

RACCOMANDAZIONE
Buy
Target Price
4,8 €
Prezzo al 18/04/2019
3,24 €

Renergetica

Settore: Renewable Energy
Codice di negoziazione Bloomberg: REN IM
Mercato AIM

Capitalizzazione di Borsa:	23.817.240 €
Numero di azioni:	7.351.000
Patrimonio netto al 31.12.2018:	5.242.999 €

Data ed ora
di produzione:
19.04.2019 ore 09.00
Data ed ora
di prima diffusione:
19.04.2019 ore 12.00
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 anche nei luoghi più remoti

- Renergetica S.p.A. è attiva, a livello internazionale, nel settore delle energie rinnovabili, principalmente in qualità di "Project Developer" di impianti fotovoltaici ma anche eolici. In modo minore è anche operativa quale Asset Manager, "Independent Power Producer" ed inoltre, offre servizi di engineering.
- Proprio il segmento dedicato all'engineering è attivo nella realizzazione di 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 Colombia. E' prevista, nel prossimo futuro, l'espansione anche sul mercato canadese e sul continente africano.
- Il settore dell'energia rinnovabile è tuttora atteso in crescita, spinto proprio da aree prive di energia elettrica quali molte zone del continente africano ed anche del Canada.
- 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 2019-2023 stimiamo una crescita media annua dei ricavi pari al 24,83%. L'Ebitda dovrebbe poter crescere ad un cagr pari al 24,14% mentre l'Ebit dovrebbe poter segnare una crescita media annua del 37,77%. Il risultato netto d'esercizio portarsi dai 0,855 milioni di euro del 2018 a 5,234 milioni di euro nel 2023 (cagr +43,69%).

Anno al 31/12 (k €)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Ricavi netti	6.279	7.756	11.759	14.638	17.775	19.033
Valore della Produzione	6.650	8.756	11.759	14.638	17.775	19.033
Valore Aggiunto	3.805	4.551	6.084	8.478	9.265	10.083
EBITDA	2.941	3.511	4.879	7.218	7.950	8.668
EBIT	1.521	2.356	3.734	6.113	6.830	7.548
Utile netto	855	1.542	2.845	4.236	4.735	5.234
Cash-flow	2.353	2.757	4.060	5.421	5.945	6.454
Pfn	-8.015	-5.277	-7.837	-7.742	-9.839	-10.539
Roe	16,30	23,03	32,75	37,15	35,54	36,42

Fonte: Renergetica; Stime: Banca Finnat

Il Mercato di Riferimento

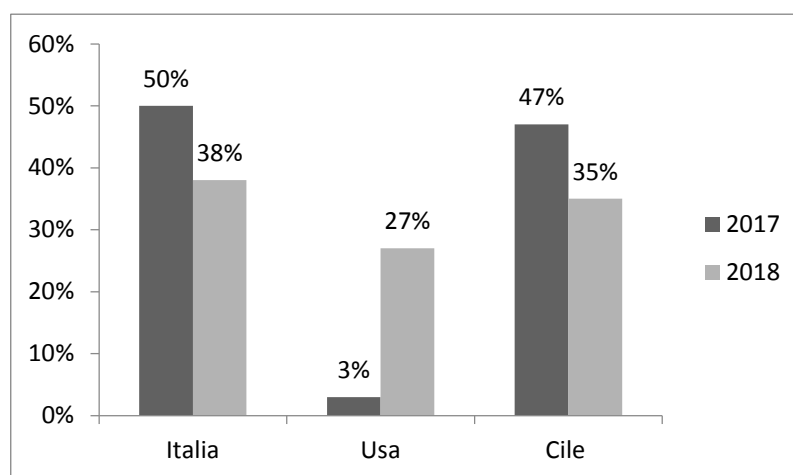
Renenergetica S.p.A. è attiva, a livello internazionale, nel settore dell'energia rinnovabile, principalmente in qualità di "Project Developer" e marginalmente quale Asset Manager e "Independent Power Producer" (IPP). Inoltre, a supporto dell'attività principale, offre anche servizi di ingegneria per 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 e mini idrica.

Al 31.12.2017 il 50% del fatturato proveniva ancora dall'Italia, seguito con il 47% dal Cile e con il restante 3% dagli Usa.

Al 31.12.2018 si è potuto registrare, invece, un sensibile cambiamento nel break down geografico. La presenza sul mercato italiano e su quello cileno è scesa, rispettivamente, al 38% ed al 35% a favore dell'importante mercato USA che si è portato al 27%. Il 62% del fatturato deriva ora dall'estero.

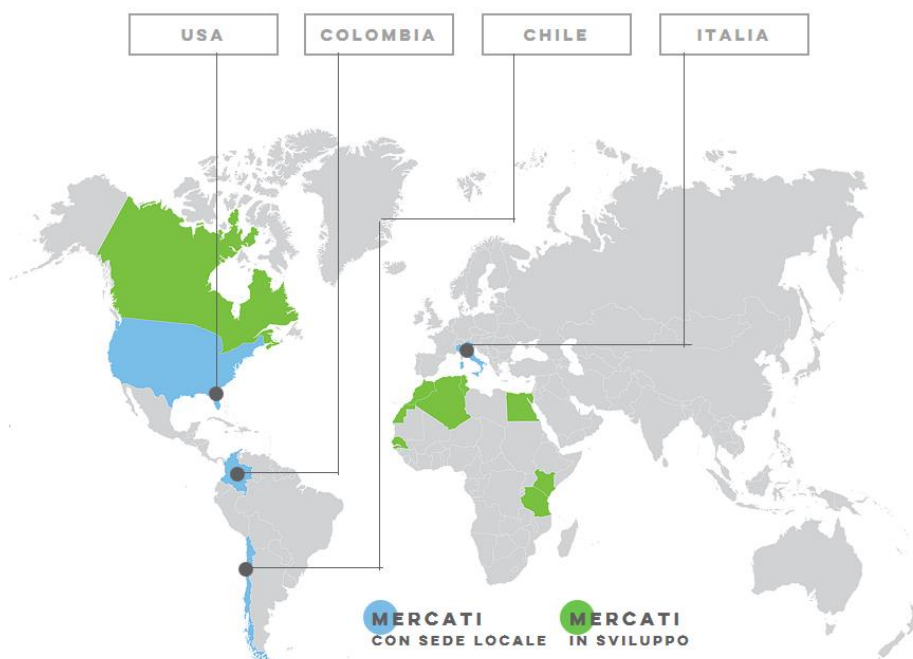


Fonte: Renenergetica- break down ricavi 2017 vs 2018

Da poco è diventata operativa anche la quarta sede, ubicata a Bogotá (Colombia) ed il Gruppo ha già avviato importanti contatti che hanno consentito l'avvio della realizzazione di due progetti.

