

RACCOMANDAZIONE
Hold (da Buy)

Target Price
€2,74 (da €4,3)

G Rent S.p.A. 
Settore: Real Estate
Codice di negoziazione Bloomberg: GSR IM
Mercato Euronext Growth Milan
Prezzo al 19/10/2022
€ 2,34 (price at market close)

Capitalizzazione di Borsa: 14.244.750 €

Numero di azioni: 6.087.500

Patrimonio netto al 30.06.2022: 2.373.000 €

Outstanding warrants (1:2): 1.087.500

Debole la crescita del portafoglio

Data ed ora di produzione:
19.10.2022 ore 17:00
Data ed ora di prima diffusione:
20.10.2022 ore 11:30
Ufficio Ricerca ed Analisi
Gian Franco Traverso Guicciardi (AIAF)

Tel. +39 0669933.440

Tatjana Eifrig (AIAF)

Tel. +39 0669933.413

Stefania Vergati

Tel. +39 0669933.228

E-mail: ufficio.studi@finnat.it

- G Rent S.p.A., operativa con il marchio "Gabetti Short Rent" (di seguito GSR o Gabetti Short Rent), è attiva nel settore dell'hospitality, a partire dal 2019, in qualità di property manager per affitti brevi di fascia alta. La prima linea di business "Luxury Houses" riguarda lo "short rent" di immobili di lusso, localizzati in location turistiche esclusive. Nel primo semestre dell'esercizio corrente è stata avviata anche la seconda linea di business "Corporate Houses" che riguarda il property management di pacchetti di unità immobiliari grazie ad un primo accordo su Milano. Entrambe le linee di business vengono supportate dall'attività di interior design.
- Il primo semestre 2022 ha evidenziato un sensibile rallentamento nell'acquisizione di nuovi immobili di lusso da mettere a reddito rispetto alle nostre attese. L'ipotesi di un proseguo di un tale rallentamento anche nel medio lungo periodo ci ha indotto ad un sensibile taglio delle stime.
- Sul periodo 2021-2026 stimiamo ora una crescita media annua del volume d'affari pari al 53,82% dalla precedente stima (periodo 2021-2025) pari al 100%. L'Ebitda, previsto negativo per €379 migliaia a consuntivo 2022, dovrebbe riuscire a portarsi a €1,8 milioni a fine 2026 rispetto ai €5,8 milioni in precedenza da noi ipotizzati per il consuntivo 2025. Un primo utile netto per €713 migliaia dovrebbe essere raggiunto solo nel 2025.
- Portiamo il nostro giudizio sul titolo a "hold" dal precedente "buy" con target price a 2,74€ dal precedente €4,3.

Anno al 31/12 (Eur K)

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Volume d'affari	2.585	3.111	4.989	11.166	18.925	22.260
Valore Aggiunto	-295	-194	-292	805	2.223	2.936
EBITDA	-439	-379	-532	105	1.228	1.806
EBIT	-636	-703	-769	-132	991	1.641
Utile netto	-642	-707	-770	-132	713	1.181
Cash-flow	-444	-383	-533	105	950	1.346
Pfn	1.973	339	-559	-763	1.213	2.269
Equity	2.684	1.665	895	763	1.476	2.657

Fonte: G Rent; stime Banca Finnat

Il Mercato di Riferimento

Gabetti Short Rent è attiva nel settore dell'*hospitality* in qualità di *property manager* per affitti brevi di fascia alta. Il mercato di riferimento è, ancora principalmente, quello nazionale ma in modo crescente anche quello internazionale (St. Barth, Barbados, Spagna, Grecia e Svizzera). Nel prossimo futuro è prevista un'ulteriore espansione a livello mondiale.

Il mercato italiano dello short rent si colloca tra i primi posti a livello europeo per numero di immobili affittati con oltre 550 mila case (stime dell'Aigab – Associazione Italiana Affitti Brevi). Si aggiungono 200 mila seconde case gestite da aziende e 6,3 milioni di seconde case non utilizzate. Il valore complessivo del mercato delle locazioni a breve termine è stimato a circa 10 miliardi di euro.



6,3 milioni
SECONDE CASE
NON UTILIZZATE

550 mila

SECONDE CASE PRESENTI
NEL CIRCUITO DEL VACATION RENTAL

200 mila

SECONDE CASE
GESTITE DA AZIENDE



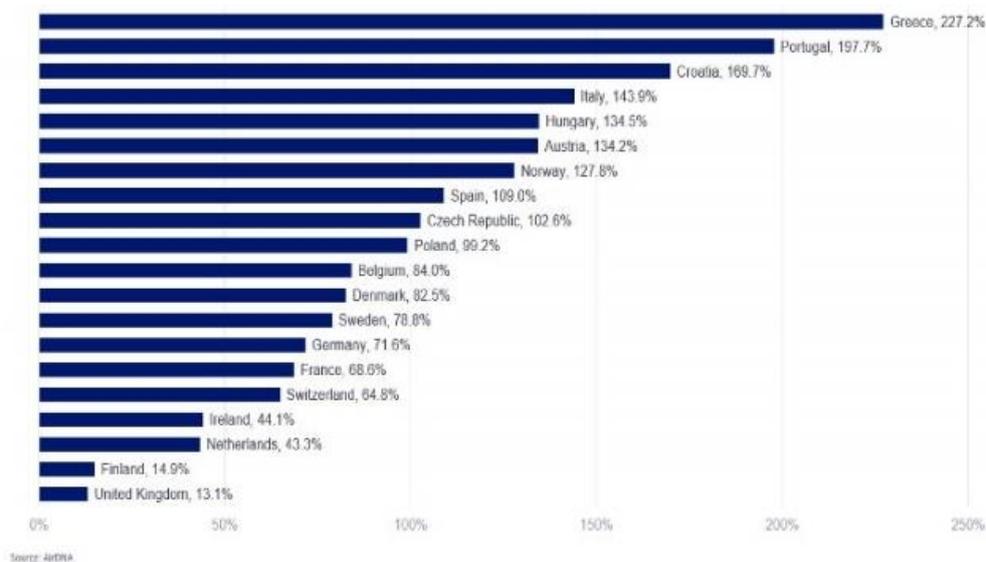
tra i 20 e i 30 mila
GLI OPERATORI PROFESSIONALI
E NON COINVOLTI



10 miliardi
VALORE COMPLESSIVO
DELLE LOCAZIONI A BREVE TERMINE

Fonte: Aigab

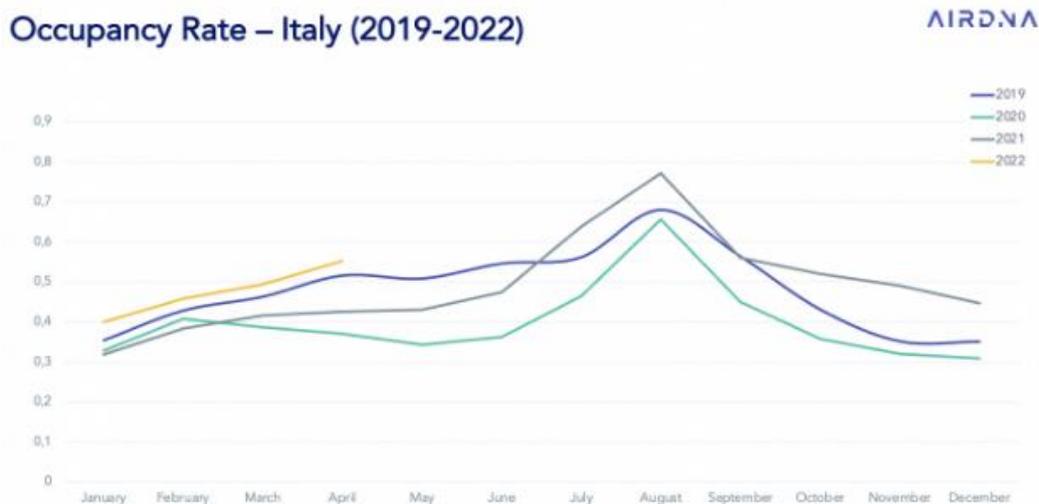
I primi quattro mesi del 2022 hanno visto l'Italia al quarto posto, a livello europeo, per numero di prenotazioni estive, con un incremento del 143,9% rispetto al periodo di confronto. Il Paese viene preceduto solamente da Grecia, Portogallo e Croazia.



