

Emma Villas

Euronext Growth Milan | Villa Rental | Italy

Produzione 06/10/2023, h. 18:30

Pubblicazione 09/10/2023, h. 07:00



Rating
BUY

Target Price
€ 6,90

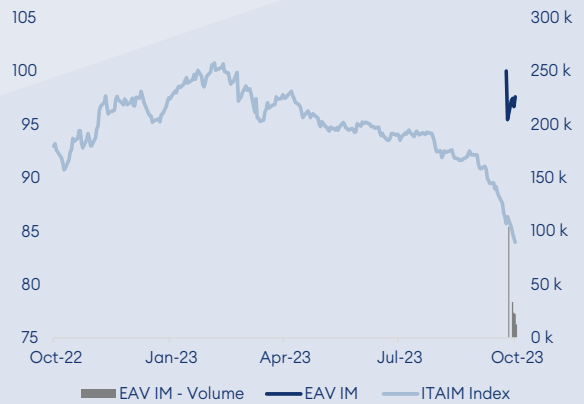


Risk
Medium

Upside potential
111,6%

Key Financials (€/mln)	FY22A*	FY23E	FY24E	FY25E
Value of Production	28,8	36,3	41,7	47,9
EBITDA	1,3	5,0	5,7	7,1
EBIT	0,7	4,3	4,8	6,2
Net Income	0,2	3,0	3,2	4,2
NFP	(1,8)	(6,3)	(10,4)	(15,6)
EBITDA margin	4,4%	13,7%	13,5%	14,7%
EBIT margin	2,5%	11,9%	11,5%	12,9%
Net Income margin	0,7%	8,3%	7,6%	8,8%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 3,26
Target price	€ 6,90
Upside/(Downside) potential	111,6%
Ticker	EAV IM
Market Cap (€/mln)	€ 22,72
EV (€/mln)	€ 20,91
Free Float	13,91%
Share Outstanding	6.969.500
52-week high	€ 3,30
52-week low	€ 3,07
IPO Price (29/09/2023)	€ 3,30

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it
 Edoardo Luigi Pezzella | edoardo.pezzella@integraesim.it

Sommario

1. Company Overview	4
1.1	L'attività 4
1.2	Storia Societaria 5
1.3	Azionariato e Struttura Societaria 7
1.4	Corporate Governance 8
1.5	Key People 9
1.6	Emma Villas Academy 10
2. Business Model	11
2.1	Industry Business System 11
2.2	Revenue Model 12
2.3	Value Proposition 13
2.4	Business Model 15
2.5	Reti di vendita 23
2.6	Portafoglio prodotti e servizi 25
2.6.1	Prodotti 25
2.6.2	Servizi 26
2.7	Clienti e Fornitori 29
3. Il mercato	32
3.1	Il turismo in Italia 32
3.2	Mercato delle ville in Italia 35
3.3	Il mercato delle case vacanza in Italia 36
4. Posizionamento Competitivo	39

4.1.....	SWOT Analysis	42
5.	Economics & Financials	44
5.1.....	FY22A Results	45
5.2	1H23A Results	50
5.3	FY23E – FY26E Estimates	52
5.4	Use of Proceeds	56
6.	Valuation	58
6.1.....	DCF Method	58
6.2	Multiples Method	60
6.2.1.....	Composizione del panel	60
6.2.2	Market Multiples Valuation	66
7.	Equity Value	68

1. Company Overview

1.1 L'attività

Emma Villas SpA («Emma Villas» o «la Società»), azienda costituita nel 2006 da Giammarco Bisogno, esperto del settore con oltre 25 anni di esperienza, è un primario tour operator incoming attivo nel settore degli affitti turistici settimanali di ville e casali di pregio con piscina privata.

La Società, con una presenza capillare in 15 regioni italiane, è il primo operatore in Italia per numero di proprietà gestite e commercializzate in esclusiva, operando tramite mandati senza rappresentanza di durata almeno biennale. I mandati senza rappresentanza, nell'ambito delle locazioni turistiche di ville, si riferiscono a un tipo specifico di contratto di mandato, in cui il proprietario di una villa conferisce a un mandatario (Emma Villas) il potere di gestire la locazione turistica della proprietà per un periodo (in questo caso almeno biennale), senza conferirgli la rappresentanza legale.

Nel corso del 2022, il numero di proprietà promosse in locazione e commercializzate dalla Società, che hanno generato fatturato, ammonta a 492 ville (rispetto alle 427 del 2021), per un totale di circa 7.390 settimane prenotate (+55,0% rispetto al 2021). Tali prenotazioni sono principalmente concentrate nel periodo compreso tra giugno e settembre.

Per quanto riguarda l'area geografica maggiormente coperta, quella che a dicembre 2022 ha registrato il maggior numero di proprietà è la Toscana, con un totale di 217. Seguono l'Umbria con 92, le Marche con 32 e l'Emilia-Romagna con 22. Altre proprietà si trovano anche in diverse regioni come Puglia, Sardegna, Sicilia, Lazio, Liguria, Veneto, Lombardia, Piemonte, Campania, Abruzzo e Calabria.

CHART 1 - EMMA VILLAS LOGO



Source: Emma Villas

1.2 Storia Societaria

CHART 2 – COMPANY STORY



Source: Emma Villas

- **2006:** Costituzione di Emma Villas Srl, con sede a Chiusi (SI), da Giammarco Bisogno, il quale vantava una precedente esperienza in ambito immobiliare e turistico (nel 2000 ha creato il brand Rent Tuscany con focus sul business degli affitti turistici in Toscana);
- **2013:** Ufficializzazione del logo e dominio Emma Villas accompagnato dal primo spot e la prima campagna televisiva su Sky;
- **2015:** Ampliamento dell'offerta con proposte alla propria clientela di una varietà di servizi aggiuntivi (*transfer*, prima spesa, cuoco, ecc.);
- **2017:** Lancio del primo Emma Villas Tour, evento rivolto ai proprietari di ville, tenutosi a Firenze, Chianciano, Pesaro e Catania;
- **2018:** *Restyling* dello spot tv e organizzazione del secondo Emma Villas Tour a Milano, Firenze, Roma, Lecce e Catania;

- **2019-21:** Investimenti nella creazione di una rete di agenti e di dealer con presenza capillare sul territorio, nello sviluppo dell'App Emma e nell'implementazione di un nuovo sistema CRM;
- **2021:** Acquisizione della partecipazione del 66,0% nella società inglese (EMV International Ltd) con un portafoglio di 32 ville con gestione esclusiva in Sicilia e Puglia. Lancio di nuove polizze assicurative sia per gli ospiti sia per i proprietari;
- **2022-23:** Avvio e completamento del processo di quotazione in Borsa su Euronext Growth Milan per reperire risorse finanziarie per accelerare la crescita. Acquisizione di un'ulteriore quota in EMV International Ltd, raggiungendo una partecipazione dell'83,0%.

1.3 Azionariato e Struttura Societaria

TABLE 1 – AZIONARIATO

Shareholder	# Shares	% Shares
Giammarco Bisogno	6.000.000	86,09%
Free Float	969.500	13,91%
Total	6.969.500	100,00%

Source: Emma Villas

In seguito alla quotazione in Borsa, avvenuta tramite il collocamento di 969.500 azioni ordinarie, il capitale sociale di Emma Villas è composto da 6.969.500 azioni. Giammarco Bisogno detiene la maggioranza del capitale sociale con una quota del 86,09%. La quota restante, invece, rappresenta il capitale flottante, pari al 13,91%.

La Società Emma Villas SpA, inoltre, detiene all'83,0% la controllata inglese EMV International Ltd, proprietaria di 32 contratti esclusivi per la locazione turistica; il restante 17,0%, invece, è detenuto da Massimo Provenza, founder di EMV International Ltd.