Renenergetica intende introdursi anche su altri mercati esteri quali il Canada 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

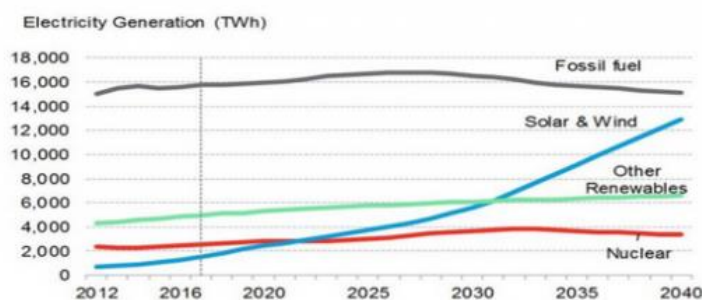
La *trasformazione energetica* che stiamo vivendo da circa un decennio si basa sui seguenti pilastri principali: l'incremento della produzione da fonte rinnovabile, efficientamento energetico, miglioramento delle batterie da stoccaggio, crescente impiego della tecnologia "blockchain" (trattasi di un 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".

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

Un altro importante driver del mercato delle energie rinnovabili dovrebbe arrivare dal settore dei trasporti, con una crescente mobilità elettrica.

Pertanto, il settore delle energie rinnovabili dovrebbe poter accelerare, nel prossimo decennio ed anche oltre. La crescita maggiore è prevista, in particolare, nei segmenti dell'energia solare ed eolica. Anche le risorse finanziarie saranno principalmente destinate a questi due segmenti.

Projected development of electricity generation up to 2040



Source: Bloomberg New Energy Finance, New Energy Outlook 2017

Secondo l'Agenzia Internazionale dell'Energia (AIE), entro il 2022 le fonti rinnovabili dovrebbero poter contribuire per il 30% all'energia prodotta a livello globale (attualmente il 24%). In particolare Cina ed Usa, che finora hanno prodotto principalmente con il carbone, dovrebbero accelerare le dismissioni delle centrali a carbone.

Mentre la Cina sta accelerando sull'abbandono delle fonti fossili, gli Usa sono caratterizzati da una politica nazionale che spinge verso il ritorno al carbone anche se le fonti rinnovabili forniscono il 18% dell'energia prodotta su base annua (ottobre 2017). In California, per esempio, il 30% dell'energia venduta deriva da fonti energetiche rinnovabili mentre nello Stato di New York la percentuale è al 23%.

La Cina, approfittando del momentaneo rallentamento degli Usa, intende confermarsi quale leader mondiale nel settore delle tecnologie rinnovabili.

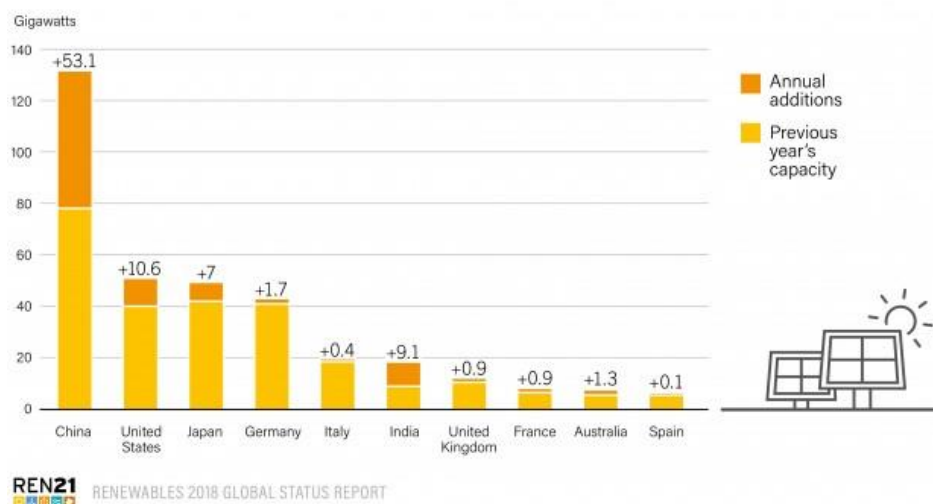
Tra i mercati a maggiore crescita evidenziamo anche quelli dell'America Latina.

Il mercato fotovoltaico

Il mercato fotovoltaico prosegue con la sua crescita. Il 2017 ha visto al primo posto, per nuova capacità aggiunta (+53,1 GW), la Cina. Seguono gli Usa (+10,6 GW), l'India (+9,1 GW), il Giappone (+7 GW), la Germania (+1,7 GW) e l'Australia (+1,3 GW).

A livello di capacità complessiva installata al primo posto troviamo sempre la Cina, seguita dagli Usa, Giappone, Germania e Italia. Al sesto posto si trova l'India, seguita da Gran Bretagna, Francia, Australia e Spagna.