Per il trimestre giugno-agosto 2022 si sono registrati aumenti molto consistenti, rispetto allo stesso periodo dello scorso anno, Venezia (+414.8%), Firenze (+410.4%), Napoli (+404.4%), Roma (367.1%), Milano (+269.9%), Bologna (258.1%), Torino (256.8%) e Palermo (224.1%).

A livello di notti prenotate, i numeri presentano un ritorno alla normalità dopo due anni di interruzione dei viaggi globali. Ad aprile 2022 i pernottamenti a breve termine

già hanno segnato un 131% in più rispetto al 2021 ed il 148% in più rispetto al 2020 e solamente un -5% al di sotto dei livelli di pre-pandemia (2019). Il tasso di occupazione ha superato, nei primi quattro mesi del 2022, il livello pre-pandemico.



Source: AIRDNA

Negli altri Paesi europei lo short rent viene principalmente utilizzato nei grandi centri urbani mentre in Italia è molto diffuso anche nei piccoli centri e, soprattutto, nelle location turistiche. Il mercato italiano dispone di 187 località con 15 tipologie di immobili, 5.510 appartamenti e 17.200 posti letto.



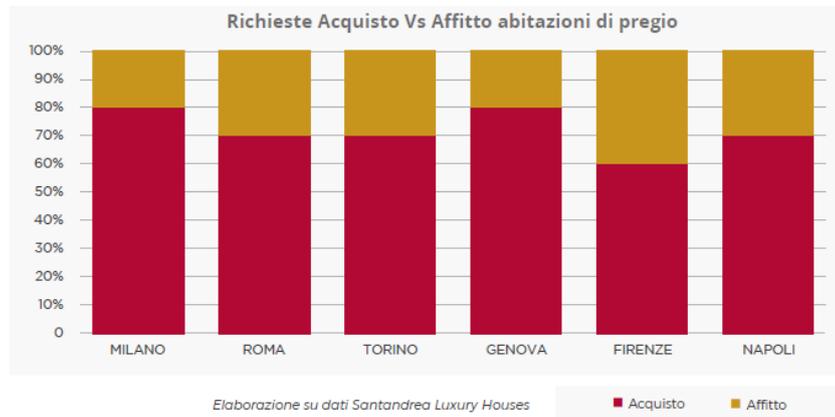
Fonte: Aigab

Gabetti Short Rent si rivolge, però, unicamente, ad un utente finale di altissimo livello, i cosiddetti "High Net Worth Individuals" (HNWI), che cercano immobili apprezzati per la loro qualità, posizione e rarità.

Questo segmento di mercato si è mostrato comunque piuttosto resiliente anche in periodi di crisi ed è proprio la maggiore ricerca di privacy e distanziamento a rappresentare uno dei driver di crescita di questa nicchia di mercato.

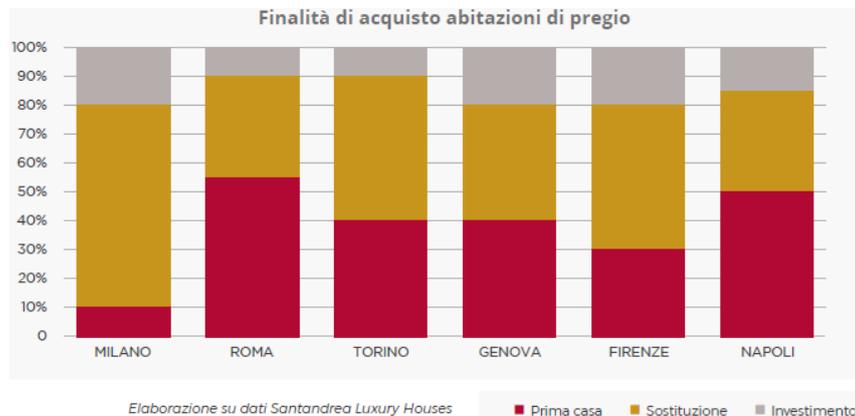
In merito agli immobili di pregio, la vendita (nel 72% dei casi) solitamente prevale sensibilmente rispetto all'affitto (restante 28%) ma Gabetti Short Rent può proporre la messa a reddito di un immobile in attesa della vendita e, perfezionata la quale, mantenere l'incarico per lo Short Rent da parte del nuovo proprietario al fine di consentire a quest'ultimo di fronteggiare meglio i costi di manutenzione che questa tipologia di immobili generalmente comporta.

Il quadro inflazionistico attuale dovrebbe agevolare gli affitti in quanto i mutui stanno diventando sempre più onerosi ed anche sempre più persone molto benestanti preferiscono l'affitto.



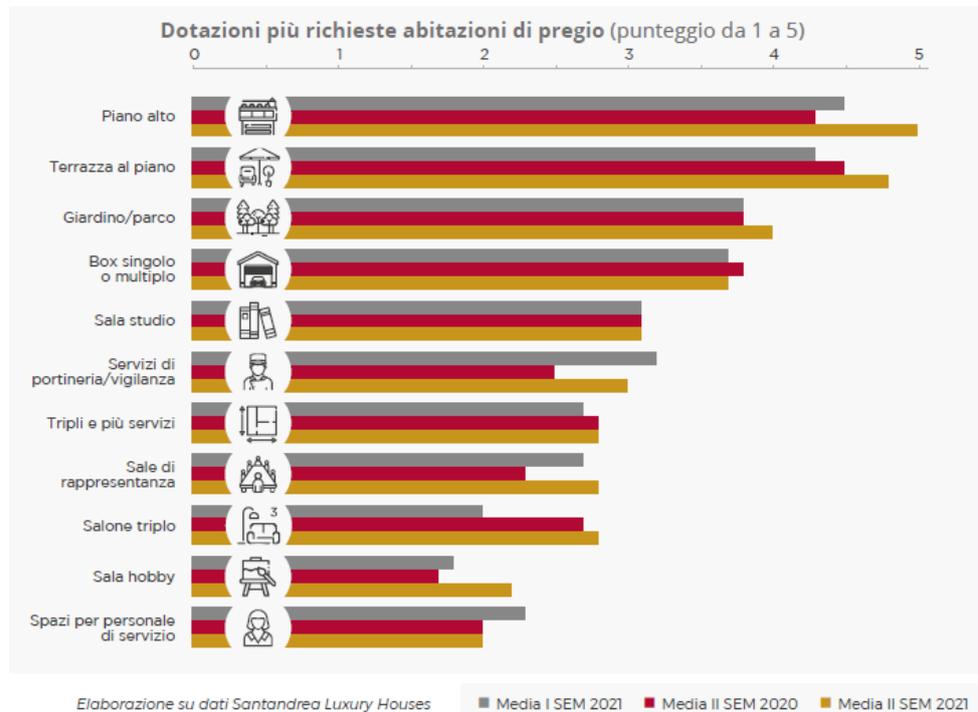
Fonte: Ufficio Studi Santandrea - mercato delle residenze di pregio 2H 2021

Tra le finalità di acquisto di un immobile di pregio si riscontrano alcune differenze tra le singole città. Il segmento "investimento" ricopre abitualmente la quota meno rilevante rispetto a "prima casa" e "sostituzione" ma le principali finalità variano a seconda della città di riferimento.



