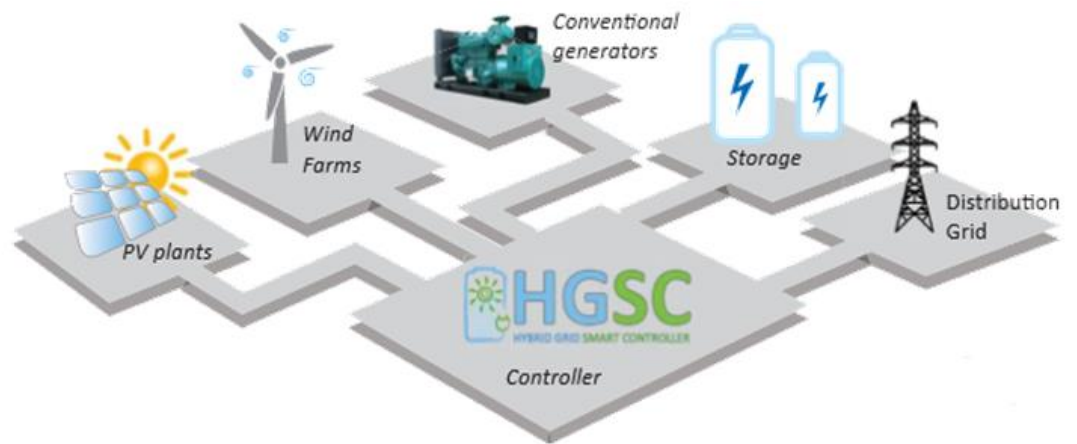
Il mercato dei *remote grid/off grid* è atteso raggiungere i 24,9 miliardi di dollari a fine 2022 dai 9,9 miliardi di dollari del 2016, con un cagr pari al 13,5%.

Il continente africano è atteso essere uno dei principali mercati di *micro* e *off grid*.

Le *micro reti*, non collegate a reti nazionali ma a generatori "off grid" (abituamente funzionano con il diesel) in posti isolati quali per esempio le miniere, necessitano di un sistema di controllo circa l'integrazione di energia elettrica derivante da fonti rinnovabili con le fonti tradizionali impiegate dal generatore. Incrementando l'apporto di energia rinnovabile sulla stessa rete che trasporta energia da fonte tradizionale (*reti ibride*) si rischia che sia la tensione che la frequenza vadano fuori controllo. Con un crescente indice di penetrazione di energia da fonte rinnovabile serve infatti un maggiore controllo di queste "reti ibride".

Questo sistema deve essere in grado di poter gestire un'efficiente interazione tra energie rinnovabili, tradizionali, sistemi di stoccaggio e

la rete di distribuzione dell'energia elettrica.
Renergetica ha realizzato un sistema di controllo delle reti ibride (HGSC)
in attesa di essere brevettato.



Fonte: Renergetica

Attività & Strategie

Renenergetica è attiva, a livello internazionale, nel settore delle energie rinnovabili. L'azienda svolge, principalmente, l'attività di "developer", occupandosi dell'intera fase di sviluppo dei progetti sino al raggiungimento del "ready to build" status.

L'attività di "developer" si articola come di seguito:

- Identificazione del Paese in base alla crescita del Pil (domanda di energia elettrica), alle normative vigenti, al grid code utilizzato (immissione in rete), alle utenze (sia dal punto di vista numerico che della loro localizzazione sul territorio), agli aspetti tecnici del mercato elettrico (verifica della capacità della rete elettrica).
- Analisi e fattibilità di mercato.
- Creazione di apposita società veicolo (special purpose vehicle "SPV").
- Identificazione del terreno adatto e successiva "contrattualizzazione" dello stesso (ottenimento della disponibilità del terreno mediante stipula di idoneo contratto con i proprietari); il contratto stipulato può essere o di acquisto della proprietà oppure di acquisto di un diritto di superficie. Non si predilige, al contrario, un contratto di affitto poiché non facilmente bancabile e non idoneo ad essere oggetto di gravami o garanzie reali.
- Verifica e analisi della connessione.
- Studi di valutazione del rendimento energetico e layout preliminare.
- Studio di fattibilità ambientale.
- Avvio iter autorizzativo.
- Contratti necessari per la connessione in rete.
- Gestione del processo di sviluppo per arrivare al "ready to build".
- Progetto dell'impianto previa verifica di eventuali vincoli.
- Vendita della "SPV" contenente il progetto pronto per la costruzione e successiva messa in produzione.

Renenergetica ha recentemente stipulato il suo primo accordo per lo sviluppo di una pipeline di progetti in co-development. Il partner scelto è la società statunitense "ReneSola", attiva nello sviluppo di progetti solari integrati e quotata al NYSE.

Trattandosi di un'attività ad alta marginalità ma con impatto discontinuo sui ricavi, Renenergetica svolge anche altre attività, caratterizzate da una marginalità inferiore ma continuativa.