Solar PV Capacity and Additions, Top 10 Countries, 2017



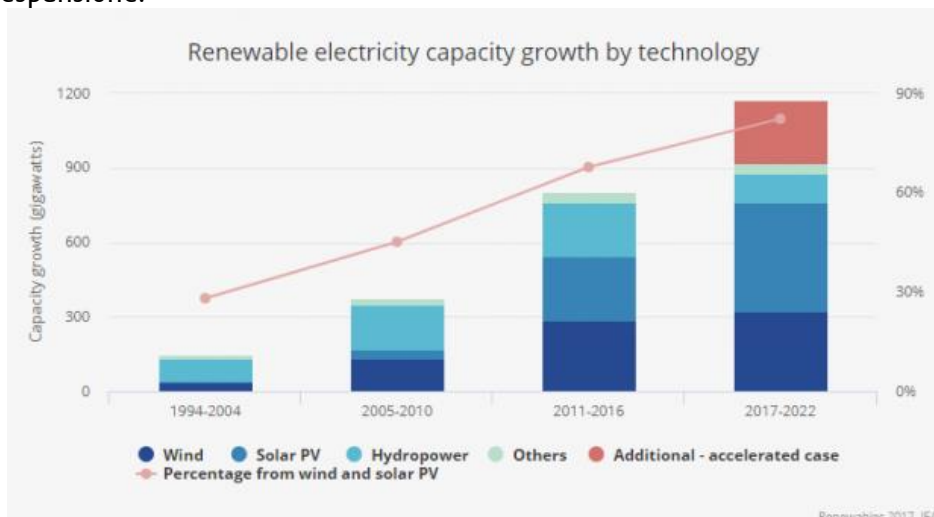
A livello mondiale, nel corso del 2017, sono stati installati 99,1 GW e per il 2018 si stima il superamento del livello di 100 GW. Entro il 2022 l'energia solare dovrebbe poter crescere di ulteriori 621,7 GW. A livello globale, nel 2017 è stata installata più capacità solare fotovoltaica di qualsiasi altra tecnologia di produzione di energia tanto da aver quasi raggiunto il doppio di capacità rispetto all'eolico.

Il fotovoltaico dovrebbe diventare, entro il 2021, la fonte di energia dominante grazie ad un rapporto costo-efficacia in forte miglioramento.

Il mercato fotovoltaico dovrebbe risultare, almeno per il periodo 2017-2022, il



segmento delle energie rinnovabili a maggiore potenziale di crescita. L'energia eolica dipende maggiormente dalle caratteristiche meteorologiche e risulta essere più costosa mentre l'energia idrica trova un limite naturale nella sua espansione.



Il mercato europeo è da considerarsi un mercato piuttosto “maturo” rispetto all’area asiatica ed anche rispetto al continente americano. Prima dell’avvio della produzione cinese “molto economica” e del progressivo taglio ai rispettivi “Feed-in-Tariff” nazionali, il fotovoltaico europeo risultava essere il più avanzato al mondo.

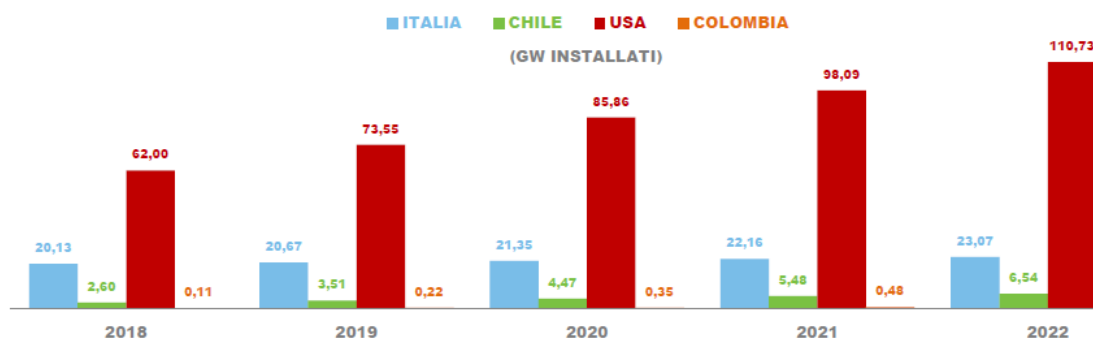
I due fattori suddetti avevano portato, temporaneamente, ad un crollo del mercato, ma questo sembra essere ripartito spinto da aste competitive al ribasso, una crescente diffusione dell’energy storage ed una maggiore spinta alla mobilità elettrica.

Sul mercato italiano, e non solo, si stanno affermando, negli ultimi anni in modo crescente, gli impianti di piccola taglia e le installazioni domestiche.

Il mercato europeo sembra essere così tornato nuovamente interessante. Nel solo 2018 sono stati installati oltre 12,6 GW contro i 9,2 GW installati nel 2017.

I mercati di riferimento per Renenergetica sono attualmente rappresentati da un mercato italiano piuttosto maturo, da un mercato Usa atteso in forte crescita ed un mercato del Sudamerica per ora rappresentato da Cile e Colombia ancora agli albori. Renenergetica sembra essersi inserita su questi mercati in un momento propizio.

Come si evince dal grafico, la maggiore crescita è attesa sul mercato Usa, seguito da un mercato italiano stabile e da mercati quali Cile e Colombia in lenta ma costante crescita.



Fonte: Renenergetica/GlobalData

Il mercato eolico

Nel 2017 sono stati installati 52,5 GW portando la potenza totale globale a 540 GW. Nel 2001 erano appena 24 GW. I primi 10 Paesi contribuiscono per l'85% del mercato ma vi sono anche nuovi mercati quali l'America Latina e l'Africa-Medio Oriente.

Nel 2017 la Cina ha installato più turbine eoliche rispetto agli altri Paesi (19,2 GW) cioè il 37% del totale.

L'America Latina ha visto l'immissione in rete di appena 2,5 GW eolici (totale di 17,9 GW) mentre in Africa-Medio Oriente sono stati installati soli 621 MW (totale: 4,5 GW).

Nel 2017 i primi dieci Paesi per capacità cumulata sono la Cina (35%), gli Usa (17%) e la Germania con il 10%; seguono l'India (6%), Spagna (4%) e Gran Bretagna (3%). Agli ultimi tre posti troviamo, tutti con il 2% il Brasile, il Canada e l'Italia.

Nei mercati maturi proprio le nuove tecnologie supporteranno lo sviluppo dell'energia eolica.

Attraverso la connettività IoT gli sviluppatori di parchi eolici potranno monitorare in maniera efficace le prestazioni delle turbine eoliche e dei relativi dispositivi connessi installati in luoghi remoti senza che sia necessario alcun intervento manuale.

Anche gli "analytics" e il "cloud" generano opportunità in quanto gli "analytics predittivi" sono diventati un'offerta primaria nei mercati dell'energia eolica, finalizzata principalmente alla riduzione dei guasti e al miglioramento dell'efficienza operativa delle turbine eoliche.