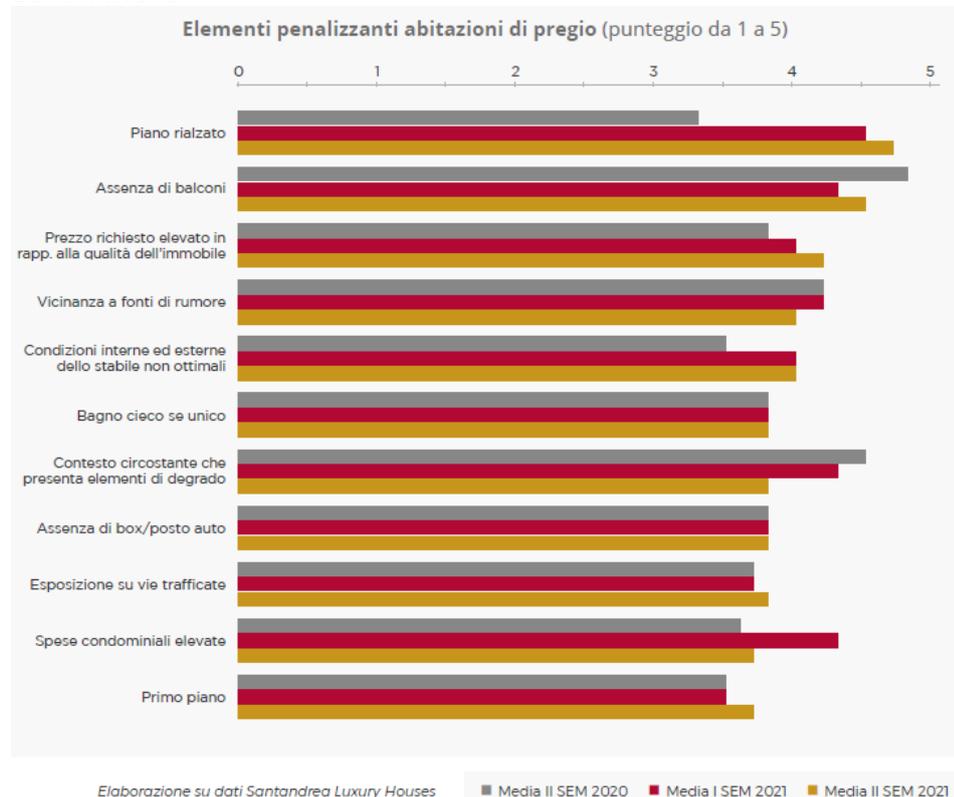
Fonte: Ufficio Studi Santandrea - mercato delle residenze di pregio 2H 2021

Tra le dotazioni maggiormente ricercate evidenziamo il piano alto, la terrazza, un giardino o parco ed un box singolo o multiplo.



Fonte: Ufficio Studi Santandrea – mercato delle residenze di pregio 2H 2021

Tra gli elementi maggiormente penalizzanti evidenziamo il piano rialzato e l'assenza di balconi, seguito da un prezzo richiesto considerato elevato in rapporto alla qualità dell'immobile.



Fonte: Ufficio Studi Santandrea – mercato delle residenze di pregio 2H 2021

Gabetti Short Rent offre, tra i propri servizi, anche quelli legati all'interior design, attività propedeutica e necessaria per rendere gli immobili maggiormente attraenti e funzionali anche alle nuove esigenze emerse a seguito della pandemia. Inoltre, disponendo di un numero di immobili in gestione crescente, questi servizi dovrebbero aggiungersi in modo costante e crescente al core business del Gruppo.

Attività e Strategie

GSR è attiva, principalmente a livello nazionale, nel settore dell'ospitalità in qualità di property manager per affitti brevi nel segmento "luxury". Tale Business Unit è caratterizzata da un portafoglio composto, al 30 giugno 2022, da 69 immobili (60 immobili al 31.12.2021) in gestione diretta in Italia e 311 (147 immobili al 31.12.2021) in gestione condivisa di cui 168 all'estero in partnership con operatori locali (St. Barth, Barbados, Ibiza e Grecia) e 143 in Italia (Sicilia, Puglia, Toscana, Sardegna, Trentino Alto-Adige).

Il mercato di riferimento per la società è ancora principalmente quello nazionale ma in modo crescente anche quello internazionale ed attualmente è presente a St. Barth, Barbados ed in Spagna, Grecia e Svizzera. È previsto, nel prossimo futuro, un'ulteriore espansione a livello globale.

A fine anno 2021 è partita anche la "linea neve", lo short rent di lusso in montagna, che riguarda strutture esclusive tra case e chalet in Italia, Francia e Svizzera. Questo dovrebbe consentire a GSR di ridurre la stagionalità del business.

Nel mese di giugno dell'esercizio corrente la società ha siglato una partnership con Sintattica SeT per la gestione di due residenze appartenute a Lucio Dalla.

La società ha avviato anche la seconda linea di business che riguarda l'attività di property management di business apartments "Corporate Houses", avente come target un'utenza finale sempre di fascia alta che si sposta per lavoro.

GSR ha siglato un primo accordo con Immobiliare Stilicone 15 S.r.l. per la gestione di 18 unità immobiliari a Milano, attualmente già occupate.

A fine maggio è stato siglato un accordo in esclusiva con "Philipp Plein International" per la gestione di top luxury serviced apartments. L'accordo riguarda la gestione in esclusiva, fino al 2035, di 2 buildings, ciascuno di una superficie di almeno 3mila metri quadri, in aree residenziali di pregio nelle città di Milano e Roma. I buildings saranno realizzati con il contributo diretto del fashion designer Philipp Plein.

I clienti di GSR, cioè i proprietari degli immobili, sono rappresentati da privati, fondi, banche, assicurazioni e sviluppatori. L'utente finale, invece, è rappresentato, principalmente, da professionisti, uomini d'affari che si trovano a Milano per un breve-medio periodo.

Le due Business Units sono integrate dalla linea di "interior design". I costi derivanti dai lavori eseguiti vengono ribaltati, in seguito, sul proprietario dell'immobile.

A fine giugno Gabetti Short Rent è entrata nel capitale di SMACE ("Smart Work in a Smart Place"), una startup innovativa con l'obiettivo di promuovere presso le aziende ed i loro collaboratori l'utilizzo di strutture ricettive di lusso destinate al rent per l'attività di smart working.

Il capitale sociale di G Rent S.p.A., attualmente pari a 60.875 euro, è costituito da n. 6.087.500 azioni ed è detenuto per il 23,82% da Esperia Investor S.r.l. (controllata congiuntamente da DB Real Estate S.r.l., società riconducibile alla famiglia Di Bartolo, e Antonio Ferrara), per il 21,03% da Esperia Capital Partners S.r.l. (controllata da Esperia Investor S.r.l.), per il 16,43% da Gabetti Property Solutions S.p.A., per il 12,98% da FamilyFin S.r.l. (L. Maticchioni) e per il 7,89% da Airone 2005 S.r.l. (società controllata da Flacla S.r.l. il cui capitale è al 50% detenuto da L. Melis e al 50% detenuto da G. Rizzo). Il restante 17,85% del capitale è costituito da flottante sul mercato.

Gli outstanding warrants (“Warrant G Rent 2021-2024”), emessi in sede di aumento di capitale a servizio del collocamento in borsa, ammontano a n. 1.087.500. Per il loro esercizio, in rapporto 1:2 (1 Azione di Compendio per ogni n. 2 Warrant posseduti), sono previsti tre periodi di riferimento:

- Primo periodo di esercizio: compreso tra il 3 ed il 14 ottobre 2022 ad un prezzo di sottoscrizione di ciascuna azione di compendio pari a 3,3 euro.
- Secondo periodo di esercizio: compreso tra il 2 ed il 13 ottobre 2023 ad un prezzo di sottoscrizione di ciascuna azione di compendio pari a 3,63 euro.
- Terzo periodo di esercizio: compreso tra il 7 ed il 18 ottobre 2024 ad un prezzo di sottoscrizione di ciascuna azione di compendio pari a 3,99 euro.