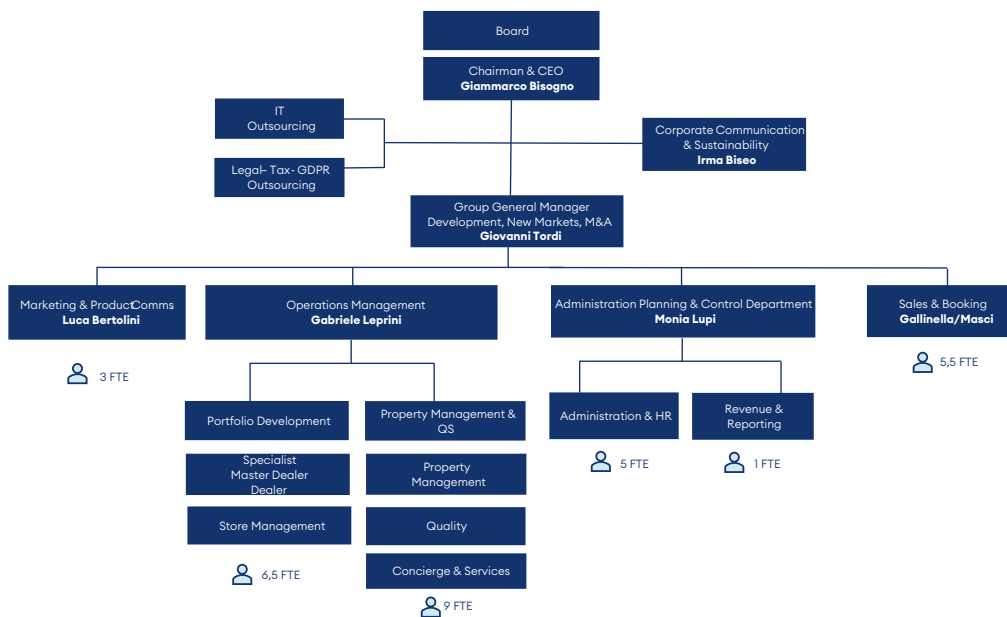
Si evidenzia, inoltre, che Emma Villas SpA si è avvalsa della facoltà di esonero di redazione del bilancio consolidato ai sensi dell'art. 27 del D.Lgs 127/1991, poiché le imprese controllate dalla Società, individualmente e nel loro insieme, sono irrilevanti (scarsa significatività) ai sensi del comma 3-bis dello stesso articolo. Nello specifico, la controllata inglese, oltre che ad altri contratti senza esclusiva, detiene 27 immobili in Sicilia e 5 in Puglia, che a seguito dell'acquisizione sono commercializzati anche attraverso il sito di Emma Villas.

Si denota che il modello piattaforma di Emma Villas, unitamente all'inclusione del founder della società acquisita nella relazione con i proprietari, ha consentito di sviluppare importanti sinergie, con un forte incremento di settimane vendute post-operazione. Infatti, nel 2022 le settimane prenotate di EMV International ammontano a 326, contro le 271 settimane prenotate del 2021 (+20,3%).

Infine, si evidenzia che Emma Villas detiene anche il 70,0% in Emma Villas Eventi Srl, ad oggi non operativa.

1.4 Corporate Governance

CHART 3 – CORPORATE GOVERNANCE



Source: Emma Villas

La Società comprende, ad oggi, 30 dipendenti *full-time equivalent* (FTE).

Il Consiglio di Amministrazione è composto da 5 membri e rimarrà in carica fino all’approvazione del bilancio di esercizio chiuso al 31 dicembre 2025. In particolare:

- Giammarco Bisogno è il Presidente e CEO;
- Giovanni Tordi, Monia Lupi e Raffaele Romanucci ricoprono il ruolo di consiglieri;
- Duccio Galletti ricopre il ruolo di consigliere indipendente;

Il Collegio Sindacale è composto, oltre che dal Presidente, da due sindaci effettivi e due sindaci supplenti, e rimarrà in carica anch’esso fino all’approvazione del bilancio di esercizio chiuso al 31 dicembre 2025.

- Andrea Bonghi è il Presidente del Collegio Sindacale;
- Claudio Tabarroni e Roberto Neri ricoprono il ruolo di sindaci effettivi;
- Guglielmo Mariotti e Ciro Armigero sono i due sindaci supplenti.

1.5 Key People

Giammarco Bisogno – Presidente e CEO

Fondatore di Emma Villas e pioniere del *villas rentals* in Italia, avendone individuato le grosse potenzialità già a partire dagli anni '80 quando da agente immobiliare ha iniziato a focalizzare la propria attività nelle ville.

Monia Lupi – CFO

Dal 2007 in Emma Villas, con oltre 25 anni di esperienza in *administrations, finance* e *accounting*, è il CFO. Ha una conoscenza dell'azienda a 360°, con focus specifici su strategie di sviluppo, analisi di budget, IT e gestione dei vari dipartimenti.

Giovanni Tordi – General Manager

Dal 2019 in Emma Villas con un focus sullo sviluppo dei mercati e dei canali di vendita in Italia e all'estero e sull'innovazione. Oltre 25 anni di esperienza in gruppi internazionali, con particolare attenzione ai temi di marketing strategico, business innovation e sostenibilità. Ha lavorato in diversi settori, tra cui *consulting, banking* e *innovation*.

Gabriele Leprini – Direttore Operations

Dal 2005 in Emma Villas, ha seguito la nascita e lo sviluppo dell'Azienda. Precedentemente direttore di azienda in ambito industriale con competenze nella gestione di progetti, team e risorse per la realizzazione degli obiettivi aziendali. Spiccata esperienza nella negoziazione di contratti e accordi nel campo immobiliare e del *vacations*.

1.6 Emma Villas Academy

La Società, nel 2022, al fine di supportare la crescita e potenziare il profilo professionale di tutte le figure interne ed esterne coinvolte nei processi aziendali, ha deciso di lanciare Emma Villas Academy, Academy della Società strategica volta a mantenere alti gli standard dei servizi offerti e rispondere alle esigenze di un mercato in crescita.

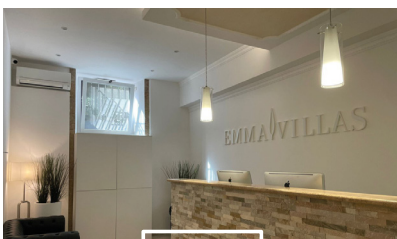
L'attività formativa prevede la formazione delle risorse sulla piattaforma proprietaria di Emma Villas, sui processi e sulle funzioni aziendali, sia in aula che online, e con sezioni web dedicate con accesso riservato. Il progetto, predisposto su cicli continui per le figure professionali già inserite in azienda e per le nuove risorse, è dedicato alla formazione, alla professionalizzazione e allo sviluppo di figure chiave per l'azienda.

Si denota che suddetti cicli di formazione vengono supportati da risorse altamente formate, tra cui 2 Senior Manager e 8 Tutor interni all'azienda con oltre 15 anni di esperienza.

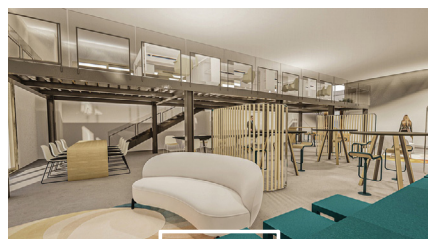
La Società, tramite Emma Villas Academy, ha attualmente formato 15 dei 42 Property Manager totali, 50 Master Dealer/Dealer, 25 Quality Inspector, 8 Sales Manager, 6 Concierge, 3 risorse marketing e 6 nell'ambito amministrativo.

Nel futuro si prevede un potenziamento dell'Academy con la possibilità di ottenere una certificazione dell'attività formativa svolta dalle risorse, strutturare nuovi moduli formativi a supporto del piano di sviluppo di Emma Villas destinato alle risorse in Italia e all'estero, e ingaggiare formatori esterni su tematiche *extra-core* business.

CHART 4 - ACADEMY LOCATIONS



ROMA



CHIUSI



Source: Emma Villas

2. Business Model

2.1 Industry Business System

CHART 5 – BUSINESS PLAYERS



Source: Emma Villas

Emma Villas è un Tour Operator Incoming Italiano attivo nel settore degli affitti turistici settimanali (o per un minimo di 5 giorni, nel caso di affitti in bassa stagione) di ville e casali di prestigio. La filiera di soggetti che operano nel settore del *Villa Rental* si caratterizza per la presenza di proprietari, intermediari e clienti.

A monte della filiera vi sono i proprietari, ovvero coloro che scelgono di non gestire in maniera imprenditoriale il proprio immobile, rivolgendosi di conseguenza a intermediari quali agenzie immobiliari o società specializzate nella gestione attiva e valorizzazione della proprietà.