I materiali di ultima generazione offriranno aree di opportunità da esplorare con sempre più innovazioni nella scienza dei materiali e minori costi dell'eolico; le turbine continueranno a crescere in dimensioni e includeranno luci e pale flessibili.

Nei prossimi anni potremmo vedere turbine "parlanti" abilitate per lo IoT, droni e robot progettati per sostituire le ispezioni manuali di turbine e pale eoliche e materiali compositi leggeri ad alta resistenza il cui utilizzo promuoverà l'aumento delle dimensioni delle turbine eoliche.

Il mercato idrico

L'energia idroelettrica rappresenta il 90% della produzione mondiale di energia elettrica da fonti rinnovabili. Il mercato idroelettrico globale è previsto in crescita a 86,2 miliardi di dollari nel 2025 rispetto agli attuali 70,9 miliardi di dollari, pari ad un tasso di crescita medio annuo del 2,5%. I Paesi trainanti di questa crescita dovrebbero essere la Cina, l'India ed il Brasile grazie alla costruzione di mega dighe idroelettriche.

In Sud America quasi il 58% dell'energia elettrica prodotta è di origine idrica ma anche in Austria, Canada, Islanda e Norvegia l'idroelettrico è, da tempo, una primaria fonte di energia.

A livello globale l'Italia, dopo il Giappone, è il Paese che ha utilizzato di più il suo potenziale idroelettrico grazie ad impianti dislocati con densità diversa da nord a sud. In Italia si producono circa 30-40 mila GWh annui di energia idroelettrica che copre circa il 10-15% del fabbisogno energetico nazionale.

Il mercato italiano è da considerarsi "saturato", fatta eccezione per gli impianti del tipo "mini idro".

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 di impianto, dalle caratteristiche ambientali del corso d'acqua scelto per l'installazione e ovviamente anche dalla taglia dell'impianto stesso.

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

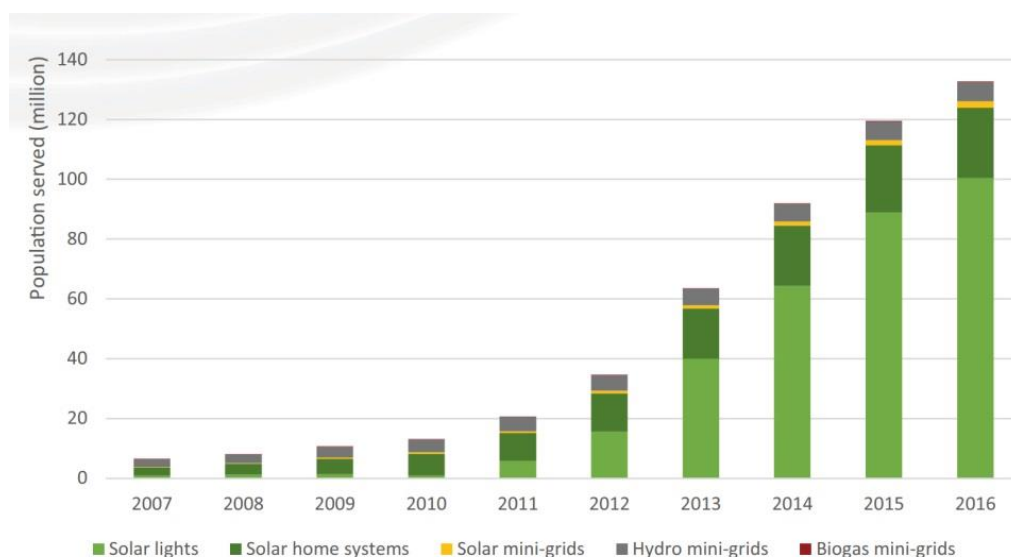
Il mercato dei micro grid/off-grid

La generazione diffusa di energia elettrica sta promuovendo, rapidamente, la realizzazione di micro grid.

Nelle zone maggiormente isolate e nei Paesi meno sviluppati vi è una crescente richiesta di impianti cosiddetti "off-grid", in particolare sul continente africano ed in Asia.

Nel 2008 appena 5 milioni di persone venivano servite, a livello mondiale, da sistemi off grid mentre nel 2016 già 133 milioni di persone ne usufruivano.

La crescita di sistemi "stand-alone" si presenta esponenziale grazie ad un crollo dei costi ed un sempre maggiore sviluppo tecnologico. Inoltre, stanno crescendo catene di distribuzione locali e sistemi di finanziamento agevolato.



Fonte: Irena

Attività & Strategie

Renergetica 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.

Renergetica, oltre all'attività di sviluppo che svolge in proprio, ha stipulato un accordo di co-sviluppo avente ad oggetto una pipeline di progetti negli Stati Uniti. Il partner scelto è la società statunitense "ReneSola", attiva nello sviluppo di progetti solari integrati e quotata al NYSE.

Essendo l'attività di sviluppo un business ad alta marginalità ma con impatto discontinuo sui ricavi, Renergetica svolge anche altre attività caratterizzate da una marginalità inferiore ma continuativa. Comunque, la discontinuità dei ricavi dovrebbe venir mitigata anche grazie ad una crescente presenza su mercati diversi. Con un crescente numero di MWp vendibili, ci si attende una maggiore continuità dei ricavi nel segmento "development" già a partire dal 2020.

Renergetica ha avviato un processo in merito ad una sempre maggiore focalizzazione sul solo segmento del "development" pur rimanendo anche:

Asset Manager:

- 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, anche in qualità di "owner engineer" quale gestore e controllore – per conto dell'investitore - delle fasi di costruzione, esercizio e manutenzione dell'impianto costruito.

Renergetica ha però deciso di ridimensionare, in qualche modo, i servizi di ingegneria, cedendo la controllata PDC operativa proprio in questo segmento. Il Gruppo intende focalizzarsi maggiormente sul segmento del "development" in quanto più redditizio ed incentrato sul mercato rinnovabile.

E' stato già firmato un preliminare di vendita con il socio di minoranza di PDC che dovrebbe concretizzarsi entro giugno dell'esercizio corrente.