Linee di business

Le linee di business si distinguono in “Luxury Houses”, già attiva dal 2019 e “Corporate Houses”, business avviato nel mese di aprile dell’esercizio corrente. Le linee sono integrate in modo sempre più rilevante dall’attività di “interior design”, con un crescente impatto positivo sui ricavi.

La linea di business “Luxury Houses” riguarda lo short rent di immobili di lusso dall’alto valore commerciale e localizzati in location turistiche esclusive. L’attività si rivolge ad una base di utenti finali costituita da “HNWI” (High Net Worth Individuals) i quali necessitano di un livello di privacy e comfort non pienamente realizzabili con una vacanza alberghiera.

Gabetti Short Rent intende costruire un portafoglio omogeneo di immobili di alto valore con i seguenti requisiti unitari:

- Valore commerciale superiore a €2,5 milioni.
- Capacità di generare una rendita da affitto proporzionale al valore commerciale.
- Immobili indipendenti con metratura ampia (superiore ai 250 mq).
- Location di prestigio ad alto richiamo turistico.
- Posizione di pregio (per esempio vista panoramica, vista mare).
- Finiture di alto pregio.
- Presenza di parchi/giardini autonomi e di grandi dimensioni.
- Presenza di piscina o vasca idromassaggio.

I servizi offerti da Gabetti Short Rent riguardano: la valutazione dell’immobile ai fini dello short rent, l’interior design, gestione incassi, operations management (per esempio le pulizie), booking e gestione di check in/check out.

La società raggiunge gli utenti finali tramite le principali piattaforme social ed il proprio sito internet, organizzato come una piattaforma OTA (Online Travel Agency).

L’attività commerciale inizia dal contatto con il potenziale cliente attraverso la rete di segnalatori e collaboratori di GSR. La società si appoggia alle circa 1.200 agenzie in franchising del Gruppo Gabetti e ai collaboratori di Santandrea.

Questa collaborazione non ha però portato, per ora, a sinergie rilevanti in quanto troppo frammentata. Il primo semestre 2022 ha visto l’attività di acquisto di nuovi immobili di pregio in affitto sensibilmente più lenta rispetto alle nostre attese. Pertanto la società, in accordo con il Gruppo Gabetti, intende rafforzare il proprio settore commerciale con un allargamento della forza lavoro dedicata, grazie ad una riorganizzazione interna che dovrebbe vedere un accorpamento delle forze interne. Questo processo di riorganizzazione interna rischia quindi di dare i suoi frutti solo nel

medio lungo periodo. Ci aspettiamo una maggiore ripresa delle acquisizioni di immobili di pregio solamente a partire dal 2024. La società potrà quindi riprendere il suo percorso di crescita ma stimiamo con volumi inferiori rispetto a quanto preventivato in precedenza.

Il proprietario dell'immobile, che decide di affittare quest'ultimo, sottoscrive un contratto con il quale delega a GSR la gestione in "full outsourcing" della proprietà. Una volta preso in carico l'immobile, GSR si occupa di valorizzarlo al massimo attraverso interventi di interior design.

I ricavi provenienti da questo "servizio aggiuntivo" si aggiungono ai ricavi provenienti dalle locazioni degli immobili in gestione.

Concluso l'intervento di interior design, l'immobile viene proposto sul sito di GSR e su alcune delle principali piattaforme OTA internazionali quali Airbnb, Booking.com e VRBO (Homeaway).

Nel mese di febbraio dell'esercizio corrente GSR ha siglato una partnership in esclusiva biennale con Alpitour S.p.A. per lo sviluppo congiunto di "luxury villas" a livello mondiale. Tra i primi progetti evidenziamo la commercializzazione congiunta di un complesso immobiliare esclusivo ubicato a Porto Cervo in Costa Smeralda. Il complesso è composto da 14 ville.

La partnership prevede la fornitura, per i prossimi due anni, di ville di lusso da parte di GSR al Brand di Alpitour "Made by Turisanda" con servizi "tailormade" per una clientela "high spending".

Inoltre, l'accordo ha portato ad un nuovo portale "Villas.turisanda.it" e ad una nuova sezione sul portale B2B EasyBook.

GSR si occupa anche di tutti gli aspetti gestionali relativi all'"hosting" (check in, check out), finanziari (gestione degli incassi, pagamento cedolare secca) e di piccola manutenzione dell'immobile (pulizie, ispezione periodica) nonché di tutti gli aspetti normativi legati alla specifica attività svolta.

Gli immobili di alto pregio vengono abitualmente dotati anche di uno staff addetto al mantenimento dell'immobile ed i costi vengono caricati all'interno delle spese di prenotazione pagate dal cliente finale.

Il back office agisce a supporto di tutte le attività, dalla valutazione degli immobili, alla gestione dei rapporti con i clienti proprietari, alla pubblicazione degli annunci, alla gestione dei rapporti con i service provider (piattaforme OTA), alle prenotazioni e ai rapporti con i fornitori.

Nel mese di aprile dell'esercizio corrente, la società ha avviato anche la seconda linea di business "Corporate Houses" grazie all'accordo siglato con Immobiliare Stilicone in merito a attualmente 18 unità immobiliari a Milano.

L'attività riguarda il property management di pacchetti di unità immobiliari (business apartments) destinati allo short/medium/long rent. Gli appartamenti saranno tutti localizzati all'interno di medesimi buildings (o porzioni di buildings) in modo da ridurre tempi e costi di gestione.

L'utenza target finale è quella "corporate" in mobilità per motivi di lavoro e desiderosa di usufruire di accomodation "alternative" alla sistemazione alberghiera ed in grado di assicurare medesima qualità nei servizi offerti ma maggiore grado di autonomia e privacy.

I buildings saranno ubicati nelle principali città strategiche italiane servite dall'Alta Velocità quali Milano, Roma, Bologna, Firenze e Torino.

I servizi offerti da GSR includono la consulenza e la progettazione, l'interior design, il financial management, operations management e booking con gestione di check

in/check out. Nonostante il sensibile incremento del costo delle utenze, la società è riuscita fino ad ora a trasferire i maggiori costi al cliente.

I clienti proprietari

Luxury Houses: la clientela è rappresentata da privati di alta/altissima fascia che hanno acquistato o ereditato immobili o portafogli di immobili di lusso ed intendono darne la gestione in “full outsourcing” a soggetti terzi. La clientela di GSR è quindi composta dai cosiddetti “High Net Worth Individuals” (HNWI) che possiedono immobili in location esclusive e con i quali la società entra in contatto grazie a segnalazioni del network Gabetti, in particolare la rete di collaboratori Santandrea.

Gli immobili di alta gamma richiedono costi di gestione e manutenzione (ordinaria e straordinaria) molto elevati. Pertanto i proprietari sono sovente inclini a rivolgersi ad un property manager al fine di ottenere una rendita dall’immobile almeno in grado di coprire tali spese.

Corporate Houses: i proprietari degli immobili destinati ad entrare in portafoglio sono abitualmente Gruppi bancari, assicurativi e/o fondi di investimento che possiedono interi “building” o porzioni di questi ultimi.

Gli utenti finali

Luxury Houses: gli utenti finali sono abitualmente viaggiatori di fascia alta che scelgono lo short rent di immobili di lusso per il livello di privacy e tranquillità che questi offrono rispetto alla tradizionale vacanza alberghiera. Anche in questo caso si tratta di HNWI internazionali, in particolare americani, inglesi, australiani e nord europei.