La filiera prosegue poi con la presenza dei suddetti intermediari. All'interno di questo gruppo, distinguiamo in particolare gli intermediari che si occupano della gestione delle proprietà in esclusiva, che costituiscono peraltro una minoranza nella macro-categoria. Nello specifico, si tratta di intermediari, presenti anche su canali online, che ottengono l'esclusiva dai proprietari degli immobili (ville per vacanze) in modo da affittarli attraverso canali diretti o indiretti, promuovendo le proprietà sul circuito locale e/o internazionale. Emma Villas si inserisce così in questo punto della catena, gestendo attivamente e per conto dei proprietari le ville concesse in esclusiva. A questo, si aggiunge lo svolgimento da parte della Società di attività di Property Management, l'offerta di anticipi e finanziamenti per migliorie e ristrutturazioni degli immobili, e la supervisione della qualità dell'immobile.

Infine, con riferimento alla clientela nel settore del *Vacations Rental*, la stessa si può dividere in due tipologie:

- Clienti diretti, ovvero coloro che prenotano direttamente tramite piattaforme societarie;
- Clienti indiretti che, invece, prenotano tramite altre piattaforme online o attraverso l'ausilio di agenzie immobiliari e di viaggio collocate sul territorio.

2.2 Revenue Model

CHART 6 – REVENUE MODEL



Source: Emma Villas

Emma Villas commercializza gli immobili ottenuti in gestione dai proprietari tramite canale diretto (Emmavillas.com), che rappresenta circa il 79,0% del totale prenotazioni, e indiretto (Booking, Airbnb ecc.), che pesa per il restante 21,0%. Dunque, i clienti possono procedere con la prenotazione sia direttamente tramite la piattaforma societaria, che tramite altre piattaforme online o attraverso l'utilizzo di agenzie immobiliari e di viaggio collocate sul territorio.

Il cliente, una volta individuato l'immobile di interesse, può quindi effettuare la propria prenotazione, con contestuale versamento di un acconto pari al 30,0% della somma totale, a cui seguirà il saldo del restante 70,0% entro 60 giorni dal pernottamento. Nel caso in cui la prenotazione avvenisse nei 60 giorni dal pernottamento, avverrà un pagamento unico della somma totale. Durante il soggiorno il cliente potrà poi provvedere all'acquisto di servizi aggiuntivi tramite l'App Emma e godere dell'affiancamento di un Guests Concierge, che sarà a disposizione per tutta la durata del soggiorno per l'assistenza nella prenotazione di servizi ed esperienze extra.

Emma Villas provvederà in seguito a effettuare un *cash-out* a favore del proprietario il 10° giorno del mese successivo alla data di *check-out*, attraverso cui verserà la somma dell'affitto dell'immobile, trattenendo una percentuale di commissione di sua pertinenza (percentuale di commissione media pari al 41,0% nel 2021 e 43,0% nel 2022). Nel caso di contratti con formula di reddito minimo garantito, potrà essere previsto un piano dilazionato di pagamenti tra maggio e ottobre con conguaglio a fine anno.

2.3 Value Proposition

La *value proposition* di Emma Villas si basa su vantaggi che si dispiegano lato proprietari degli immobili e lato clienti affittuari delle strutture. Le competenze della Società, basate su più di 25 anni di esperienza nel settore, unitamente a *tool* tecnologici come l'app Emma e procedure ben definite di acquisizione e gestione delle ville, permettono a Emma Villas di creare valore per tutti gli *stakeholders*, attraverso il coinvolgimento di figure professionali interne ed esterne, altamente formate attraverso l'Emma Villas Academy.

Lato proprietari, questi possono occuparsi in maniera imprenditoriale della gestione diretta delle loro proprietà, oppure, in alternativa, affidarsi a Emma Villas che agisce come unico interlocutore del proprietario, data l'esclusività del contratto eventualmente stipulato. In particolare, i vantaggi di cui gode il proprietario dell'immobile risiedono in:

- Selezione ed esclusività, criteri attraverso i quali la Società garantisce elevati standard qualitativi degli immobili al fine di garantire un prodotto unico sul mercato;
- Reddito immediato e garantito nel tempo, possibilità prevista attraverso la tipologia di contratto "minimo garantito", di cui possono godere gli immobili che rispettino determinati requisiti in termini di caratteristiche specifiche della struttura, e che prevede la possibilità per il proprietario di ricevere un reddito minimo garantito indipendentemente da quante settimane vengono effettivamente affittate nell'arco dell'anno;
- Gestione ordinaria e *quality inspector*, che si occupa di controlli periodici al fine di mantenere costantemente un elevato livello di qualità dell'immobile;
- Visibilità internazionale e multicanalità gratuita, attraverso l'utilizzo dei circuiti internazionali più importanti, e servizi di promozione ville, tramite *shooting* fotografico professionale;
- Assistenza continuativa, per migliorare la redditività dell'immobile, anche attraverso il servizio di Re Home, con il quale avvengono interventi di ristrutturazione o migliorie dell'immobile, e che prevede anche la possibilità per il proprietario di accedere ad anticipi e finanziamenti erogati dalla Società;
- Copertura assicurativa in caso di cancellazione delle prenotazioni da parte degli ospiti o di danni accidentali.

Lato clienti, viene invece fornita:

- Assistenza 7/7, dalla fase di prenotazione alla fine del proprio soggiorno, soddisfacendo quindi le richieste del cliente in maniera tempestiva;
- Gestione prenotazioni, attraverso un *booking* online disponibile 24h/24 e 7/7 al fine di permettere prenotazioni immediate, anche tramite l'assistenza di un ufficio di *booking* interno composto da operatori multilingue disponibili 7/7. A questo, si aggiunge l'App Emma, che permette il check-in online e la gestione di pratiche burocratiche relative all'affitto (*smart hospitality*);
- Guests concierge, a disposizione degli ospiti, dal loro arrivo alla fine del soggiorno, che li assiste nella prenotazione di servizi esclusivi ed esperienze;
- Rateizzazione dei soggiorni, con la possibilità di pagare quindi una parte o il totale del prezzo del soggiorno in rate mensili (senza l'applicazione di un tasso di interesse);
- Polizze di annullamento del soggiorno e sanitarie;
- Garanzia Zer0Dep, che agisce in sostituzione del deposito cauzionale, e protegge il cliente affittuario per danni accidentali all'immobile fino a un tetto massimo di € 1.500.

2.4 Business Model

CHART 7 – BUSINESS PROCESS



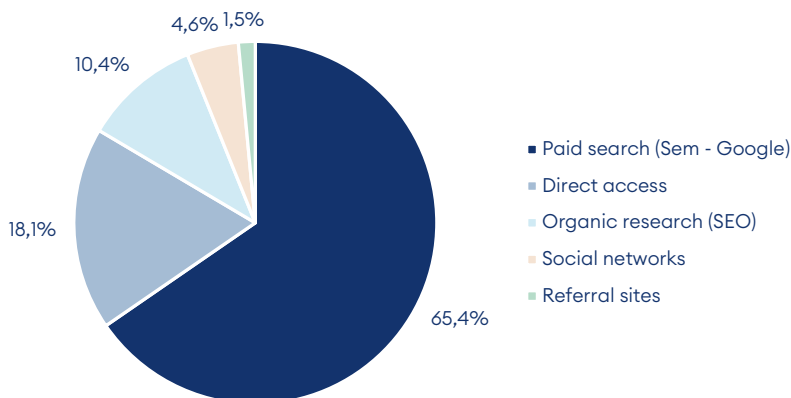
Source: Emma Villas

Prendendo in considerazione il modello di business di Emma Villas, nello svolgimento della propria attività, quest'ultimo può essere articolato nelle seguenti fasi:

- **Marketing:** Azioni di marketing online e offline.