Asset Management:

- Controllo e monitoraggio impianti
- Manutenzione sia ordinaria che straordinaria
- Gestione commerciale ed assicurativa
- Analisi e reporting.

Servizi di ingegneria per conto terzi:

- Studi di fattibilità
- Due diligence
- Progettazione
- Project Management

Renergetica opera, inoltre, in qualità di "owner engineer" quale gestore e controllore delle fasi di costruzione, l'esercizio e manutenzione dell'impianto costruito.

Il Gruppo è anche attivo nella "power generation" in qualità di "IPP" (Independent Power Producer) grazie ai 4 impianti di produzione detenuti per il tramite della controllata "Zaon S.r.l." e ubicati a Lomello, Conselice, Spigno e Biella per complessivi 3 MWp. Renergetica beneficia non solo della vendita di energia elettrica al mercato ma anche degli incentivi previsti dal Conto Energia.

Oltre all'attività dedicata agli impianti, Renergetica sta sviluppando possibili soluzioni circa l'integrazione ed il controllo delle "reti ibride" (reti che conducono sia energia elettrica, proveniente da fonte rinnovabile che da fonte tradizionale). Quest'attività è inclusa, per ora, nel segmento "Engineering".

Il sistema "HGSC" da sviluppato dalla società, è applicabile a qualsiasi domanda di carico, da centinaia di kW a diversi MW.



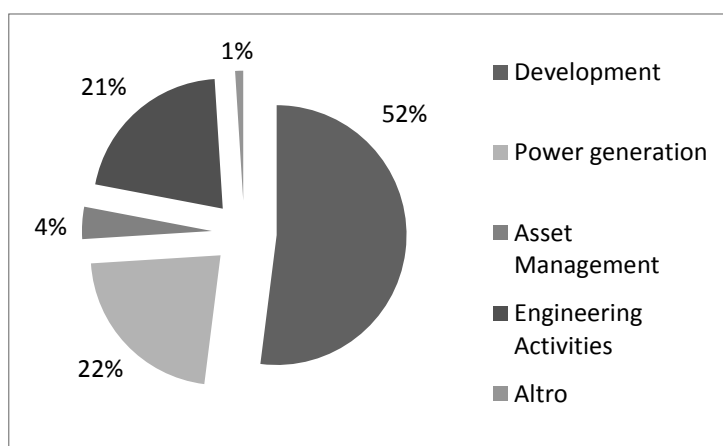
Fonte: Renergetica

Il cosiddetto “Hybrid Grid Smart Controller” (HGSC) comprende una strategia di controllo delle fonti rinnovabili non programmabili che consente di massimizzare l’utilizzo dell’energia a basso costo delle fonti rinnovabili senza compromettere la stabilità del sistema.

Questo sistema si presta, in particolare, per essere impiegato per mini grid e/o off grid come per esempio ospedali, impianti industriali, isole, miniere, resorts ed equipaggiamenti per la ricerca.

Il processo per l’ottenimento del brevetto è in corso.

Nel 2017 il Gruppo Renergetica è stato attivo, per oltre metà del fatturato (52%), nel segmento *development*, seguito dalla *power generation* con il 22% e l’*engineering* con il 21%. Seguono l’*asset management* con il 4% e *altri ricavi* con l’1%.



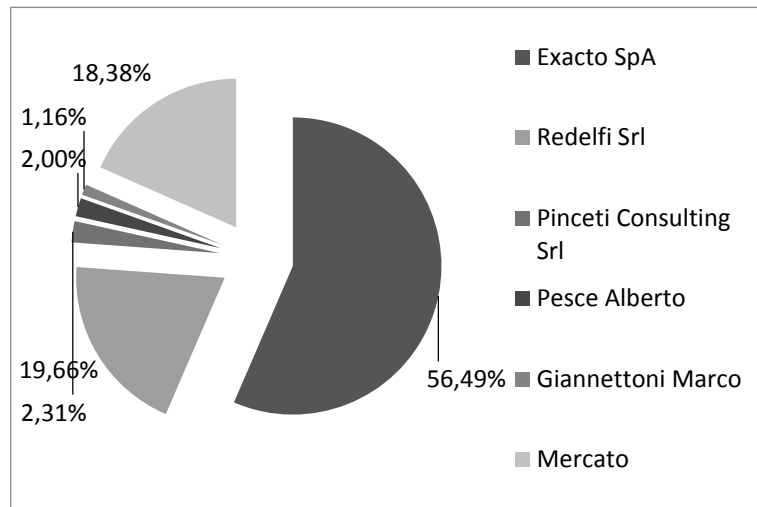
Fonte: Renergetica

Il Gruppo risulta essere principalmente attivo nel segmento dell’energia fotovoltaica ed eolica, seguita dalla “hydro power”, dalle biomasse ed dal segmento termoelettrico. Quest’ultimo solo marginalmente grazie al know how della controllata PDC.