Corporate Houses: l’utenza finale è rappresentata da manager e dirigenti di fascia alta che soggiornano nei grandi centri abitati per lavoro e che cercano indipendenza e privacy. Inoltre, necessitano di soluzioni abitative dotate di buone infrastrutture tecnologiche e servizi extra (pulizie, manutenzioni) inclusi.

Competitors

Tra i principali competitors, attivi nel settore dell’hospitality nel segmento degli affitti brevi, troviamo Emma Villas, Luxury Retreats (acquisita nel 2017 da Airbnb) e Onefinestay. Con un minore valore delle proprietà e ticket medio di locazione evidenziamo Italianway, Wonderful Italy, Sweet guest, CleanB&B, Altido e Halldis.

ESG Highlights: *Environmental, Social, Governance*

Le informazioni di carattere non finanziario relative alle imprese e, in particolare, quelle relative alle tematiche Environmental, Social e Governance (ESG) sono oggetto di crescente attenzione da parte degli investitori [istituzionali] nell'ambito dei propri processi di investimento. Queste informazioni sono maggiormente accessibili al mercato con riferimento alle società a grande capitalizzazione, anche grazie a valutazioni o certificazioni ad agenzie specializzate rispetto a quanto non lo siano per le Small e Micro Cap.

Banca Finnat ha ritenuto di adoperarsi affinché, nelle proprie Equity Company Note, si dia conto delle politiche e delle azioni adottate dalle società quotate oggetto di Analyst Coverage in materia di sostenibilità ambientale, responsabilità sociale e governance (tematiche ESG), esponendo queste informazioni unitariamente in un'apposita sezione. Le informazioni sono state sintetizzate nei riquadri sottostanti così come fornite dalla Società, nell'ambito degli incontri e dei colloqui con gli analisti della Banca propedeutici al rilascio della Equity Company Note, anche sulla base di un apposito questionario elaborato dall'Ufficio Studi della Banca.

ESG

- G Rent S.p.A. è attenta alle politiche ambientali e, con la crescita e lo sviluppo del business, sosterrà iniziative in tale ambito.

ESG

- Esiste un Academy interna al Gruppo Gabetti a cui ha accesso anche il personale di GSR.
- Il personale di GSR è soggetto alle policy di Gruppo in materia di sicurezza e salute del lavoro che ha previsto, tra l'altro, un protocollo aziendale anti Covid 19.

ESG

- Si evidenzia che è prevista la nomina di un amministratore indipendente e di una donna nel Consiglio di Amministrazione della Società.
- Si evidenzia che il ruolo di Presidente e di Amministratore Delegato sono ricoperti da soggetti diversi.

Fonte: informazioni tratte dal questionario ESG compilato dalla Società

ESG Highlights

Risultati al 30.06.2022

EUR (k)	1H 2021	1H 2022	Var%	FY2022E
Volume d'affari Luxury Houses	129	477	269,77	6.457
Volume d'affari Interior Design	0	446		2.900
Volume d'affari Corporate Houses	0	67		450
Totale volume d'affari	129	989	667,04	9.807
Sharing Fee Luxury Houses	91	372	308,79	4842
%	71	78	10,55	75
Altri proventi	0	321		125
VALORE DELLA PRODUZIONE	38	938		5.089
Servizi	206	937	354	4.195
%	542,69	99,80		70,14
Beni di Terzi	17	71		48
%	44,74	7,58		0,94
VALORE AGGIUNTO	-185	-69		846
%	-	-		16,63
Costo del lavoro	19	34		87
%	49,27	3,63		1,71
Oneri diversi di gestione	39	71		440
%	103,14	7,59		8,65
EBITDA	-243	-175		319
%	-	-		6,27
Ammortamenti	15	74	377,77	209
Accantonamenti	21	62	195,24	150
EBIT	-280	-310		-40
%	-	-		-
Oneri (Proventi) finanziari	3	2		1
UTILE ANTE IMPOSTE	-282	-312		-41
%	-	-		-
Imposte	-	-		-
RISULTATO NETTO	-282	-312		-41
%	-	-		-
Equity	2.685*	2.373		2.644
PFN	1.973*	553		1.098

Fonte: G Rent; (*) al 31.12.2021

GSR ha chiuso il primo semestre del 2022 con un volume d'affari della sola business unit Luxury Houses in rialzo del 269,77%, raggiungendo €477 migliaia da €129 migliaia al 30.06.2021, in virtù non solo di un incremento degli immobili in gestione (da n°44 unità al 30.06.2021 a 69 immobili in gestione diretta e da n°147 unità a 311 immobili in gestione condivisa) ma anche di un numero maggiore di settimane vendute (77 rispetto alle 31 dei primi sei mesi del 2021), nonché di un ticket medio settimanale in crescita a €6,2 mila da €4,2 mila nel periodo di confronto. Nonostante la sensibile crescita, evidenziamo, però, come il primo semestre del 2022 abbia registrato un volume d'affari per il segmento Luxury Houses molto lontano dalle stime per l'intero esercizio 2022 (previsto a €6,4 milioni) a causa di un significativo ben minore numero di ville da dare in affitto in virtù di un sensibile rallentamento nell'acquisizione di immobili da dare in gestione.

Dai ricavi lordi Luxury Houses vengono detratte le cosiddette Sharing Fee e cioè le quote di ricavi da girare ai proprietari degli immobili. Le Sharing Fee sono salite da un'incidenza sui ricavi lordi del 71% al 30.06.2021 al 78% a fine giugno 2021 a causa di una retrocessione media più bassa rispetto al periodo di confronto.

Il segmento "Volume d'affari Interior Design" ha potuto registrare €446 migliaia (al 30 giugno 2021 non erano presenti).

Attiva da marzo 2019, la seconda business unit "Corporate Houses" è stata avviata durante il primo semestre dell'esercizio corrente e ha registrato ricavi per €67 migliaia.

Il valore della produzione è quindi passato da €38 migliaia al 30.06.2021 a €938 migliaia al 30.06.2022.

L'avvio recente del business ha comportato una serie di incrementi sostanziali in tutte le aree di costo, servizi, beni di terzi, costo del lavoro e oneri diversi di gestione, penalizzando la redditività.

Il margine operativo lordo (Ebitda) è risultato quindi negativo per €175 migliaia rispetto al margine parimenti negativo per €243 migliaia di giugno 2021.

Maggiori ammortamenti (+377,77%) dovuti principalmente ai costi capitalizzati della quotazione nonché maggiori accantonamenti potenziali (+195,24%) per svalutazione crediti, hanno contribuito ad ampliare, rispetto al 30 giugno 2021, la perdita operativa netta (Ebit) che si è attestata a €310 migliaia a fronte della perdita operativa di €280 migliaia registrata a fine giugno 2021.

Gabetti Short Rent ha chiuso così i primi sei mesi del 2022 con una perdita netta di bilancio pari a €312 migliaia rispetto alla perdita di €282 migliaia registrata al 30.06.2021.

A livello di Patrimonio Netto, questo si è portato da €2,685 milioni al 31.12.2021 a €2,373 milioni a fine giugno 2022 mentre la Posizione Finanziaria Netta è positiva pari a €553 migliaia a fronte di una cassa pari a €1,973 milioni al 31.12.2021.