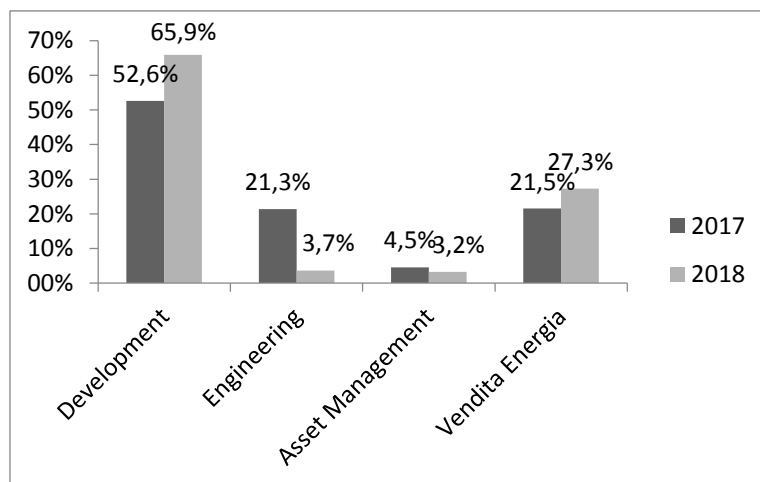
L'attività di ingegneria dovrebbe però essere in qualche modo mantenuta all'interno del Gruppo, anche se in modo più marginale a supporto dell'attività di development e beneficiando di un know-how oramai consolidato.

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.

Il GSE ha comunicato a Zaon il ripristino della tariffa incentivante sospesa per l'impianto di Lomello (697,41 kWp). Grazie a questo ripristino Zaon beneficerà di un aumento dei ricavi per i prossimi 13 anni per un totale di 3,2 milioni di euro. Questo incremento della redditività, però, prevede un "earn out" ai venditori di Zaon pari a 1,6 milioni di euro già imputati nel bilancio 2018.

Zaon ha avviato, inoltre, trattative per la cessione sia dell'impianto di Spigno (1MWp) che di quello di Biella (0,5 MWp) al fine di ridurre l'indebitamento e di realizzare, eventualmente, una plusvalenza. Sono stati avviati i processi di "due diligence" e la chiusura delle operazioni è attesa entro la fine dell'anno corrente.

Renergetica si sta maggiormente focalizzando sul segmento "Development", il quale ha raggiunto, a fine 2018, il 66% del fatturato dal 53% del 2017. Invece, hanno registrato una contrazione i segmenti "Engineering" e "Asset Management", rispettivamente, dal 21,3% (2017) al 3,7% a fine 2018 (impatta la cessione di PDC) e dal 4,5% al 3,2%. La "Vendita di energia" è salita, invece, dal 21,5% al 27,3%, avendo beneficiato della decisione del GSE, del ripristino retroattivo degli incentivi.



Fonte: Renergetica – Breakdown del fatturato 2017 vs 2018 per segmento di attività

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", 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) costituisce 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.

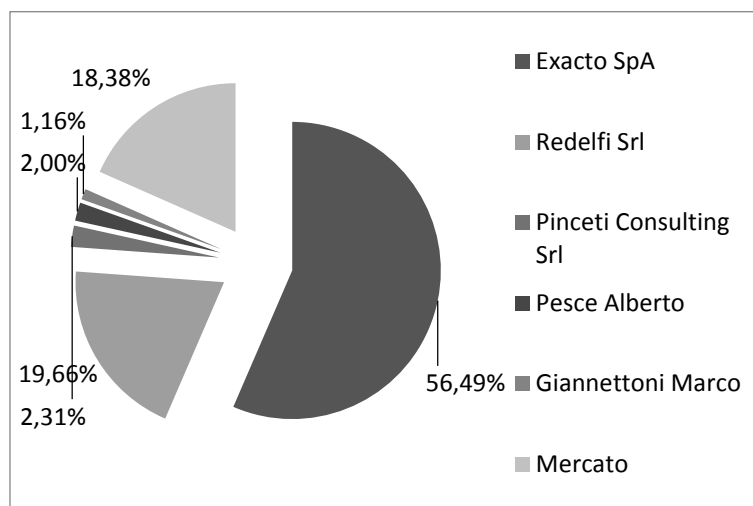
Questo sistema si presta, in particolare, per essere impiegato per mini grid e/o off grid per ospedali, impianti industriali, isole, miniere, resorts ed equipaggiamenti per la ricerca.

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

Renergetica si è collocata sul mercato AIM di Borsa Italiana il 9 agosto del 2018 ad un prezzo di collocamento pari ad 1,5 euro per azione.

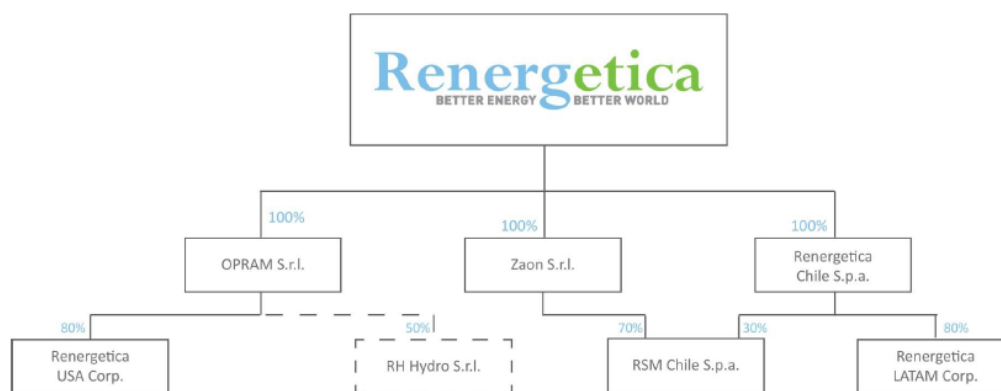
Attualmente il capitale sociale ammonta a 1.005.300 euro ed è suddiviso in 7.351.000 azioni ordinarie.

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 anche 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%) 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). Non è escluso che Renergetica intenda salire al 100% della società.