Renergetica quotata sul mercato Aim di Borsa Italiana da agosto 2018 a seguito di un collocamento di 1.351.000 azioni ordinarie sottoscritte in conto aumento di capitale ad un prezzo di collocamento di 1,5 euro per un incasso pari a 2.026.500 euro.

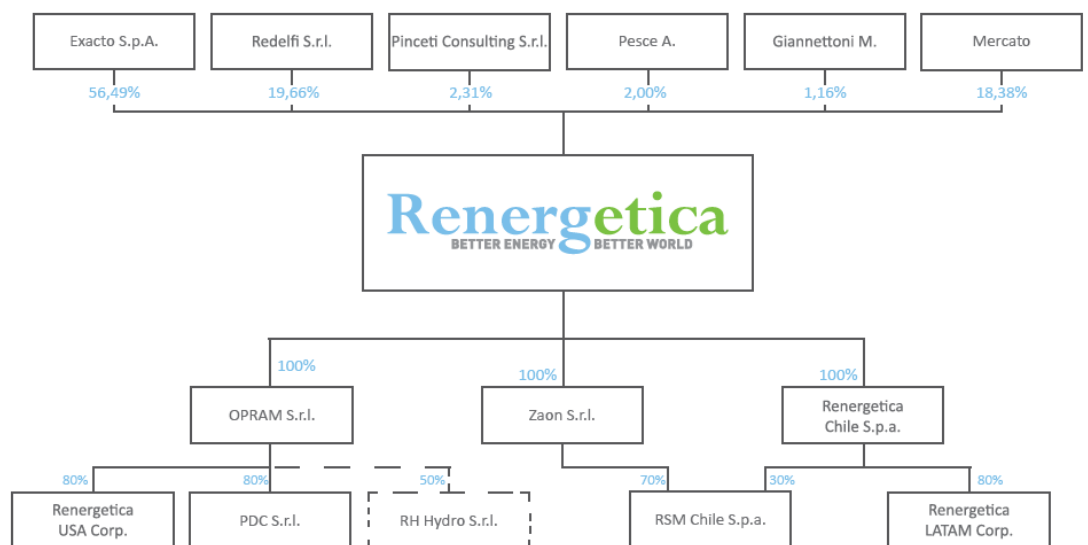
Attualmente il capitale sociale ammonta a 1.005.300 euro ed è suddiviso in 7.351.000 azioni ordinarie.

Il 56,49% del capitale è detenuto da “Exacto SpA” (il 76,83% del suo capitale sociale fa capo a Stefano Giusto), seguita da “Redelfi Srl” con il 19,66% (Davide Sommariva detiene una quota del 50% del capitale sociale). Pinceti Consulting detiene il 2,31% e Alberto Pesce e Marco Giannettoni rispettivamente il 2% e l’1,16%. Il restante 18,38% è rappresentato da flottante sul mercato.



Fonte: Renergetica

L'attuale struttura del Gruppo



Fonte: Renergetica

Renergetica SpA: costituita nel 2008, si occupa sia dello sviluppo che delle attività di ingegneria legate, soprattutto alla sua attività di “developer” di impianti fotovoltaici ed eolici. Inoltre è attiva nella gestione ed ottimizzazione degli impianti stessi. L’azienda sta lavorando allo sviluppo di soluzioni per l’integrazione delle reti ibride. La holding del Gruppo copre il segmento fotovoltaico, eolico ed idrico.

Opram Srl: detenuta al 100% dalla Holding, controlla a sua volta (80%) PDC Srl e Renergetica USA Corp. E' operativa quale sub holding di gestione delle società partecipate. Inoltre, detiene il 50% di RH Hydro, attiva nel segmento del mini hydro, non inclusa nel perimetro di consolidamento.

- **PDC Srl:** acquisita nel 2016, è attiva nell'attività di ingegneria, nel segmento di impianti termoelettrici che impiegano sia fonti rinnovabili (biomasse ed idrico) che tradizionali (gas naturale);
- **Renergetica USA Corp.:** costituita nel 2015, è focalizzata sullo sviluppo in Nord America e nell'area dei Caraibi con particolare attenzione all'Isola di Cuba. La società è focalizzata sia sul segmento fotovoltaico che eolico.

Renergetica Chile SpA: detenuta al 100% da Renergetica. Controlla il 30% di RSM Chile SpA e l'80% di Renergetica LATAM Corp. E' focalizzata sul mercato cileno con attività di sviluppo, ingegneria e gestione di impianti; è attiva nel segmento dell'energia fotovoltaica.

- **RSM Chile SpA:** costituita nel 2014, è focalizzata sul mercato cileno con attività di sviluppo, gestione degli impianti ed attività ingegneristica nel segmento eolico e fotovoltaico e partecipata al 30% da Renergetica Chile ed al 70% da Zaon S.r.l.
- **Renergetica LATAM Corp.:** società di diritto colombiano finalizzata allo sviluppo di autorizzazioni sul mercato rinnovabile colombiano.