Le prime si concretizzano in campagne pubblicitarie sui social, spot TV e digital marketing, mentre per quanto attiene alle seconde queste riguardano la realizzazione di (i) prodotti *corporate* come cataloghi, brochure e magazine (ii) *advertising* su riviste e quotidiani cartacei (iii) comunicati e interviste (iv) realizzazione di *hub store* in alcune località a vocazione turistica come Siena, Orbetello e Porto Cervo (v) collaborazioni con *travel agencies* (vi) partecipazione a fiere del turismo ed eventi sul territorio (vii) realizzazione di eventi e meeting tour (come l'Emma Villas Tour, un evento organizzato a partire dal 2017 e svolto annualmente in varie regioni italiane, strutturato attraverso una convention riguardante aggiornamenti su prodotti e servizi dedicati a proprietari e clienti, e *workshop* tematici dedicati alle principali tematiche connesse alla locazione) (viii) *sponsorship* e *advertising* a livello locale e nazionale in ambito sportivo. Queste, hanno la finalità di incrementare la *company reputation* e la *brand awareness* (nel 2022 sono stati registrati 2.100.000 visitatori unici del sito e 11.100.000 pagine viste), con lo scopo di supportare quindi le attività strategiche di posizionamento dell'azienda, acquisizione delle ville e vendita dei soggiorni.

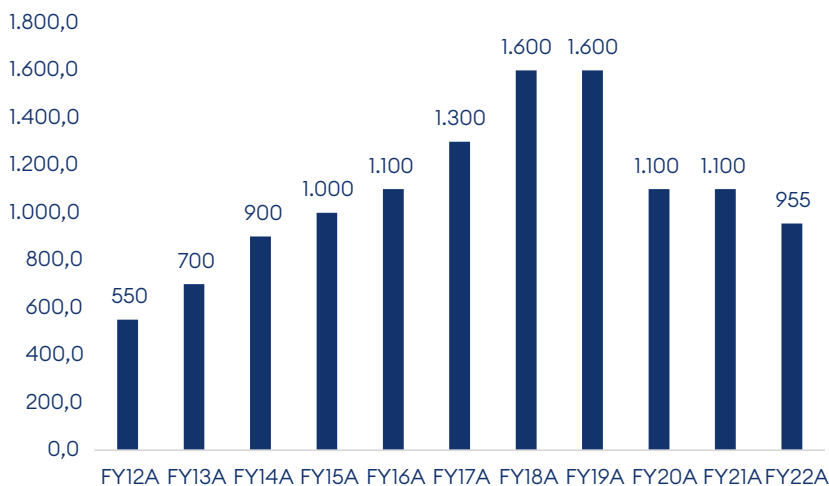
CHART 8 – DIRECT AND INDIRECT ACCESS TO EMMAVILLAS.COM IN 2022



Source: Emma Villas

Come si può notare nel grafico a torta sopra riportato, gli accessi diretti al sito Emmavillas.com hanno contribuito per il 18,1% agli accessi totali, in aumento rispetto al valore del 14,7% registrato nel 2021, anche grazie alla maggior *brand reputation* di cui gode la Società.

CHART 9 – EVOLUTION OF INVESTMENTS IN MARKETING AND COMMUNICATION (€/000)



Source: Emma Villas

Gli investimenti in marketing e comunicazione ammontano nel 2022 a circa € 955.000, di cui oltre il 65% destinato ad attività di SEM¹ su Google Ads, con lo scopo di incrementare il traffico e la visibilità del sito Emmavillas.com su Google e sui principali motori internazionali. Il trend in decrescita di tali investimenti risulta essere la conseguenza dei minori investimenti in *advertising* online, dell'efficientamento avvenuto sulle campagne marketing e del raggiungimento di un buon grado di visibilità da parte della Società all'interno del settore.

- **Property acquisition:** Acquisizione della gestione in esclusiva delle proprietà.

Nello specifico, l'acquisizione può avvenire tramite canale diretto (servendosi di Agenti e Specialist), oppure tramite canale indiretto, il quale è rappresentato dalle segnalazioni effettuate dai Dealer/Brand Ambassador (agenzie immobiliari e figure esterne, come gli architetti, dislocati sul territorio). Emma Villas ha infatti sviluppato una solida rete commerciale di acquisizione delle proprietà, con una presenza capillare su tutto il territorio italiano, e che ad oggi si compone di:

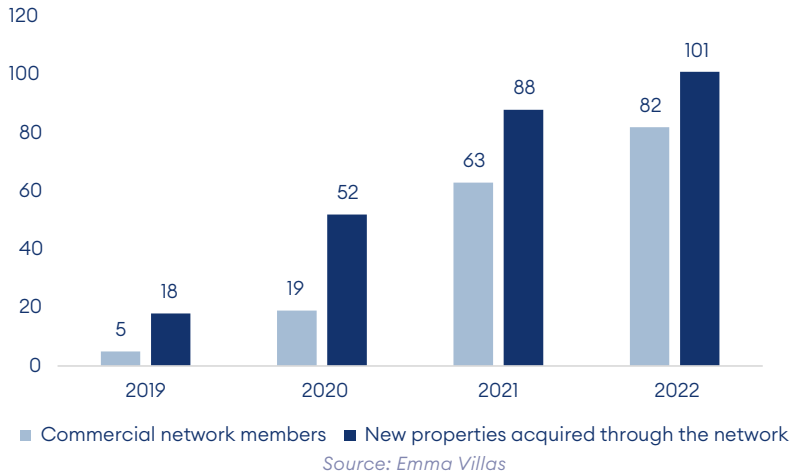
- 1 General Manager: responsabile nell'ambito delle attività di (i) sviluppo reti di acquisizione di nuove proprietà (ii) sviluppo canali di

¹ Il Search Engine Marketing è l'insieme delle attività di web marketing svolte per aumentare la visibilità e la rintracciabilità di un sito web con l'uso dei motori di ricerca.

vendita (principalmente indiretti) (iii) sviluppo network e partnership con canali di vendita B2B (iv) sviluppo nuovi mercati (v) sviluppo di progetti territoriali come *hub store* (vi) sviluppo operazioni di M&A e progetti di integrazione di nuove società acquisite (vii) *recruiting*, organizzazione e gestione di figure professionali da inserire all'interno della rete italiana ed estera;

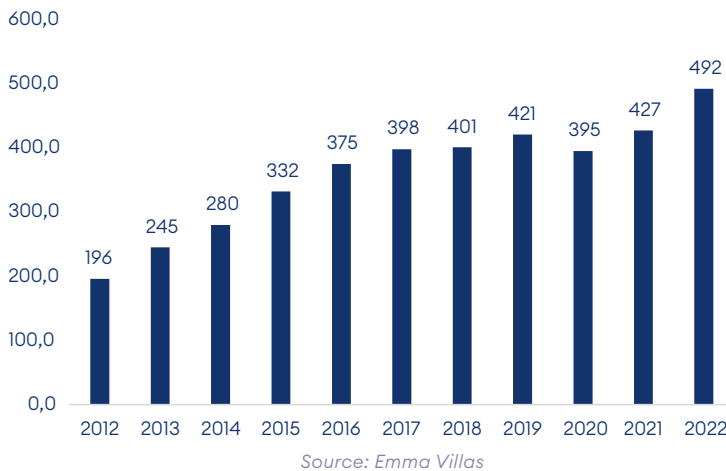
- 5 Commerciali Interni: (i) supporto centrale al top management nel processo di valutazione per l'acquisizione di nuove proprietà in portafoglio (ii) gestione del processo di rinnovo (ri-negoiazione delle proprietà in scadenza) (iii) gestione di eventuali problematiche riguardanti la proprietà, interagendo con i proprietari, in coordinamento con il PMQ (property management & quality);
- 3 Specialist: funzioni principali riguardanti (i) sviluppo di un'area geografica in Italia (comprendente più regioni) in termini di rete, e quindi in termini di inserimento di figure di Master Dealer e Dealer (ii) acquisizioni di nuove proprietà in portfolio (interfacendosi con il commerciale interno per i processi di valutazione e ri-negoiazione) (iii) gestione dei rinnovi di proprietà già in portafoglio;
- 16 Master Dealer: referente di rete commerciale locale che gestisce un'area nella quale c'è un portafoglio di ville consolidato negli anni, le cui mansioni consistono in (i) sviluppo delle nuove acquisizioni (ii) gestione dei rapporti con i proprietari (iii) gestione dei rinnovi (iv) gestione e supervisione delle proprietà durante la stagione, intervenendo nel caso di problematiche straordinarie (v) supporto alla realizzazione del *property profile* (facilitazione dei sopralluoghi per la realizzazione dei servizi fotografici e di *quality inspection*);
- 58 Dealer: referente di rete commerciale locale che si occupa di effettuare segnalazioni di ville attraverso lo Specialist, al fine di facilitare l'acquisizione nel portafoglio. Questo tipo di professionista può essere operativo (intervenendo nella gestione del rapporto con il proprietario e nella supervisione della proprietà), o non operativo (mero segnalatore).