- *Renergetica USA Corp.:* costituita nel 2015, è focalizzata sullo sviluppo in Nord America. La società è focalizzata sia sul segmento fotovoltaico che eolico.

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 (per due dei quali è prevista la cessione entro l'anno corrente).

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.

Nell'arco del 2019 ci attendiamo un riassetto delle partecipate con l'incorporazione, per fusione, di Opram ed un accorpamento tra Renergetica Chile e RSM Chile.

Attualmente Renergetica è attiva in Italia, Cile, Usa e Colombia.

L'attuale pipeline prevede, nel breve, (impianti fotovoltaici):

- Italia: 250 MW
- USA: 350 MW
- Cile: 100 MW
- Colombia: 50 MW

Sul mercato italiano è prevista la ripresa dello sviluppo di nuove opportunità nel segmento fotovoltaico in grid parity.

Nella seconda metà del 2018, spinto dai prezzi dei moduli in calo ma allo stesso tempo dotati di una maggiore efficienza ed anche grazie ad un aumento del prezzo dell'energia elettrica, il mercato italiano è divenuto nuovamente interessante per investitori istituzionali. Questo ha portato ad un incremento della domanda di nuove autorizzazioni fotovoltaiche sul mercato domestico.

Sul mercato Usa è partito il primo sviluppo in co-development con "ReneSola". Renergetica intende incrementare velocemente lo sviluppo sul mercato USA il quale si conferma, dopo la Cina, il mercato a maggior crescita, in particolare, nel segmento dell'energia fotovoltaica.



In merito al mercato cileno, a novembre 2018 sono state cedute a Total Solar Latin America (controllata del Gruppo Total) le autorizzazioni per la costruzione di tre impianti fotovoltaici per una potenza complessiva di 16,41 MWp. Nella seconda metà di aprile dell'esercizio corrente Renergetica ha concluso la vendita delle autorizzazioni per la costruzione di un impianto fotovoltaico con la società "Building Energy Andes S.p.A. (potenza installata complessiva pari a 6 MWp).

L'azienda ha potuto instaurare, sul mercato colombiano, un contatto con un importante partner industriale locale che le ha consentito di partire con i primi progetti.

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 per un ingresso sul mercato africano in particolare in Senegal, Algeria, Marocco, Kenya e Tanzania. Proprio in quest'ultimo Paese Renergetica ha ricevuto, all'inizio di aprile, la notifica ufficiale relativa all'aggiudicazione di un bando internazionale emesso da TANESCO (Tanzania Electric Supply Company Limited) per servizi di consulenza ai fini dello sviluppo di una rete ibrida (solare/eolica/diesel) in "Mafia Island" (superficie di 394 km² e circa 40.800 abitanti).

Inoltre è previsto, in futuro, un ingresso sul mercato canadese.

Rennergetica 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 31.12.2018

EUR (K)	FY 2017	FY 2018	Var %	FY 2018E
Ricavi netti	4.555	6.279	37,86	5.242
Development	2.397	4.135	72,51	3.755
Engineering	972	230	-76,32	345
Asset Management	205,31	202,27	-1,48	222
Vendita di Energia	980	1.712	74,67	920
Altri ricavi	601	371	-38,39	550
Valore della produzione	5.156	6.650	28,97	5.792
Materie prime	342	24,75	-92,76	485
%	6,63	0,37		8,37
Servizi	1.726	2.561	48,39	2.250
%	33,48	38,52		38,85
Godimento beni di terzi	221	259	17,30	250
%	4,29	3,90		4,32
Valore aggiunto	2.867	3.805	32,70	2.807
%	55,61	57,21		48,46
Personale	528	625	18,38	650
%	10,24	9,40		11,22
Oneri diversi	79	239	202,51	90
%	1,04	3,59		1,55
Ebitda	2.260	2.941	30,11	2.067
%	43,83	44,22		35,69
Ammortamenti & Accantonamenti	1.011	1.420	40,42	860
Ebit	1.249	1.521	21,77	1.207
%	24,22	22,87		20,84
Oneri (Proventi) finanziari	315	514	63,04	142
Svalutazioni	-	75		-
Utile Ante Imposte	985	932,7	-5,31	1.065
%	19,10	14,03		18,39
Imposte	22	(0,4)		60
Tax rate (%)	2,23	-		5,60
RISULTATO NETTO	963	933	-3,11	1.006
%	18,68	14,03		17,36
Minorities	-1	78,55		-
RISULTATO NETTO DI GRUPPO	964	855	-11,35	1.006
%	18,70	12,85		17,36
Cash Flow	1.974	2.353	19,18	1.866
%	38,29	35,38		32,21
PFN	-5.017	-8.015		-3.911
PN	2.070	5.243		5.159

Fonte: Renergetica; Stime: Banca Finnat

Rennergetica ha chiuso l'esercizio 2018 con un valore della produzione consolidato di 6,7 milioni di euro, in rialzo del 29% rispetto ai 5,2 milioni del bilancio 2017 e superiore rispetto a quanto da noi stimato pari a 5,8 milioni di euro. In sensibile crescita il segmento "development" (+72,51%) e la vendita di energia (+74,67%). Quest'ultima ha beneficiato del ripristino retroattivo degli incentivi da

parte del GSE. In lieve calo invece l'asset management (-1,48%) mentre il segmento "engineering" sconta l'uscita di PDC dal Gruppo (-76,32%).

Maggiori costi operativi, in particolare i servizi (+48,39%) ed il personale (+18,38%), comunque in linea con lo sviluppo del business, non hanno impedito al margine operativo lordo (Ebitda) di registrare un aumento pari al 30,11% (da 2,3 milioni di euro a fine 2017 a 2,9 milioni di euro al 31.12.2018), con una marginalità (rispetto al valore della produzione) in crescita dal 43,83% al 44,22%. Le nostre stime prevedevano, invece, un Ebitda pari a 2,1 milioni di euro con una marginalità al 35,69%.

In merito al risultato operativo netto (Ebit), questo ha raggiunto, dopo maggiori ammortamenti (+40,42%), in linea con l'incremento delle attività, euro 1,52 milioni in aumento di oltre il 20% rispetto a euro 1,25 milioni al 31.12.2017. La redditività operativa (Ros) è risultata però in calo al 22,87% rispetto al 24,22% dell'esercizio precedente, pur tuttavia migliore rispetto al 20,84% da noi stimato.