Zaon Srl: detenuta al 100% dalla Holding. Detiene a sua volta il 70% del capitale di RSM Chile SpA (il restante 30% della società è detenuta da Renergetica Chile). La società si occupa principalmente della "power generation" da impianti solari, ubicati in Italia a Lomello, Conselice, Spigno e Biella per complessivi 3 MWp.

Nell'arco del 2019 ci attendiamo un riassetto delle partecipate maggiormente efficiente.

Attualmente Renergetica è attiva in Italia, Cile, Usa e da poco tempo anche in Colombia.

Sul mercato italiano sono previsti sia la ripresa dello sviluppo di nuove opportunità nel segmento fotovoltaico in grid parity che l'eventuali acquisizioni sul mercato secondario al fine di espandere il portafoglio di impianti di proprietà.

Sul mercato Usa è partito il primo sviluppo in co-development.

L'azienda ha potuto instaurare sul mercato colombiano un contatto con un importante partner locale industriale.

Il Gruppo continua a selezionare i Paesi a seconda del loro potenziale di crescita, il rischio, i loro codici di rete, la domanda ed il livello di prezzo dell'energia elettrica.

Il Gruppo sta lavorando alacremente sull'ingresso sul mercato africano (Senegal, Algeria, Marocco, Kenya e Tanzania).

Inoltre, è previsto un ingresso sul mercato cubano e canadese.

Renergetica prosegue con lo sviluppo di soluzioni per l'integrazione ed il controllo destinate a reti ibride e/o microgrid in attesa di poter brevettare l'attuale prodotto "HGSC".

Risultati al 30.06.2018

EUR (K)	1H 2017	1H 2018	Var %	1H 2018 PF**
Valore della produzione	844	1.093	29,55	2.173
Materie prime	9	6	-35,58	6
%	1,03	0,51		0,28
Godimento beni di terzi	71	66	-6,48	85
%	8,41	6,07		3,91
Servizi	324	736	127,16	902
%	38,40	67,34		41,51
Valore aggiunto	440	285	-35,24	1.180
%	52,15	26,07		54,30
Personale	251	321	27,52	321
%	29,80	29,33		14,77
Oneri diversi	32	34	8,41	53
%	3,74	3,13		2,44
Ebitda	157	-70	-	807
%	18,62	-		37,09
Ammortamenti & Accantonamenti	27	247	799,23	532
Ebit	129	-317	-	274
%	15,36	-		12,61
Oneri (Proventi) finanziari	-27	-64	-	-151
Utile Ante Imposte	102	-381	-	123
%	12,05	-		5,66
Imposte	6,78	-	-	10
Tax rate (%)	6,67	-	-	8,13
RISULTATO NETTO	95	-381	-	133
%	11,25	-		6,12
Minorities	4.41	54,75	-	55
RISULTATO NETTO DI GRUPPO	99,32	-326	-	188
%	11,77	-		8,65
Cash Flow	122	-134	-	665
%	14,50	-		30,60
PFN	-1.448*	-2.137	-	-6.676
Equity	357*	4	-	2.046
Minorities	3*	-50	-	
PN	360*	-46	-	

Fonte: Renergetica; (*) al 31.12.2017; (**) include il consolidamento di Zoon e Rsm Chile

Renergetica ha chiuso il primo semestre dell'esercizio corrente con un valore della produzione in crescita del 29,55%, beneficiando di maggiori ricavi nel segmento development sia in Cile che negli Usa.

Un sensibile incremento dei costi del personale (+27,52%), dei servizi (+127,16%) e degli oneri diversi di gestione (+8,41%), non controbilanciato dal calo dei costi per materie prime (-35,58%) e del godimento di beni di terzi (-6,48%), hanno portato ad un margine operativo lordo (Ebitda) in rosso per 70 mila euro rispetto al risultato positivo di 157 mila euro registrato al 30.06.2017. L'aumento dei costi è dovuto, principalmente, al sostenuto sviluppo del business negli Stati Uniti.

Sono cresciuti sensibilmente gli ammortamenti e gli accantonamenti (+800%) principalmente a causa di un accantonamento riferibile alla controllata "Opram" in merito ad una possibile passività derivante da un contenzioso fiscale relativo all'anno 2012 per 188,375 mila euro. Si sono aggiunti maggiori ammortamenti tra i quali quelli relativi ai costi di quotazione ed al "brevetto HGSC".

Il risultato operativo netto (Ebit) ha pertanto registrato, al 30.06.2018, un risultato negativo per 317 mila euro contro un utile operativo al 30.06.2017 pari a 129 mila euro.

Rennergetica ha archiviato così i primi sei mesi dell'anno corrente con una perdita pari a 326 mila euro contro un utile pari a 99,3 mila euro registrato al 30.06.2017.

L'indebitamento netto è salito da 1,45 milioni di euro al 31.12.2017 a 2,14 milioni di euro al 30 giugno 2018 ma, successivamente, il Gruppo ha beneficiato di 2 milioni di euro provenienti dall'aumento di capitale funzionale al recente collocamento in borsa.