CHART 10 – EVOLUTION OF COMMERCIAL NETWORK MEMBERS AND NEW PROPERTIES ACQUIRED THROUGH THE NETWORK



Si evidenzia quindi come la Società abbia effettuato una importante riorganizzazione commerciale negli ultimi anni, passando da 5 componenti nel 2019 a 82 nel 2022, a cui è seguita una forte crescita del numero di nuove proprietà acquisite in esclusiva annualmente.

CHART 11 – EVOLUTION OF PROPERTIES FROM 2012 TO 2022



Possiamo notare infatti come le proprietà in portafoglio siano aumentate negli ultimi 10 anni, passando da 196 (2012) a 492 (2022), per un CAGR 12-22 del +9,6%.

Va sottolineato come il valore di 492 ville registrato al 2022 fa riferimento alle ville generanti fatturato. Se si prende in considerazione il numero di ville acquisite in corso d'anno e che ci si attende genereranno un fatturato a partire dal 2023, il numero di ville contrattualizzate a maggio 2023 sale a 548.

CHART 12 – PROCESS OF PROPERTY ACQUISITION



Source: Emma Villas

Il processo di acquisizione degli immobili inizia con la ricezione delle richieste di collaborazione (tramite canale diretto o indiretto) effettuate da parte dei proprietari degli immobili. In questa prima fase, il potenziale cliente effettua una richiesta di valutazione. Una volta ricevuta la richiesta, Emma Villas procede con la fase di qualificazione del *lead*. Durante questa fase di *screening*, vengono raccolte le informazioni chiave sul potenziale proprietario e immobile, come la tipologia d’immobile, l’ubicazione, le caratteristiche salienti, e la presenza o meno di alcune caratteristiche necessarie (come la presenza della piscina e l’indipendenza della struttura). Queste informazioni permettono poi di determinare se il *lead* corrisponde al profilo di struttura ricercato da Emma Villas. Successivamente, verificata la sussistenza dei requisiti minimi necessari della proprietà, avviene un sopralluogo presso la struttura. Un commerciale della Società andrà quindi a visitare l’immobile, in modo da avere specifiche ulteriori in merito alla struttura, raccogliendo ulteriori informazioni tramite la compilazione di un form. Attraverso il sopralluogo si hanno dunque le informazioni necessarie per effettuare una valutazione economica dell’immobile, effettuata tramite la propria rete commerciale, e che viene rivista e vagliata dall’Evaluation Office entro 1 giorno (la Società si avvale inoltre di un *tool* di valorizzazione delle proprietà, un algoritmo che sulla base di alcuni dati relativi alla proprietà, determina un prezzo medio per notte e una stima di resa media dell’immobile). Sulla base della valutazione effettuata, viene poi avanzata una proposta contrattuale personalizzata per il proprietario. Questa proposta include i dettagli dei servizi offerti e richiesti (con eventuali costi associati), le condizioni contrattuali e qualsiasi altra informazione pertinente alla conclusione dell’accordo. Se la proposta viene accettata, avviene quindi la stipula del contratto e l’inizio della collaborazione in esclusiva tra il proprietario e la Società.

È importante sottolineare quest’ultimo punto, ovvero l’esclusività del rapporto.

CHART 13 – ADVANTAGES OF AN EXCLUSIVE MANAGEMENT

	Booking online (immediate booking)	Long-term planning	Autonomous pricing policies	Calendar flexibility	Guarantee of high quality
Exclusive management	✓	✓	✓	✓	✓
Non - exclusive management	✗	✗	✗	✗	✗

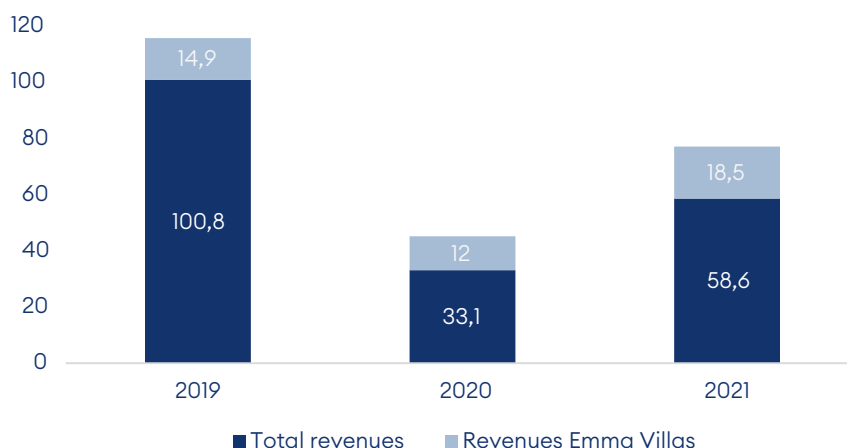
Source: Emma Villas

Infatti, questa permette di garantire una prenotazione con conferma immediata, riducendo quindi il rischio di ripensamenti o ricerca di altre soluzioni da parte dell'utente, oltre a dare la possibilità per Emma Villas di pianificare azioni di marketing di lungo termine e interventi di miglioramento finalizzati a incrementare la redditività dell'immobile. Inoltre, l'esclusività permette flessibilità e autonomia in termini di politiche di *pricing*, punto di forza per la ripianificazione delle prenotazioni a breve termine, molto importante soprattutto nel periodo pandemico. Infine, attraverso questa caratteristica dei contratti stipulati da Emma Villas, è possibile mantenere elevati standard qualitativi mediante attività continuative di *quality inspecting*, non giustificabili in assenza di esclusiva poiché porterebbero beneficio anche ai *competitors*.

Il modello di gestione in esclusiva delle ville ha permesso inoltre a Emma Villas forte resilienza durante il periodo pandemico. Oltre a questa caratteristica contrattuale, tale resilienza è da rintracciare anche nelle iniziative intraprese dalla Società durante il periodo suddetto, e in particolare legate alla (i) creazione di un comitato di crisi costituito da top management aziendale, team *advisor*, *communication* e *legal* (ii) definizione di una strategia legale e commerciale orientata alla rinegoziazione dei contratti con i proprietari, con particolare riferimento alla quantificazione del minimo garantito e vuoto per pieno, sulla base dell'effettiva possibilità di fruizione dell'immobile e della possibilità oggettiva di raggiungimento delle strutture (iii) definizione del progetto "Accoglienza sicura Host - Guest", consistente nella predisposizione di una piattaforma attiva di comunicazione per garantire un costante aggiornamento di Guest e Host sulle misure adottate e conseguenze sull'attività di rental e accoglienza nelle strutture, nonché nella predisposizione di un Desk Host e Guest "Accoglienza sicura", destinato ad accogliere quesiti di proprietari e ospiti, e definizione di partnership con società di servizi su tutto il territorio italiano per garantire la sanificazione delle strutture.

A questo si aggiunge la definizione di una strategia assicurativa complessiva per il *guest*, che prevedeva la creazione di una polizza di copertura che contenesse tra le ragioni di copertura il contagio da Covid-19 prima della partenza o la quarantena/contagio durante il soggiorno.

CHART 14 – TOTAL REVENUES DURING THE PANDEMIC WITHIN THE SECTOR VS EMMA VILLAS REVENUES (€/MLN)



Source: Emma Villas

* Si specifica come all'interno del computo dei ricavi totali di settore, sono state prese in considerazione solo le società che gestiscono ville di lusso (28) e con un fatturato minimo di €100.000.