In termini di risultato netto di Gruppo, questo è sceso da euro 0,964 milioni al 31.12.2017 a euro 0,855 milioni al 31.12.2018 (-11,35%) contro nostre aspettative pari a un milione.

Il patrimonio netto ha beneficiato di un incasso pari a 2.026.500 euro in sede di quotazioni in borsa, passando dai 2,07 milioni di euro a 5,24 milioni di euro al 31.12.2018.

L'indebitamento netto è passato dai 5,017 milioni di euro a fine 2017 a 8,015 milioni di euro al 31.12.2018. Il dato include l'earn-out legato a Zaon è pari a 1,6 milioni di euro, con conseguente incremento degli oneri finanziari che da 315 mila euro a consuntivo 2017 si sono portati a 514 mila euro a fine 2018 a fronte di soli 142 mila euro da noi stimati per un indebitamento che prevedevamo non superiore a euro 3,9 milioni.

Outlook 2019-2023

EUR (K)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	CAGR 18/23
RICAVI NETTI	6.279	7.756	11.759	14.638	17.775	19.033	24,83
<i>Development</i>	4.135	6.700	10.900	13.750	16.880	18.005	34,21
<i>Engineering</i>	230	260	50	50	50	150	-8,21
<i>Asset Management</i>	202	220	220	220	220	250	4,33
<i>Vendita Energia</i>	1.712	576	589	618	625	628	-18,17
Altri ricavi	371	1.000	0	0	0	0	
VALORE DELLA PRODUZIONE	6.650	8.756	11.759	14.638	17.775	19.033	23,41
Materie prime	25	385	580	780	985	995	109,34
%	0,37	4,40	4,93	5,33	5,54	5,23	
Servizi	2.561	3.570	4.825	5.080	7.205	7.605	24,32
%	38,52	40,77	41,03	34,70	40,53	39,96	
Beni di terzi	259	250	270	300	320	350	6,19
%	3,90	2,86	2,30	2,05	1,80	1,84	
VALORE AGGIUNTO	3.805	4.551	6.084	8.478	9.265	10.083	21,52
%	57,21	51,98	51,74	57,92	52,12	52,98	
Costo del lavoro	625	950	1.105	1.150	1.205	1.285	15,50
%	9,40	10,85	9,40	7,86	6,78	6,75	
Oneri diversi di gestione	239	90	100	110	110	130	-11,46
%	3,59	1,03	0,85	0,75	0,62	0,68	
EBITDA	2.941	3.511	4.879	7.218	7.950	8.668	24,14
%	44,22	40,10	41,49	49,31	44,73	45,54	
Ammortamenti	1.012	770	760	720	720	720	-6,59
Accantonamenti	407	385	385	385	400	400	-0,36
EBIT	1.521	2.356	3.734	6.113	6.830	7.548	37,77
%	22,87	26,91	31,75	41,76	38,42	39,66	
Oneri (Proventi) finanziari	-514	-445	-420	-450	-500	-550	
Rivalutazioni	0	0	0	0	0	0	
Svalutazioni	-75	0	0	0	0	0	
UTILE ANTE IMPOSTE	933	1.911	3.314	5.663	6.330	6.998	49,64
%	14,03	21,83	28,18	38,69	35,61	36,77	
Imposte	0	309	399	1.347	1.505	1.664	
<i>Tax rate (%)</i>	-0,04	16,19	12,03	23,78	23,78	23,78	
RISULTATO NETTO	933	1.602	2.915	4.316	4.825	5.334	41,72
%	14,03	18,29	24,79	29,49	27,14	28,02	
<i>Minorities</i>	79	60	70	80	90	100	
RISULTATO NETTO DI GRUPPO	855	1.542	2.845	4.236	4.735	5.234	43,69
%	12,85	17,61	24,20	28,94	26,64	27,50	
Cash Flow	2.353	2.757	4.060	5.421	5.945	6.454	
%	35,38	31,48	34,53	37,04	33,44	33,91	
PFN	-8.015	-5.277	-7.837	-7.742	-9.839	-10.539	
Equity	5.243	6.693	8.687	11.404	13.323	14.370	
CIN	13.258	11.970	16.524	19.146	23.162	24.910	
ROI	11,47	19,68	22,60	31,93	29,49	30,30	
ROE	16,30	23,03	32,75	37,15	35,54	36,42	

Fonte: Renenergetica; Stime: Banca Finnat

Per il periodo previsionale 2019-2023 stimiamo una crescita media annua dei ricavi pari al 24,83%, in scia alla sostenuta crescita prevista del "core business" Development (+34,21%) e grazie allo sviluppo non solo in Cile ma in particolare anche negli Usa e sul nuovo mercato colombiano. A partire dal 2019 è attesa anche una maggiore ripresa del mercato italiano grazie ad un crescente raggiungimento della "grid parity". Dal 2021 stimiamo un crescente apporto del mercato colombiano, partito nella seconda metà del 2018.

In lieve crescita stimiamo l'asset management (cagr 2019-2023 pari al 4,33%).

Entrambi gli altri due segmenti, engineering e vendita di energia, dovrebbero scontare l'impatto rispettivamente della cessione della controllata PDC (l'engineering dovrebbe registrare un cagr 2019-2023 in calo dell'8,21%) e della cessione di due impianti di produzione di energia (il cagr 2019-2023 circa la vendita di energia dovrebbe registrare un calo del 18,17%).

I costi anticipati, da parte di Renergetica, per lo sviluppo dei progetti, spesi e non capitalizzati, sono destinati a pesare sul margine operativo lordo (Ebitda) che, in ogni caso, dovrebbe riuscire a mantenere una crescita media annua del 24,14% (nell'ambito del periodo 2019 - 2023) con un margine reddituale (calcolato sul valore della produzione) in crescita dal 44,22% del 2018 al 45,54% a fine periodo previsionale.

Ammortamenti ed accantonamenti stabili dovrebbero consentire al risultato operativo netto (Ebit) di segnare una crescita media annua pari al 37,77%, con un Ros in aumento dal 22,87% del consuntivo 2018 al 39,66% da noi previsto a fine 2023.