In merito ai dati semestrali pro forma che includono retroattivamente il consolidamento di Zoon e RSM Chile, il valore della produzione risulterebbe pari a 2.173 mila euro con un margine operativo lordo (Ebitda) pari a 807 mila euro, il risultato operativo (Ebit) di 274 mila euro ed un risultato netto pari a 188 mila euro.

L'indebitamento netto sale a 6,68 milioni di euro contro i -5,02 milioni di euro del bilancio 2017 pro forma.

Con il consolidamento di Zoon e RSM Chile il patrimonio netto ammonta a 2,046 milioni di euro dai 2,070 milioni di euro del bilancio 2017 pro forma.

Outlook 2018-2022

EUR (K)	2017PF	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	CAGR 17/22
RICAVI NETTI	4.555	5.242	8.942	11.350	13.365	13.585	24,43
<i>Development</i>	2.397	3.755	7.450	9.850	11.850	12.050	38,12
<i>Engineering</i>	972	345	350	355	360	365	-17,80
<i>Asset Management</i>	205	222	220	220	220	220	1,39
<i>Vendita Energia</i>	980	920	922	925	935	950	-0,62
Altri ricavi	601	550	80	-	-	-	
VALORE DELLA PRODUZIONE	5.156	5.792	9.022	11.350	13.365	13.585	21,38
Servizi	1.726	2.250	3.250	4.005	4.680	4.750	22,44
%	33,48	38,85	36,02	35,29	35,02	34,97	
Materie prime	342	485	685	780	880	905	21,49
%	6,63	8,37	7,59	6,87	6,58	6,66	
Beni di terzi	221	250	250	270	300	300	6,30
%	4,29	4,32	2,77	2,38	2,24	2,21	
VALORE AGGIUNTO	2.867	2.807	4.837	6.295	7.505	7.630	28,40
%	55,61	48,46	53,61	55,46	56,15	56,16	
Costo del lavoro	528	650	880	950	1.005	1.050	14,74
%	10,24	11,22	9,75	8,37	7,52	7,73	
Oneri diversi di gestione	79	90	90	100	110	110	6,84
%	1,04	1,55	1,00	0,88	0,82	0,81	
EBITDA	2.260	2.067	3.867	5.245	6.390	6.470	18,72
%	43,83	35,69	42,86	46,21	47,81	47,63	
Ammortamenti	628	760	765	771	656	656	0,88
Accantonamenti	383	100	180	235	290	345	-2,07
EBIT	1.249	1.207	2.922	4.239	5.444	5.469	34,36
%	24,22	20,84	32,38	37,35	40,73	40,26	
Oneri (Proventi) finanziari	-264	-142	-345	-370	-350	-330	
UTILE ANTE IMPOSTE	985	1.065	2.577	3.869	5.094	5.139	39,15
%	19,10	18,39	28,56	34,09	38,11	37,83	
Imposte	22	60	536	627	953	1.028	
<i>Tax rate (%)</i>	2,23	5,60	20,80	16,20	18,70	20,00	
RISULTATO NETTO	964	1.006	2.041	4.496	6.046	6.167	44,94
%	18,70	17,36	22,62	39,61	45,24	45,39	
Cash Flow	1.974	1.866	2.986	5.502	6.993	7.168	
%	38,29	32,21	33,10	48,47	52,32	52,76	
PFN	-5.017	-3.911	-5.042	-2.219	1.165	3.113	
Equity	2.070	5.159	7.200	10.690	14.696	16.366	
CIN	7.087	9.069	12.241	12.909	13.531	13.253	
ROI	17,62	13,31	23,87	32,84	40,23	41,27	
ROE	46,57	19,49	28,34	42,06	41,14	37,68	

Stime: Banca Finnat; i dati 2017 includono il consolidamento di Zoon e RSM Chile

Per il periodo previsionale 2018-2022 stimiamo una crescita media annua dei ricavi pari al 24,43% in scia alla sostenuta crescita prevista del "core business" Development (+38,12%) che è atteso a raddoppiare nel 2019 grazie allo sviluppo non solo in Cile ma in particolare negli Usa.

A partire dal 2020 è attesa una maggiore ripresa del mercato italiano grazie ad un crescente raggiungimento della grid parity. Nel 2021 stimiamo un maggiore apporto del mercato colombiano, partito solamente nella seconda metà del 2018.

Previsti stabili gli altri segmenti.

I costi anticipati, da parte di Renergetica, per lo sviluppo dei progetti, spesi e non capitalizzati, peseranno anche in futuro sul margine



operativo lordo (Ebitda) che dovrebbe, comunque, poter crescere (nell'ambito del periodo 2018 - 2022) del 18,72% medio annuo con un margine reddituale (calcolato sul valore della produzione) in crescita dal 43,83% del 2017 al 47,63% a fine periodo previsionale.