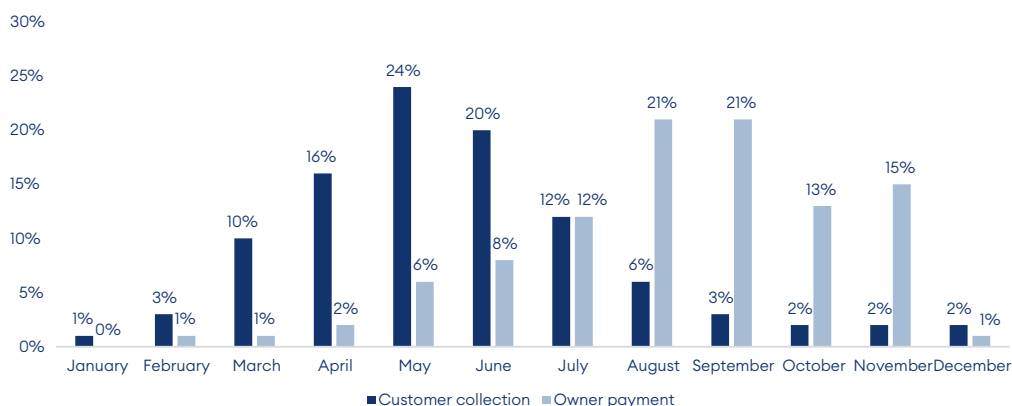
Dall'analisi si evidenzia come Emma Villas sia riuscita comunque a superare, nel 2021, i livelli pre-pandemici di fatturato (€ 18,50 mln vs € 14,90 mln), a differenza del mercato nella sua totalità, che nel 2021 presenta ricavi totali per € 58,60 mln, rispetto a un valore di € 100,80 mln registrato nel 2019. La Società presenta infatti un CAGR 19-21 del +10,0%, a differenza del mercato che presenta un valore del -24,0%.

Nei contratti in esclusiva sono comunque incluse clausole che consentono il recesso anticipato, per le quali l'esercizio avviene a valle del pagamento di una penale fissa specificata nel contratto e una penale variabile basata sul valore delle prenotazioni che devono essere annullate a causa del recesso anticipato. Sono previste inoltre clausole di rinnovo automatiche, attraverso le quali i contratti si rinnovano tacitamente entro il 30 maggio dell'anno di scadenza per un periodo biennale.

- **Sales:** Affitto delle proprietà al cliente.

L'attività di affitto delle ville alla clientela avviene tramite canale diretto (sito web Emmavillas.com), che pesa per il 79,0% sul totale prenotazioni, o tramite canale indiretto (piattaforme online in partnership con la società come Booking o Airbnb, e agenzie di viaggio locate in Italia e all'estero), che rappresentano il 21,0% del totale prenotazioni. Il processo di Emma Villas, come specificato all'interno del paragrafo dedicato al *revenue model*, prevede l'incasso dell'intera somma dell'affitto da parte del cliente entro 60gg prima del pernottamento, con successivo *cash-out* a favore del proprietario dell'immobile il 10° giorno del mese successivo alla data di *check-out*. Questo produce importanti benefici in termini di flussi di cassa.

CHART 15 – CASH FLOWS ANALYSIS (2022)



Source: Emma Villas

Infatti, nel 2022 circa il 75% del totale degli incassi è stato generato nei primi sei mesi dell'anno (con un picco nel mese di maggio, a causa della forte stagionalità dei ricavi legata al periodo estivo). Invece, il grosso dei pagamenti nei confronti dei proprietari degli immobili è avvenuto nella seconda parte del 2022, a dimostrazione della forte capacità di Emma Villas di autofinanziarsi, incassando dall'utente finale circa 3 mesi prima di effettuare il *cash-out* nei confronti del proprietario, trattenendo contestualmente la propria quota di pertinenza. Fanno eccezione i contratti di minimo garantito, per i quali può essere previsto un piano dilazionato di pagamenti tra maggio e ottobre con conguaglio a fine anno.

- **Property management:** il servizio di property management offerto da Emma Villas consiste nella gestione annuale e stagionale della proprietà, nonché nel coordinamento del personale addetto alla locazione e manutenzione.

In particolare, la Società effettua controlli periodici sugli immobili per il tramite di Quality Inspector (la Società ne conta 25 attualmente, organizzati in team da 5), che verificano l'idoneità della struttura e si occupano della valutazione attinente all'apporto di eventuali migliorie sulla proprietà, erogata tramite consulenza gratuita. Il Senior Quality Team, oltre alle suddette mansioni, si occupa dell'effettuazione di interventi in villa e assistenza agli ospiti su richiesta in caso di necessità. A questo, si aggiunge Re Home, programma attraverso il quale avviene il supporto al proprietario in interventi di ristrutturazione e manutenzione straordinaria dell'immobile (il servizio verrà approfondito più avanti, all'interno del capitolo dedicato ai servizi offerti da Emma Villas).

- **Customer Service:** la Società, oltre a fornire un servizio di assistenza al cliente tramite il proprio ufficio *booking* interno, composto da 6 dipendenti multilingue, disponibili 7/7 per almeno 10h al giorno in modo da fornire supporto dalla fase di prenotazione fino al soggiorno, offre un servizio di Concierge, attraverso il quale affianca un Guests Concierge al cliente, che lo assiste aiutandolo nella prenotazione di servizi ed esperienze esclusive. Oltre a questo, gestisce i *feedback* effettuati dal cliente post-soggiorno, sulla base di definite procedure interne.

2.5 Reti di vendita

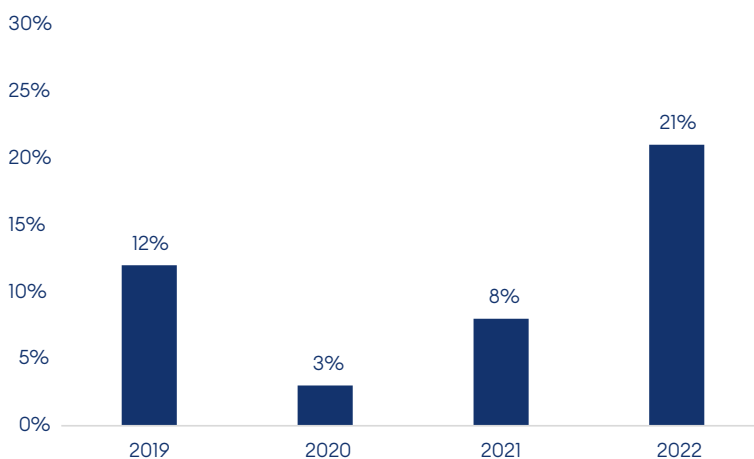
Emma Villas raggiunge il cliente finale, a cui verrà poi affittato lo specifico immobile, tramite due canali alternativi:

- **Canale diretto** rappresentato dal sito web della società, Emmavillas.com, con disponibilità di prenotazione 24/7;
- **Canale indiretto** sviluppato tramite partnership con importanti operatori di mercato quali ItalianWay, e collaborazioni con piattaforme quali Marriott, Airbnb, Booking, Plumguide, E-Domizil e Homeaway, nonché con agenzie di viaggio italiane ed estere.

Per quanto riguarda le OTA, non sono attualmente presenti contratti specifici. Per la pubblicazione delle proprietà sui canali indiretti, sono previsti termini e condizioni contrattuali che ogni OTA fissa, e di cui richiede l'accettazione in fase di registrazione. Nella maggior parte dei casi, le condizioni di cancellazione sono settabili dall'azienda per ciascuna proprietà, e in alcuni casi alcuni termini possono essere aggiornati unilateralmente dall'OTA. L'azienda avrà poi la possibilità di sospendere l'annuncio in qualsiasi momento, ferme restando le prenotazioni già effettuate.

Gli immobili vengono quindi pubblicati su tutti i canali, ad eccezione di quelli che effettuano una selezione delle strutture (in questi alcune ville potrebbero essere escluse sulla base delle proprie caratteristiche). Si specifica peraltro come entrambi i canali presentino approssimativamente la stessa marginalità. Infatti, nel canale indiretto, la Società scarica sui prezzi i maggiori costi di vendita del canale, in modo da mantenere una marginalità in linea con quella del canale diretto.