Una bassa imposizione fiscale per il biennio 2019 - 2020, dovuta principalmente alle perdite pregresse, dovrebbero consentire all'utile netto di segnare una crescita media annua del 43,69% da euro 0,855 milioni a euro 5,23 milioni al 2023 con un net margin in aumento dal 12,85% del 2018 al 27,50% nel 2023.

L'indebitamento netto stimato a 5,28 milioni di euro a consuntivo 2019 dovrebbe raddoppiare nell'arco temporale previsionale, in seguito ad un maggiore sviluppo, in particolare negli Usa ma anche in Cile, Colombia e Italia, per raggiungere a fine periodo previsionale i 10,53 milioni di euro.

Valuation

Ai fini della valutazione applichiamo la metodologia del Discounted Cash Flow con previsione esplicita dei flussi di cassa generati nel quinquennio 2019/2023.

Manteniamo un tasso di crescita perpetua allo 0,5% ma determiniamo un WACC all'8,26%, in calo rispetto al precedente 10,64% in funzione di un abbassamento del Free Risk Rate al 2,75% (dal precedente 3%) e nonostante un aumento del Market Risk Premium al 9,75% (dal precedente 8,63%).

La struttura patrimoniale della società vede un equity al 58% (dal precedente 89%) del capitale investito ed un indebitamento medio al 42% (dal precedente 11%).

I modificati parametri finanziari e patrimoniali determinano un Enterprise Value pari a 43,3 milioni di euro ed un **Valore ad Equity** pari a **4,8 euro** per azione. La nostra raccomandazione permane di acquisto.

Cash Flow Model (K €)

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
EBIT	2.356,0	3.734,0	6.113,0	6.830,0	7.548,0
Tax rate	16,19	12,03	23,87	23,87	23,87
NOPAT	1.974,6	3.284,8	4.653,8	5.199,7	5.746,3
D&A	1.155,0	1.145,0	1.105,0	1.120,0	1.120,0
Capex	150,0	150,0	200,0	200,0	200,0
CNWC	-216,5	5.516,0	3.497,0	4.892,0	2.627,0
FOCF	3.196,1	-1.236,2	2.061,8	1.227,7	4.039,3

Stime: Banca Finnat

DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	0,5
WACC (%)	8,26
Discounted Terminal Value	35.990
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	7.297
Enterprise Value	43.287
Net financial position as of 31/12/2018	-8.015
Equity Value	35.272
Nr. Azioni	7.351.000
Value per share	4,8

Stime: Banca Finnat

WACC Calculation (%)

Risk free rate	2,75
Market risk premium	9,75
Beta (x)	1
Cost of Equity	12,50
Equity/(Debt+Equity)	0,58
Gross cost of debt	3
Net cost of debt	2,4
Debt/(Equity+Debt)	0,42
WACC	8,26

Stime: Banca Finnat

Historical recommendations and target price trend

Date	Rating	Target Price	Market Price
25.10.2018	Buy	4,7 €	1,42 €

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)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Ricavi netti	6.279	7.756	11.759	14.638	17.775	19.033
VALORE DELLA PRODUZIONE	6.650	8.756	11.759	14.638	17.775	19.033
Materie prime	25	385	580	780	985	995
Servizi	2.561	3.570	4.825	5.080	7.205	7.605
Beni di terzi	259	250	270	300	320	350
VALORE AGGIUNTO	3.805	4.551	6.084	8.478	9.265	10.083
Costo del lavoro	625	950	1.105	1.150	1.205	1.285
Oneri diversi di gestione	239	90	100	110	110	130
EBITDA	2.941	3.511	4.879	7.218	7.950	8.668
Ammortamenti	1.012	770	760	720	720	720
Accantonamenti	407	385	385	385	400	400
EBIT	1.521	2.356	3.734	6.113	6.830	7.548
Oneri (Proventi) finanziari	-514	-445	-420	-450	-500	-550
UTILE ANTE IMPOSTE	933	1.911	3.314	5.663	6.330	6.998
Imposte	0	309	399	1.347	1.505	1.664
Tax-rate (%)	-0,04	16,19	12,03	23,78	23,78	23,78
Risultato Netto	933	1602	2915	4316	4825	5.334
Minorities	79	60	70	80	90	100
Risultato Netto Di Gruppo	855	1.542	2.845	4.236	4.735	5.234
Cash Flow	2.353	2.757	4.060	5.421	5.945	6.454
BALANCE SHEET (Eur k)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Totale Patrimonio Netto	5.243	6.693	8.687	11.404	13.323	14.370
PFN	-8.015	-5.277	-7.837	-7.742	-9.839	-10.539
Capitale Investito Netto	13.258	11.970	16.524	19.146	23.162	24.910
FINANCIAL RATIOS (%)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
EBITDA margin	44,22	40,10	41,49	49,31	44,73	45,54
EBIT margin	22,87	26,91	31,75	41,76	38,42	39,66
Net margin	12,85	17,61	24,20	28,94	26,64	27,50
ROI	11,47	19,68	22,60	31,93	29,49	30,30
ROE	16,30	23,03	32,75	37,15	35,54	36,42
GROWTH (%)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Value of Production	28,97	31,68	34,30	24,48	21,43	7,08
EBITDA	30,11	19,40	38,96	47,94	10,14	9,03
EBIT	21,77	54,91	58,49	63,71	11,73	10,51
Net Profit	-11,35	80,40	84,57	48,89	11,76	10,54
Cash Flow	19,18	17,17	47,29	33,52	9,65	8,56
VALUATION METRICS	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
P/E	25,53	14,87	8,17	5,52	4,94	4,47
P/CF	10,12	8,64	5,87	4,39	4,01	3,69
P/BV	4,54	3,56	2,74	2,09	1,79	1,66
EV/SALES	5,07	3,75	2,69	2,16	1,89	1,81
EV/EBITDA	10,83	8,29	6,49	4,37	4,23	3,96
EV/EBIT	20,93	12,35	8,48	5,16	4,93	4,55

Fonte: Rennergetica; 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 APOSITA 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