Ammortamenti ed accantonamenti stabili dovrebbero consentire al risultato operativo netto (Ebit) di segnare una crescita media annua pari al 34,36% con un Ros in miglioramento dal 24,22% registrato a fine 2017 al 40,26% a fine 2022.

Il calo degli oneri finanziari dovrebbe consentire all'utile ante imposte di segnare un cagr pari al 39,15%.

Un basso tax rate, dovuto sia alle perdite pregresse che all'adesione alla PEX (participation exemption), dovrebbero consentire all'utile netto di segnare una crescita media annua del 44,94% con un net margin in crescita dal 18,70% del 2017 al 45,39% nel 2022.

L'indebitamento netto pari a 3,911 milioni di euro stimato a consuntivo 2018, beneficerà dell'incasso derivante dal collocamento della società sul mercato Aim di Borsa Italiana per 2 milioni di euro. L'indebitamento dovrebbe risalire, nel 2019, fino a 5 milioni di euro (a causa di un maggiore sviluppo, in particolare negli Usa ed in Colombia) per scendere nel 2020 a 2,2 milioni di euro e raggiungere una posizione positiva di cassa per 3,1 milioni di euro a fine periodo previsionale.

Valuation

Ai fini della valutazione applichiamo la metodologia del Discounted Cash Flow con previsione esplicita dei flussi di cassa generati nel quinquennio 2018/2022.

Fissiamo un tasso di crescita perpetua allo 0,5% e calcoliamo un WACC al 10,64% come risultante di un Free Risk Rate al 3%, un Coefficiente Beta pari all'unità ed un Market Risk Premium all'8,63%.

Otteniamo un Enterprise Value pari a 38,977 milioni di euro ed un **Valore ad Equity** pari a **4,7 euro** per azione. La nostra raccomandazione sul titolo è di acquisto.

Cash Flow Model (K €)

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
EBIT	1.207	2.922	4.239	5.444	5.469
Tax rate	5,60	20,80	16,20	18,70	20,00
NOPAT	1.139	2.314	3.553	4.426	4.375
D&A	860	945	1.006	946	1.001
Capex	150	150	200	200	250
CNWC	1.639	2.735	697	718	620
FOCF	210	374	3.661	4.454	4.506

Stime: Banca Finnat

DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	0,5
WACC (%)	10,64
Discounted Terminal Value	29.306
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	9.671
Enterprise Value	38.977
Net financial position as of 30/06/2018	-6.676
Incasso Aumento di Capitale in sede Ipo	2.027
Equity Value	34.328
Nr. Azioni	7.351.000
Value per share	4,7

Stime: Banca Finnat

WACC Calculation (%)

Risk free rate	3,0
Market risk premium	8,63
Beta (x)	1
Cost of Equity	11,63
Equity/(Debt+Equity)	0,89
Gross cost of debt	3,14
Tax rate	16,26
Net cost of debt	2,64
Debt/(Equity+Debt)	0,11
WACC	10,64

Stime: Banca Finnat

Key to Investment Rankings (12 Month Horizon)

BUY: Upside potential at least 15%

HOLD: Expected to perform +/- 10%

REDUCE: Target achieved but fundamentals disappoint

SELL: Downside potential at least 15%

INCOME STATEMENT (Eur k)	2017PF	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Ricavi netti	4.555	5.242	8.942	11.350	13.365	13.585
VALORE DELLA PRODUZIONE	5.156	5.792	9.022	11.350	13.365	13.585
Servizi	1.726	2.250	3.250	4.005	4.680	4.750
Materie prime	342	485	685	780	880	905
Beni di terzi	221	250	250	270	300	300
VALORE AGGIUNTO	2.867	2.807	4.837	6.295	7.505	7.630
Costo del lavoro	528	650	880	950	1.005	1.050
Oneri diversi di gestione	79	90	90	100	110	110
EBITDA	2.260	2.067	3.867	5.245	6.390	6.470
Ammortamenti	628	760	765	771	656	656
Accantonamenti	383	100	180	235	290	345
EBIT	1.249	1.207	2.922	4.239	5.444	5.469
Oneri (Proventi) finanziari	-264	-142	-345	-370	-350	-330
UTILE ANTE IMPOSTE	985	1.065	2.577	3.869	5.094	5.139
Imposte	22	60	536	627	953	1.028
Tax-rate (%)	2,23	5,60	20,80	16,20	18,70	20,00
Risultato Netto	964	1.006	2.041	4.496	6.046	6.167
Cash Flow	1.974	1.866	2.986	5.502	6.993	7.168
BALANCE SHEET (Eur k)	2017PF	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Totale Patrimonio Netto	2.070	5.159	7.200	10.690	14.696	16.366
PFN	-5.017	-3.911	-5.042	-2.219	1.165	3.113
Capitale Investito Netto	7.087	9.069	12.241	12.909	13.531	13.253
FINANCIAL RATIOS (%)	2017PF	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
EBITDA margin	43,83	35,69	42,86	46,21	47,81	47,63
EBIT margin	24,22	20,84	32,38	37,35	40,73	40,26
Net margin	18,70	17,36	22,62	39,61	45,24	45,39
ROI	17,62	13,31	23,87	32,84	40,23	41,27
ROE	46,57	19,49	28,34	42,06	41,14	37,68
GROWTH (%)	2017PF	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Value of Production	-	12,34	55,77	25,80	17,75	1,65
EBITDA	-	-8,54	87,08	35,63	21,83	1,25
EBIT	-	-3,37	142,09	45,10	28,41	0,46
Net Profit	-	4,32	102,93	120,32	34,48	1,99
Cash Flow	-	-5,48	60,04	84,25	27,09	2,51
VALUATION METRICS	2017PF	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
P/E	11,45	10,38	5,12	2,32	1,73	1,69
P/CF	5,59	5,59	3,50	1,90	1,49	1,46
P/BV	5,33	2,02	1,45	0,98	0,71	0,64
EV/SALES	3,52	2,74	1,73	1,12	0,69	0,54
EV/EBITDA	7,10	6,94	4,00	2,41	1,45	1,13
EV/EBIT	12,85	11,89	5,30	2,99	1,70	1,34