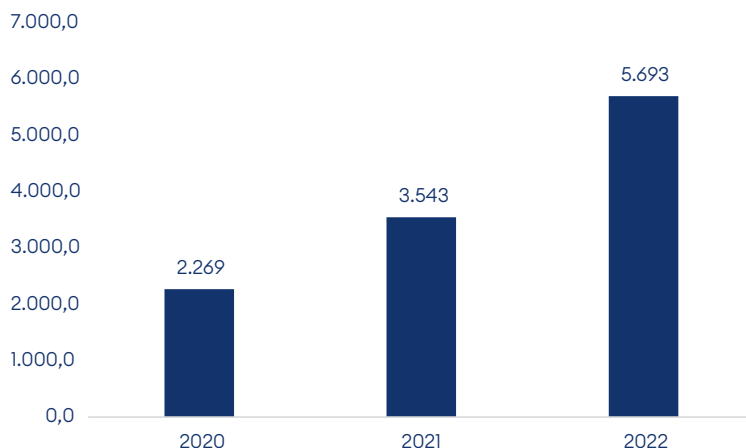
CHART 16 – BOOKINGS THROUGH INDIRECT CHANNELS FROM 2019 TO 2022



Source: Emma Villas

Nel 2022, come è possibile osservare nel grafico sopra riportato, le prenotazioni tramite canale indiretto hanno pesato per il 21,0% rispetto alle prenotazioni totali, a fronte di un 79,0% registrato sul canale diretto. In particolare, le vendite tramite canale indiretto effettuate nell'anno sono derivate per il 71,4% dalle piattaforme online di cui si avvale la Società (Booking, Airbnb ecc.), mentre il restante 28,6% dalle collaborazioni con le agenzie dislocate sul territorio italiano e non. L'evoluzione mostra comunque una forte crescita del canale negli ultimi 4 anni, rispetto a un valore registrato al 2019 del 12,0%, anche grazie alla stipula di nuove partnership nel corso del 2022. Il rafforzamento ha permesso un aumento delle vendite in bassa stagione, riducendo quindi le settimane invendute e la stagionalità dei ricavi.

CHART 17 – NUMBER OF BOOKINGS FROM 2020 TO 2022



Source: Emma Villas

Infatti, nel 2022 si registra un incremento nel numero di prenotazioni del 60,7% rispetto al valore registrato al 2021, pari a 3.543 prenotazioni. Nel triennio, invece, il CAGR 20-22 risulta essere pari a +58,4%.

2.6 Portafoglio prodotti e servizi

2.6.1 Prodotti

Emma Villas propone nell'ambito della propria offerta la possibilità di affittare 548 proprietà contrattualizzate a maggio 2023 (di cui 492 generanti fatturato nel 2022), localizzate in 15 regioni differenti del territorio italiano. La Società svolge quindi la funzione di intermediario di proprietà in esclusiva, fungendo da anello di congiunzione tra i proprietari che danno a Emma Villas le proprie proprietà in gestione, e i clienti (diretti e non) che intendono affittare gli immobili.

In particolare, Emma Villas instaura un rapporto di collaborazione con il proprietario dell'immobile attraverso l'utilizzo di 3 tipologie di contratto differenti:

- **Standard** (contratto utilizzato su 94 proprietà): attraverso questa forma contrattuale, Emma Villas definisce assieme al proprietario i prezzi per ciascuna fascia stagionale, che sono individuati quindi contrattualmente. Questo contratto dà la possibilità al proprietario dell'immobile di accedere al calendario per visionare le disponibilità del proprio immobile, in modo da poterne usufruire alcune settimane, secondo quanto concordato con la Società e se libere da calendario.
- **Minimo garantito** (contratto utilizzato su 316 proprietà): unitamente alla definizione concordata con il proprietario di prezzi per fascia stagionale, attraverso questa tipologia di contratto viene definito un reddito minimo garantito annuale che Emma Villas andrà a corrispondere al possessore dell'immobile. Il livello di reddito che verrà garantito da parte della Società, sarà definito sulla base di un numero minimo di settimane in cui si prevede che l'immobile verrà affittato, al netto della possibilità per il proprietario di guadagnare di più nel caso in cui Emma Villas riesca ad affittare l'immobile per un numero di settimane maggiore. In particolare, il reddito minimo garantito viene determinato sulla base di una percentuale del reddito potenziale stagionale della proprietà, che può poi variare in aumento o diminuzione sulla base di circostanze specifiche o disponibilità della villa.

Generalmente Emma Villas offre il minimo garantito su proprietà selezionate, ossia su proprietà che presentano determinate caratteristiche e potenzialmente in grado di offrire una redditività più elevata (non è tuttavia richiesta un livello minimo di redditività). Nello specifico, nel 2022, il costo per il minimo garantito è risultato pari a € 8,30 mln, su un totale di 316 proprietà, di cui solo 8, a fronte del minimo garantito, hanno generato perdite (valore in diminuzione rispetto a quello registrato nel 2021, in cui furono 13 le proprietà in perdita

assistite da questa formula contrattuale).

Inoltre, questa formula permette di gestire con maggiore autonomia prezzi e politiche promozionali sulle proprietà. Oltre a ciò, la Società può prevedere di pagare in anticipo alcune rate di minimo garantito, finalizzate alla realizzazione di migliorie e interventi sulle proprietà volti al miglioramento della redditività delle stesse, nel caso di contratti di durata maggiore.

- **Vuoto per pieno** (contratto utilizzato su 138 proprietà): attraverso la sottoscrizione di questo contratto, la Società acquisisce la gestione dell'immobile per un determinato periodo, e a un corrispettivo pattuito ex-ante. Il proprietario non avrà quindi la disponibilità della struttura per il periodo di riferimento, né avrà diritto a un reddito superiore rispetto a quanto stabilito precedentemente per l'acquisizione del periodo, indipendentemente dal numero di settimane in cui Emma Villas riuscirà ad affittare l'immobile. I proprietari dell'immobile che sottoscrivono questo contratto sono solitamente proprietari che non hanno tempo di occuparsi della villa, cedendone quindi la completa gestione ad Emma Villas per il periodo predefinito.

2.6.2 Servizi

Emma Villas, tra i servizi proposti, offre una gestione attiva su una selezione di ville (187 nel 2022), unitamente ad attività di manutenzione ordinaria. In particolare, offre:

- Servizi di *check-in* e *check-out* con personale qualificato;
- Servizi di pulizia delle strutture, svolti anche attraverso il progetto "Accoglienza sicura", con messa a disposizione di aziende qualificate per la sanificazione e disinfezione di tutti gli ambienti;
- Noleggio e lavaggio della biancheria per la struttura;
- Servizi di property management offerti tramite 42 figure professionali, che si occupano di garantire servizi di gestione del personale incaricato per le attività di pulizia, giardinaggio e manutenzione della villa (anche da remoto).

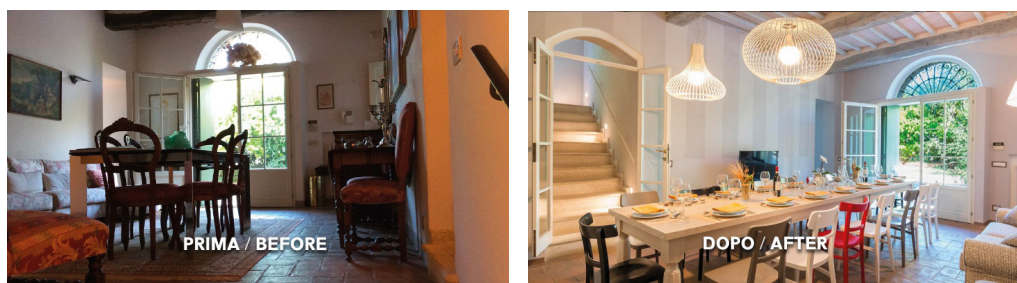
A questo, si aggiunge l'affiancamento al proprietario dell'immobile di un Senior Quality Team centrale composto da cinque professionisti, la cui attività si focalizza sulla qualità e sul controllo delle proprietà finalizzato all'inizio della stagione. Attualmente sono presenti 25 Quality Inspector, che si occupano di:

- Ispezioni periodiche della struttura, sin dal momento di messa in catalogo dell'immobile;
- Offerta di consulenze gratuite finalizzate al miglioramento del livello di qualità dell'immobile;

- Interventi sulla proprietà e assistenza agli ospiti su richiesta in caso di necessità.