Outlook 2022-2026

Old estimates

EUR (K)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	CAGR 21/25
Volume d'affari Luxury Houses	1.136	6.457	14.825	20.400	24.490	115,48
Volume d'affari Interior Design	1.449	2.900	6.450	9.005	9.250	58,95
Volume d'affari Corporate Houses	0	450	2.820	6.479	7.500	
Totale Volume d'affari	2.585	9.807	24.095	35.884	41.240	99,85
Sharing Fee	-841	-4.842	-11.118	-15.300	-18.368	
%	-74	-75	-75	-75	-75	
Altri proventi	3	125	62	62	125	
VALORE DELLA PRODUZIONE	1.747	5.089	13.038	20.646	22.998	90,48
Servizi	2.008	4.195	9.145	13.695	15.050	65,46
%	114,94	82,43	70,14	66,33	65,44	
Beni di terzi	34	48	48	48	48	9,00
%	1,95	0,94	0,37	0,23	0,21	
VALORE AGGIUNTO	-295	846	3.845	6.903	7.900	
%	-	16,63	29,49	33,43	34,35	
Costo del lavoro	53	87	122	124	155	30,73
%	3,04	1,71	0,94	0,60	0,67	
Oneri diversi di gestione	91	440	1.200	1.650	1.950	115,25
%	5,20	8,65	9,20	7,99	8,48	
EBITDA	-439	319	2.523	5.129	5.795	
%	-	6,27	19,35	24,84	25,20	
Ammortamenti	90	209	218	160	157	
EBIT	-636	-40	2.105	4.719	5.338	
%	-	-	16,15	22,85	23,21	
Oneri (Proventi) finanziari	5	1	0	0	0	
UTILE ANTE IMPOSTE	-642	-41	2.105	4.719	5.338	
%	-	-	16,15	22,85	23,21	
Imposte	0	0	505	1.321	1.495	
Tax rate (%)	0	0	24	28	28	
RISULTATO NETTO	-642	-41	1.600	3.397	3.843	
%	-	-	12,27	16,46	16,71	
Cash Flow	-444	318	2.018	3.807	4.300	
%	-	6,25	15,48	18,44	18,70	
PFN	1.973	1.098	3.257	7.631	9.741	
Equity	2.684	2.644	4.244	7.682	9.925	
CIN	711	1.546	987	51	184	
Capex	0	25	20	20	20	
NWC	-83	872	432	-442	-249	
ROE	-	-	37,70	44,22	38,72	

Fonte: G Rent; Stime: Banca Finnat

New estimates

EUR (K)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	CAGR 21/26
Volume d'affari Luxury Houses	1.136	1.428	2.537	4.300	5.755	8.390	49,17
Volume d'affari Interior Design	1.449	1.415	2.200	4.750	7.705	8.250	41,60
Volume d'affari Corporate Houses	0	268	252	2.116	5.465	5.620	
Totale Volume d'affari	2.585	3.111	4.989	11.166	18.925	22.260	53,82
Sharing Fee	-841	-1.085	-1.928	-3.268	-4.374	-6.376	
%	-74	-76	-76	-76	-76	-76	
Altri proventi	3	350	0	0	0	0	
VALORE DELLA PRODUZIONE	1.747	2.376	3.061	7.898	14.551	15.884	55,50
Servizi	2.008	2.440	3.305	7.045	12.280	12.900	45,07
%	114,94	102,71	107,98	89,20	84,39	81,22	
Beni di terzi	34	130	48	48	48	48	7,14
%	1,95	5,47	1,57	0,61	0,33	0,30	
VALORE AGGIUNTO	-295	-194	-292	805	2.223	2.936	
%	-	-	-	10,19	15,28	18,48	
Costo del lavoro	53	90	120	150	155	180	27,67
%	3,04	3,79	3,92	1,90	1,07	1,13	
Oneri diversi di gestione	91	95	120	550	840	950	59,92
%	5,20	4,00	3,92	6,96	5,77	5,98	
EBITDA	-439	-379	-532	105	1.228	1.806	
%	-	-	-	1,32	8,44	11,37	
Ammortamenti	90	164	187	187	187	115	
Accantonamenti	108	160	50	50	50	50	
EBIT	-636	-703	-769	-132	991	1.641	
%	-	-	-	-	6,81	10,33	
Oneri (Proventi) finanziari	5,30	4,00	1	0	0	0	
UTILE ANTE IMPOSTE	-641,75	-707,28	-770	-132	991	1.641	
%	-	-	-	-	6,81	10,33	
Imposte	0	0	0	0	277	459	
Tax rate (%)	0	0	0	0	28	28	
RISULTATO NETTO	-642	-707	-770	-132	713	1.181	
%	-	-	-	-	4,90	7,44	
Cash Flow	-444	-383	-533	105	950	1.346	
%	-	-	-	1,32	6,53	8,48	
PFN	1.973	339	-559	-763	1.213	2.269	
Equity	2.684	1.665	895	763	1.476	2.657	
CIN	711	1.326	1.454	1.526	263	388	
Capex	0	50	50	50	50	50	
NWC	-83	393	972	1.182	58	751	
ROE	-	-	-	-	48,32	44,45	

Fonte: G Rent; Stime: Banca Finnat

Nata a marzo 2019, la società è entrata a pieno regime con l'avvio anche della seconda business unit (Corporate Houses) nel primo semestre dell'esercizio corrente. Alla luce di risultati semestrali sensibilmente al di sotto delle nostre attese abbiamo deciso di ridurre incisivamente la crescita dei ricavi previsti, in particolare per la business unit Luxury Houses, partendo dalle stime per l'esercizio in corso. Abbiamo tenuto conto di un ritmo di acquisizione di nuovi immobili in gestione che prevediamo possa risultare molto inferiore rispetto a quanto da noi atteso in precedenza, nonostante la società operi in un settore senza dubbio in crescita.

Ciò appare principalmente dovuto ad una forza commerciale fino ad ora troppo esigua per fronteggiare acquisizioni ad un ritmo maggiore.

Ci attendiamo pertanto una riorganizzazione del personale che dovrebbe però andare a regime non prima del 2024.

Sono stati ridotti anche i ricavi derivanti dalla attività di interior design nonché dalla seconda business unit Corporate Houses.

A consuntivo 2022 il volume d'affari complessivo lo stimiamo ora raggiungere €3,1 milioni (in precedenza avevamo stimato il raggiungimento di €9,8 milioni) a causa di un numero sensibilmente inferiore di immobili da mettere a reddito, composti da €1,4 milioni generati dalla business unit "Luxury Houses", con quota di Sharing Fee ipotizzata al 76% del volume d'affari (percentuale che manteniamo stabile per tutto il periodo di piano rispetto al precedente 75%), alla quale dovrebbero aggiungersi €1,4 milioni derivanti dai lavori attesi di Interior Design (in precedenza attesi per €2,9 milioni) e €268 migliaia derivanti dalla seconda business unit Corporate Houses.

Il volume d'affari complessivo lo stimiamo quindi in grado di salire a €22,3 milioni a fine 2026 in scia al sempre maggiore numero di immobili in gestione (Luxury Houses), in location ampiamente diversificate, ma sempre significativamente inferiore rispetto a €41,0 milioni previsti in precedenza per il 2025. Abbiamo ridotto anche l'apporto dei ricavi provenienti dalle attività di "Interior Design" ed anche il numero di "buildings" (Corporate Houses), rispetto alle iniziali aspettative, previste in catalogo.

Il valore della produzione 2022 dovrebbe quindi fermarsi a €2,4 milioni contro €5,1 milioni delle nostre stime precedenti e raggiungere €15,9 milioni a fine piano (2026) rispetto a €23 milioni precedentemente previsti a fine 2025.

Il conseguente minore incremento del volume d'affari Interior Design dovrebbe, però, comportare anche minori costi per servizi, ora stimati a €2,4 milioni per fine 2022 (rispetto alla nostra precedente stima pari a €4,2 milioni). A fine piano il costo per servizi dovrebbe raggiungere i €12,9 milioni (in precedenza €15,1 milioni a fine 2025).