Stime: Banca Finnat

BANCA FINNAT S.p.A. E' STATA AUTORIZZATA DALLA BANCA D'ITALIA ALLA PRESTAZIONE DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO DI CUI AL D.LGS.N.58/1998 ED E' SOTTOPOSTA ALLA SUA VIGILANZA NONCHE' A QUELLA DELLA CONSOB.

CIO' PREMESSO, IL PRESENTE DOCUMENTO RIENTRA, PER CONTENUTI E FINALITA', NELL'AMBITO DELLE DISPOSIZIONI FISSATE DAL REGOLAMENTO DELEGATO UE 2016/958 DEL 9 MARZO 2016 E TIENE CONTO DI QUANTO DISPOSTO DAGLI ARTICOLI 34, 36 E 37 DEL REGOLAMENTO DELEGATO UE 2017/565.

IL DOCUMENTO E' STATO REDATTO, SU MANDATO DELLA SOCIETA' OGGETTO DELL'ANALISI, DALL'UFFICIO STUDI E RICERCHE DI BANCA FINNAT NELLA PERSONA DELL'ANALISTA TATJANA EIFRIG. PERTANTO, LA BANCA PERCEPISCE COMPENSI DALLA REDAZIONE DELLO STESSO.

BANCA FINNAT AGISCE IN QUALITA' DI SPECIALIST SUL TITOLO RENERGETICA S.P.A. QUOTATO SUL MERCATO AIM DI BORSA ITALIANA.

I MODELLI DI VALUTAZIONE SONO DISPONIBILI PRESSO IL DIPARTIMENTO DI RICERCA ED ANALISI DELLA BANCA.

L'EMITTENTE NON DETIENE PARTECIPAZIONI NELLA BANCA SUPERIORI AL 5% DEL SUO CAPITALE AZIONARIO TOTALE.

L'UFFICIO STUDI DELLA BANCA E' UN DIPARTIMENTO A SE' STANTE ED E' INQUADRATO NELL'AMBITO DELLA VICE DIREZIONE GENERALE FINANZA CUI RISPONDE DIRETTAMENTE.

NESSUN ANALISTA DELL'UFFICIO STUDI E RICERCHE DELLA BANCA DETIENE STRUMENTI FINANZIARI EMESSI DALLA SOCIETA' OGGETTO DELL'ANALISI NE' SVOLGE RUOLI DI AMMINISTRAZIONE, DIREZIONE O CONSULENZA PER IL SOGGETTO STESSO.

L'ANALISTA DICHIARA DI NON ESSERE A CONOSCENZA DI PERSONE APPARTENENTI ALLA BANCA O AL GRUPPO DELLA BANCA CHE ABBIANO INTERESSI IN CONFLITTO CON UNA VALUTAZIONE OBIETTIVA DELL'OGGETTO DELL'ANALISI.

NESSUNA RICOMPENSA DIRETTA E/O INDIRETTA E' STATA, NE' SARA', RICEVUTA DALL'ANALISTA A SEGUITO DELLE OPINIONI ESPRESSE NELL'ANALISI.

LA REMUNERAZIONE DELL'ANALISTA NON DIPENDE DIRETTAMENTE DALLO SPECIFICO SERVIZIO OFFERTO, DALLE COMMISSIONI DI NEGOZIAZIONE NE' DA ALTRE OPERAZIONI SVOLTE DALLA BANCA O DA SOCIETA' APPARTENENTI ALLO STESSO GRUPPO.

I RESPONSABILI DEI SERVIZI DELLA BANCA CHE POSSONO AVERE INTERESSE AD INFLUENZARE LA VALUTAZIONE DELL'OGGETTO DELL'ANALISI HANNO SOTTOSCRITTO APPOSITA DICHIARAZIONE NELLA QUALE SI OBBLIGANO A NON INTERFERIRE IN ALCUN MODO CON L'ATTIVITA' DI VALUTAZIONE DELL'ANALISTA.