Il margine operativo lordo (Ebitda) dovrebbe restare negativo per il biennio 2022 e 2023, rispettivamente per €379 migliaia e €532 migliaia, mentre a fine periodo (2026) lo stimiamo raggiungere €1,8 milioni per una redditività all'11,37% rispetto a €5,8 milioni in precedenza preventivati per fine 2025 per una redditività del 25,20%.

In termini di risultato operativo netto (Ebit) lo stimiamo negativo per circa €703 migliaia a fine 2022, in perdita per €769 migliaia a fine 2023

ed ancora negativo per €132 migliaia per fine 2024 a fronte di un utile operativo stimato in precedenza pari a €2,1 milioni a fine 2023, a €4,7 milioni a fine 2024 e €5,3 milioni a consuntivo 2025.

Il risultato netto di esercizio lo prevediamo ancora in rosso per €707 migliaia a fine 2022, in perdita di €770 migliaia a fine 2023 ed in grado di raggiungere un utile pari a €1,2 milioni, con un net margin al 7,44%, a fine 2026 a fronte di un risultato netto che avrebbe dovuto risultare positivo per €1,6 milioni a consuntivo 2023 per giungere a 3,8 milioni a fine 2025 per un net margin al 16,71%.

Nel periodo 2022-2026 prevediamo che la Società possa passare da una posizione finanziaria netta positiva stimata pari a €339 migliaia a consuntivo 2022 a €2,3 milioni a fine 2026 con un Patrimonio Netto a €2,6 milioni (2026) da €1,7 milioni a consuntivo 2022.

Valuation

Ai fini della valutazione, abbiamo utilizzato la metodologia del Discounted Cash Flow con previsione esplicita dei flussi di cassa generati nel periodo 2022/2026. La valorizzazione ottenuta risulta inferiore rispetto alla nostra precedente valutazione in virtù di un sensibile taglio delle stime reddituali pur con un Wacc ridotto all'8,88% dal precedente 13,80%.

Nel merito, abbiamo alzato al 4% (dal precedente 2%) il Free Risk Rate, tenuto conto dell'attuale dinamica restrittiva sui tassi di interesse, abbiamo mantenuto invariato al 9,75% il Market Risk Premium e portato il beta allo 0,50 (Fonte: Salvidio & Partners – media su cinque anni dei Beta Unlevered del settore imprese operanti nella locazione e gestione di immobili nell'Unione Europea) dal precedente 1,21. Il tasso di crescita perpetua è stato mantenuto anch'esso allo 0,5%. Abbiamo ottenuto un Enterprise Value pari a €16,147 milioni ed un valore ad **equity** pari a **2,74 euro/azione**. La nostra raccomandazione è di mantenere il titolo in portafoglio (dalla nostra precedente raccomandazione di acquisto).

Cash Flow Model (K €)

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EBIT	-703	-769	-132	991	1.641
Imposte	-	-	-	277	459
NOPAT	-703	-769	-132	713	1.181
D&A	164	187	187	187	115
Capex	50	50	50	50	50
CNWC	476	579	210	-1.124	693
FOCF	-1.065	-1.211	-205	1.974	553

Stime: Banca Finnat

DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	0,5
WACC (%)	8,88
Discounted Terminal Value	16.567
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	-420
Enterprise Value	16.147
Net financial position as of 30/06/2022	533
Equity Value	16.680
Numero di azioni	6.087.500
Value per share	2,74

Stime: Banca Finnat

WACC Calculation (%)

Risk free rate	4,0
Market risk premium	9,75
Beta (x)	0,50
Cost of Equity	8,88
WACC	8,88

Stime: Banca Finnat

TARGET PRICE IMPLIED MULTIPLES VALUATION

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
P/E	-	-	-	23,38	14,12
P/BV	10,02	18,63	21,87	11,30	6,28
EV/SALES	6,88	5,63	2,21	1,06	0,91
EV/EBITDA	-	-	166,76	12,60	7,98
EV/EBIT	-	-	-	15,61	8,78

Stime: Banca Finnat

Raccomandazioni emesse sul titolo G Rent nei 12 mesi precedenti

Date	Rating	Target Price	Market Price
22.04.2022	Buy	4,30 €	2,90 €
13.10.2021	Buy	6,60 €	2,80 €
26.05.2021	Buy	6,00 €	3,00 €

Rating System (orizzonte temporale di 12 mesi)

BUY: se il target price è almeno del 15% più elevato del prezzo corrente di mercato

HOLD: se il target price è compreso nel range +/-15% rispetto al prezzo corrente di mercato

SELL: se il target price è almeno del 15% più basso del prezzo corrente di mercato

NO RATING: mancanza di basi fondamentali sufficienti per formulare una raccomandazione e/o un target price

Banca Finnat Research Rating Distribution
30/09/2022

N° Ricerche emesse ultimi 12 mesi: 31	BUY	HOLD	SELL	N.R.
Percentuali di raccomandazioni sul totale ricerche	84%	10%	0%	6%
Percentuali di società coperte alle quali Banca Finnat offre servizi di investimento	100%	100%	-	100%

INCOME STATEMENT (Eur k)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Volume d'affari Luxury Houses	1.136	1.428	2.537	4.300	5.755	8.390
Volume d'affari Interior Design	1.449	1.415	2.200	4.750	7.705	8.250
Volume d'affari Corporate Houses	0	268	252	2.116	5.465	5.620
Totale volume d'affari	2.585	3.111	4.989	11.166	18.925	22.260
Sharing Fee	-841	-1.085	-1.928	-3.268	-4.374	-6.376
Altri proventi	3	350	-	-	-	-
VALORE DELLA PRODUZIONE	1.747	2.376	3.061	7.898	14.551	15.884
Servizi	2.008	2.440	3.305	7.045	12.280	12.900
Beni di terzi	34	130	48	48	48	48
VALORE AGGIUNTO	-295	-194	-292	805	2.223	2.936
Costo del lavoro	34	90	120	150	155	180
Oneri diversi di gestione	91	95	120	550	840	950
EBITDA	-439	-379	-532	105	1227,70	1.806
Ammortamenti	90	164	187	187	187	115
Accantonamenti	108	160	50	50	50	50
EBIT	-636	-703	-769	-132	991	1.641
Oneri (Proventi) finanziari	-5	-4	-1	0	0	0
UTILE ANTE IMPOSTE	-642	-707	-770	-132	991	1.641
Imposte	-	-	-	-	277	459
Tax-rate (%)	-	-	-	-	28	28
Risultato Netto	-642	-707	-770	-132	713	1.181
Cash Flow	-444	-383	-533	105	950	1.346
BALANCE SHEET (Eur k)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Patrimonio Netto	2.684	1.665	895	763	1.476	2.657
PFN	1.973	339	-559	-763	1.213	2.269
Capitale Investito Netto	711	1.326	1.454	1.526	263	388
FINANCIAL RATIOS (%)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EBITDA margin	-	-	-	-	8,44	11,37
EBIT margin	-	-	-	-	6,81	10,33
Net margin	-	-	-	-	4,90	7,44
ROI	-	-	-	-	376,51	422,31
ROE	-	-	-	-	48,32	44,45
GROWTH (%)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Value of Production	338,59	35,99	75,21	158,02	84,24	9,16
EBITDA	207,66	-13,59	21,23	-119,66	1.073,71	47,07
EBIT	296,97	10,50	20,85	-82,79	-848,26	65,60
Net Profit	315,84	10,21	20,00	-82,81	-638,75	65,60
Cash Flow	0,00	-13,72	20,01	-119,62	808,51	41,66
VALUATION METRICS	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EPS	-	-	-	-	0,35	0,58
CFPS	-	-	-	0,02	0,16	0,22
BVPS	0,44	0,27	0,15	0,13	0,24	0,44
P/E	-	-	-	-	19,97	12,06
P/CF	-	-	-	136,18	14,99	10,58
P/BV	5,31	8,55	15,91	18,67	9,65	5,36
EV/SALES	7,02	5,85	4,84	1,90	0,90	0,75
EV/EBITDA	-	-	-	143,48	10,61	6,63
EV/EBIT	-	-	-	-	13,15	7,30

Fonte: G Rent; Stime: Banca Finnat

Informazioni generali

La ricerca è stata preparata da Tatjana Eifrig, analista finanziario di Banca Finnat S.p.A. (“**Banca Finnat**” o la “**Banca**”), autorizzata dalla Banca d’Italia all’esercizio dell’attività bancaria ai sensi del D.lgs. n. 385/1993 e alla prestazione dei servizi e attività di investimento di cui al D.lgs. n. 58/1998. Nello svolgimento delle proprie attività, Banca Finnat è sottoposta alla vigilanza della Banca d’Italia e della CONSOB per quanto di rispettiva competenza.

La ricerca, per contenuti e finalità, rientra nell’ambito delle disposizioni previste dal Regolamento Delegato (UE) 2016/958 e degli articoli 34, 36 e 37 del Regolamento Delegato (UE) 2017/565 che disciplinano gli obblighi a carico degli intermediari che pubblicano raccomandazioni di investimento.

Essa non costituisce in alcun modo proposta di conclusione di un contratto, né offerta al pubblico di prodotti finanziari né costituisce o si configura da parte della Banca come prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti di strumenti finanziari sensi dell’articolo 1 comma 5 del D.lgs. n. 58/1998 e successivi aggiornamenti.

Fonti e modelli di valutazione

Ai fini della redazione della ricerca, la Banca ha utilizzato fonti informative (a titolo esemplificativo, articoli di stampa, bilanci, comunicati, informazioni reperite nel corso di incontri e conversazioni telefoniche con i rappresentanti dell’emittente) che, alla data di pubblicazione della ricerca stessa, non risultano essere oggetto di accertamenti, provvedimenti o pubbliche smentite da parte di autorità giudiziarie o di vigilanza e che la Banca ritiene affidabili. Banca Finnat, tuttavia, non fornisce alcuna garanzia circa l’accuratezza o la completezza delle fonti informative utilizzate.

Gli analisti della Banca utilizzano modelli standard di valutazione riconosciuti a livello internazionale, tra cui, a titolo esemplificativo, Discounted Cash Flow Model (DCF), Economic Value Added (EVA) e NAV Method (Net Asset Value). Qualunque sia il metodo di valutazione utilizzato, esiste un rischio significativo che il prezzo target non sia raggiunto entro i tempi previsti nella ricerca. Per maggiori informazioni sul documento metodologico si rinvia al sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e ricerche (al seguente link <https://www.bancafinnat.it/it/pages/index/2/28/0/28/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>).

Le informazioni fornite e le opinioni espresse nella ricerca si riferiscono alla data di pubblicazione della ricerca stessa. Qualsiasi opinione, previsione o stima contenuta è espressa sulla base della situazione corrente ed è quindi possibile che i risultati o gli avvenimenti futuri si discostino rispetto a quanto indicato in tali opinioni, previsioni e stime.

Copertura e aggiornamento

L’elenco degli emittenti coperti dall’Ufficio Studi e Ricerche è disponibile nell’apposita sezione del sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche (al seguente link <https://www.bancafinnat.it/it/pages/index/2/28/0/28/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>).

Banca Finnat fornisce copertura continua degli emittenti seguiti, aggiornando le ricerche di regola con cadenza semestrale. Inoltre, la Banca può pubblicare altre tipologie di ricerche più sintetiche (denominate *flash company note*) a seguito della pubblicazione delle relazioni contabili periodiche e a qualsiasi evento (di carattere ordinario od eccezionale) inerente l’Emittente. Lo storico delle raccomandazioni di investimento nel tempo formulate e il prezzo target relativo all’emittente sono riportati nella parte finale della ricerca, sezione “Valuation”, nonché sul sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche (al seguente link <https://www.bancafinnat.it/it/pages/index/2/28/0/28/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>)¹.

¹ Per informazioni su tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte da Banca Finnat negli ultimi 12 mesi (ivi inclusa la percentuale di raccomandazioni buy/hold/reduce/sell pubblicate e la percentuale degli emittenti corrispondenti a ciascuna di queste categorie ai quali la Banca ha prestato servizi bancari, di investimento o accessori) si rinvia al sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche.

Informazioni sugli interessi e sui conflitti di interessi

La presente ricerca è prodotta su incarico remunerato dallo specialist (MITSIM) dell'emittente. Si comunica, inoltre, che (1) Banca Finnat svolge in favore dell'emittente il ruolo di Euronext growth advisor e (2) presta o ha prestato servizi accessori in favore dell'emittente negli ultimi 12 mesi.

Si comunica, altresì, che nessun analista dell'Ufficio Studi e Ricerche detiene o ha detenuto negli ultimi 12 mesi strumenti finanziari emessi dall'emittente o ad essi collegati, né svolge ruoli di amministrazione, direzione o consulenza per l'emittente stesso. L'analista che ha preparato la presente ricerca dichiara, in particolare, di non avere interessi o conflitti di interessi nei confronti dello strumento finanziario o dell'emittente e di non essere a conoscenza di interessi o conflitti di interessi in capo a Banca Finnat e/o alle società appartenenti al suo gruppo in relazione allo strumento finanziario e/o all'emittente ulteriori rispetto a quanto rappresentato nel presente *disclaimer*.

Presidi organizzativi e procedurali volti a prevenire e gestire potenziali conflitti di interessi

La Banca previene e gestisce i potenziali conflitti di interesse attuando, tra l'altro, i seguenti presidi: (1) indipendenza dell'Ufficio Studi e Ricerche dalle altre aree della Banca e inserita in staff al Direttore Generale; (2) sistema di *information barriers*; (3) adozione di procedure interne che preservano la propria indipendenza nello svolgimento dell'elaborazione delle ricerche; (4) divieto ai dipendenti della Banca di compiere qualsiasi operazione personale riguardante lo strumento finanziario oggetto della ricerca stessa tranne in occasione di ammissione in quotazione.

La remunerazione degli analisti non dipende in modo diretto dalla prestazione di servizi di investimento o da altre tipologie di operazioni eseguite dalla Banca o da altre società del suo gruppo, ovvero dalle commissioni di negoziazione ricevute dalla Banca o da altre società del suo gruppo.

Esclusivamente gli analisti dell'Ufficio Studi e Ricerche della Banca possono avere accesso alla ricerca prima della sua pubblicazione. È tuttavia prassi sottoporre la bozza della ricerca, senza la raccomandazione o il prezzo target, all'emittente prima della sua diffusione al pubblico, al fine di verificare l'accuratezza delle asserzioni fattuali e permettere la correzione di eventuali errori materiali. Le informazioni di carattere fattuale contenute nella bozza dell'analisi potrebbero, pertanto, essere state modificate a seguito della condivisione con l'emittente e prima della definitiva diffusione al pubblico.

Per maggiori informazioni si rinvia al sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche (<https://www.bancafinnat.it/it/pages/index/2/28/0/28/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>).

Distribuzione

La riproduzione, anche parziale, della presente ricerca è consentita previa citazione della fonte. Essa non può essere portata, trasmessa, distribuita o comunque utilizzata, in tutto o in parte, negli Stati Uniti d'America o da una "US Person" secondo la definizione contenuta nella *Regulation S* dello *United States Securities Act* del 1933, come successivamente modificato, né in Canada, Australia, Giappone o da alcuna persona ivi residente. La distribuzione della presente ricerca in altri Stati potrà essere oggetto di restrizioni normative e le persone che siano in possesso della presente ricerca dovranno informarsi sull'esistenza di tali restrizioni ed osservarle.