NESSUNA PERSONA DIVERSA DALL'ANALISTA HA AVUTO ACCESSO AI CONTENUTI DELL'ANALISI PRIMA DELLA SUA DIFFUSIONE.

LA BANCA VIETA AI PROPRI DIPENDENTI DI:

i. RICEVERE COMUNQUE INCENTIVI DA PARTE DELLA SOCIETA' OGGETTO DELL'ANALISI O

ii. PROMETTERE TRATTAMENTI DI FAVORE NEI CONFRONTI DEL MEDESIMO OGGETTO DELL'ANALISI.

DAL MOMENTO IN CUI L'UFFICIO STUDI INIZIA LA PREDISPOSIZIONE DEL DOCUMENTO E FINO A QUANDO ESSO NON E' PUBBLICATO SUL SITO DI BORSA ITALIANA E' INOLTRE FATTO DIVIETO A TUTTI I DIPENDENTI DELLA BANCA, IVI COMPRESI I COMPONENTI DELL'UFFICIO STUDI, DI COMPIERE QUALSIASI OPERAZIONE PERSONALE RIGUARDANTE LO STRUMENTO FINANZIARIO OGGETTO DEL DOCUMENTO STESSO.

QUALSIASI OPINIONE, PREVISIONE O STIMA CONTENUTA NEL PRESENTE DOCUMENTO E' ESPRESSA SULLA BASE DELLA SITUAZIONE CORRENTE ED E' QUINDI POSSIBILE CHE I RISULTATI O GLI AVVENIMENTI FUTURI SI DISCOSTINO RISPETTO A QUANTO INDICATO IN TALI OPINIONI, PREVISIONI E STIME.

L'ATTENDIBILITA' DELLE FONTI, ALLA DATA DEL PRESENTE DOCUMENTO, NON RISULTA ESSERE OGGETTO DI ACCERTAMENTI, PROVVEDIMENTI O PUBBLICHE SMENTITE DA PARTE DI AUTORITA' GIUDIZIARIE O DI VIGILANZA.

E' PRASSI SOTTOPORRE LA BOZZA DELL'ANALISI EFFETTUATA, SENZA VALUTAZIONE O PREZZO DI RIFERIMENTO, ALLA SOCIETA' OGGETTO DI ANALISI, ESCLUSIVAMENTE AL FINE DI VERIFICARE LA CORRETTEZZA DELLE INFORMAZIONI IVI CONTENUTE E NON DELLA VALUTAZIONE.

IL PRESENTE DOCUMENTO NON COSTITUISCE IN ALCUN MODO UNA PROPOSTA DI CONCLUSIONE DI CONTRATTO, NE' UN'OFFERTA AL PUBBLICO DI PRODOTTI FINANZIARI, NE' UN CONSIGLIO O UNA RACCOMANDAZIONE DI ACQUISTO O VENDITA DI UN QUALSIASI PRODOTTO FINANZIARIO.

LA RIPRODUZIONE, ANCHE PARZIALE, DI QUESTO DOCUMENTO E' CONSENTITA PREVIA CITAZIONE DELLA FONTE. IL PRESENTE DOCUMENTO, O COPIA O PARTI DI ESSO, NON POSSONO ESSERE PORTATI, TRASMESSI, DISTRIBUITI O COMUNQUE UTILIZZATI NEGLI USA O DA PERSONA STATUNITENSE, NE' IN CANADA, AUSTRALIA, GIAPPONE O DA ALCUNA PERSONA IVI RESIDENTE.

LA DISTRIBUZIONE DEL PRESENTE DOCUMENTO IN ALTRI STATI POTRA' ESSERE OGGETTO DI RESTRIZIONI NORMATIVE E LE PERSONE CHE SIANO IN POSSESSO DEL PRESENTE DOCUMENTO DOVRANNO INFORMARSI SULL'ESISTENZA DI TALI RESTRIZIONI ED OSSERVARLE.

CON L'ACCETTAZIONE DELLA PRESENTE ANALISI FINANZIARIA SI ACCETTA DI ESSERE VINCOLATI DALLE RESTRIZIONI SOPRA ILLUSTRATE.

BANCA FINNAT EURAMERICA S.p.A.
Palazzo Altieri - Piazza del Gesù, 49 - 00186 - Roma
Tel (+39) 06 69933.1 - Fax (+39) 06 6784950
www.bancafinnat.it - banca@finnat.it
Capitale Sociale: Euro 72.576.000,00 i.v.
ABI 3087.4

R.E.A. n. 444286 - P.IVA n. 00856091004
C.F. e Reg. Imprese di Roma n. 00168220069
Iscritta all'albo delle banche - Capogruppo del gruppo bancario
Banca Finnat Euramerica, iscritta all'albo dei gruppi bancari
Aderente al fondo interbancario di tutela dei depositi