In particolare, per quanto riguarda gli interventi sulla proprietà, Emma Villas propone il proprio servizio “Re Home”. Attraverso questo, si occupa, su richiesta del proprietario, di supportare quest’ultimo in interventi di manutenzione straordinaria e ristrutturazione. Servendosi di un network di professionisti qualificati e affidabili, la Società pone il proprio focus su interventi di *interior design*, *architecture* e *garden & pool*, offrendo supporto finanziario per la realizzazione del progetto. Infatti, Emma Villas può pagare anticipatamente rate relative al contratto minimo garantito, al fine di svolgere le migliorie sull’immobile (soluzione che viene offerta nel caso di contratti di locazione più lunghi, che permettano quindi di rientrare dell’investimento effettuato). Soluzione questa che viene proposta sia a chi è già cliente della Società, sia a chi intenda diventarlo, a cui quindi, assieme alla proposta di locazione, verrà inviato il progetto di ristrutturazione su richiesta. In generale, la Società non prevede l’applicazione di una commissione su questo servizio erogato: questo è da considerare come un anticipo del *cash-out* che Emma Villas andrà poi a retrocedere ai proprietari, dopo la locazione degli immobili e il soggiorno da parte dei clienti.

CHART 18 – RE HOME



Source: Emma Villas

Lato cliente, la Società propone un servizio di Concierge (attualmente sono presenti 6 Concierge) disponibile dal giorno successivo alla prenotazione, sino alla fase di *check-out*. Questo è coinvolto nelle attività di assistenza alla prenotazione di servizi ed esperienze esclusive (cuoco privato, autokit viaggio, prima spesa, visite enogastronomiche ecc.), e gestione dei *claim* e dei *feedback* sulla base di procedure interne predefinite. Inoltre, Emma Villas, a partire dal 2021, ha lanciato la propria app proprietaria “Emma”, un’unica app per gli ospiti degli immobili e per i proprietari, che prevede vantaggi e miglioramenti del servizio per entrambi. Per l’ospite, infatti, l’app permette di effettuare il *check-in* online, inserendo i dati non inseriti in fase di prenotazione, consentendo quindi una velocizzazione delle procedure di *check-in*. Inoltre, l’ospite può effettuare il pagamento della tassa di soggiorno e degli eventuali costi forfettari tramite app, oltre a poter acquistare servizi aggiuntivi. Lato proprietario, l’app permette invece di controllare in tempo reale le prenotazioni degli immobili, automatizzare gli adempimenti burocratici richiesti per la locazione, versare auto-

maticamente (tramite Emma Villas) la tassa di soggiorno ai comuni, e recepire i pagamenti forfettari già in fase di *check-in*, con conseguente semplificazione della fase di *check-out*.

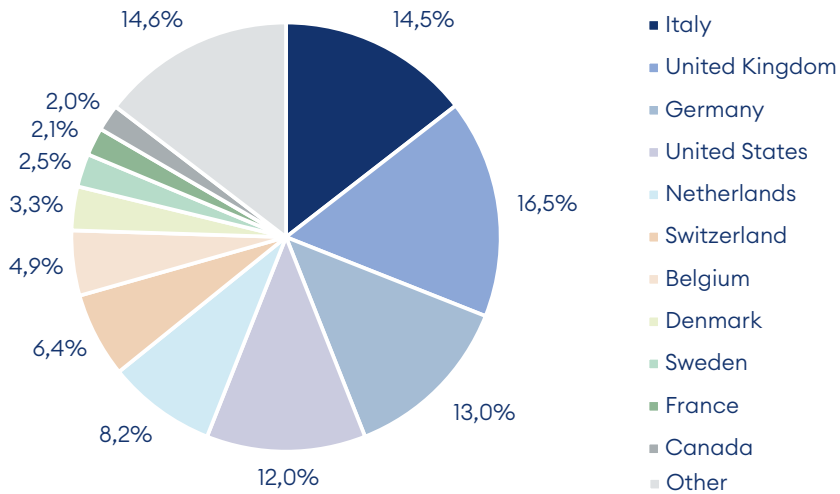
Emma Villas propone infine 3 tipologie di polizze a proprietari degli immobili e clienti:

- **Zer0Dep:** Polizza assicurativa obbligatoria stipulata in accordo con Europ Assistance, che agisce a tutela del cliente nel caso di danni causati accidentalmente alla proprietà durante il soggiorno. Questa assicurazione sostituisce il deposito cauzionale solitamente richiesto al momento del *check-in*, e viene pagata al momento della prenotazione, a un costo inferiore rispetto all'importo del deposito cauzionale che andrebbe versato in alternativa. La presenza di una polizza al posto del deposito cauzionale permette di rimuovere le difficoltà di quantificazione del danno in fase di *check-out*, che è spesso causa di controversie e recensioni negative. Nello specifico, la copertura danni è fino a un massimo di € 1.500 per prenotazione, con franchigia a carico del proprietario pari a € 50.
- **Property Protection:** Polizza assicurativa stipulata in accordo con Cattolica Assicurazioni, introdotta nel 2021 a tutela dei proprietari. Si tratta di una polizza integrativa rispetto alla Zer0Dep (obbligatoria), il cui costo per il proprietario è incluso nella proposta di locazione, e che va a coprire danni di maggior entità causati accidentalmente dal cliente durante il soggiorno. La copertura danni è fino a un massimo di € 20.000, con franchigia di € 1.500 coperti da Zer0Dep.
- **Altre polizze:** tra le altre polizze offerte a favore del cliente troviamo (i) polizza di annullamento del soggiorno, inclusa nel prezzo, che agisce coprendo il cliente fino al *check-in* rispetto a eventuali penali che potrebbero derivare dall'annullamento della prenotazione in relazione a condizioni impreviste e oggettivamente documentabili (motivazioni di salute, lavoro, epidemie e pandemie, attentati terroristici) (ii) polizza sanitaria, polizza opzionale che copre l'assistenza medica e il rifacimento del viaggio nel caso di malattia sopraggiunta nel corso del soggiorno (iii) polizza extra, polizza opzionale che offre la copertura in caso di contagio certificato da Covid-19 per tutta la durata del soggiorno (iv) garanzia annullamento per lockdown, che copre il cliente in caso di annullamento del soggiorno a causa di lockdown nazionali o locali dovuti alla pandemia da Covid-19.

2.7 Clienti e Fornitori

Per quanto riguarda la clientela della Società, osserviamo un elevato grado di differenziazione in termini di provenienza geografica. Nello specifico, i destinatari finali sono turisti italiani e esteri dalle elevate disponibilità economiche. Nel 2022 i turisti esteri hanno rappresentato circa l'85,5% della clientela di Emma Villas. Gli italiani, invece, rappresentato il restante 14,5%.

CHART 19 – CUSTOMER BREAKDOWN BY GEOGRAPHICAL AREA

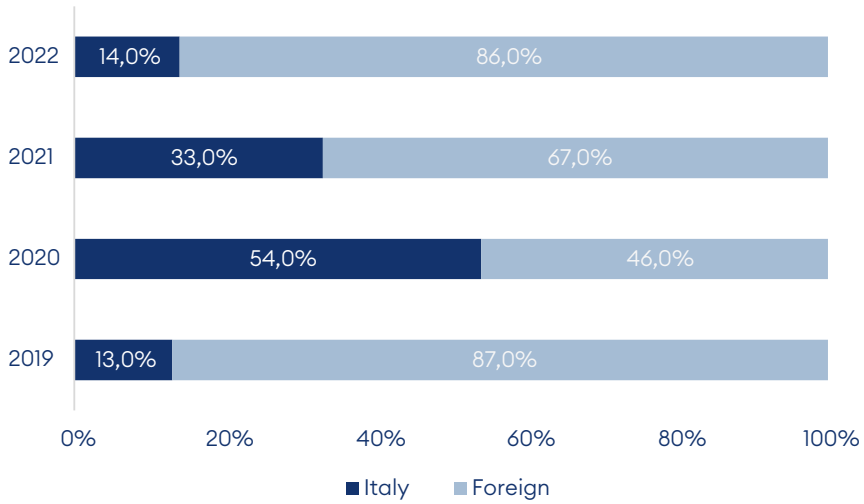


Source: Emma Villas

La forte diversificazione del portafoglio clienti, con una buona presenza storica anche di italiani, ha costituito, rispetto ad altri operatori focalizzati esclusivamente sul mercato straniero che hanno risentito in maniera più importante delle limitazioni agli spostamenti, un elemento di resilienza e di mitigazione negli ultimi anni caratterizzati dalla pandemia da Covid-19.

Nello specifico, Emma Villas, nel corso del 2020, è stata capace di limitare la contrazione delle prenotazioni al - 25,0% rispetto a un calo del turismo globale di circa il 74,0%, attraverso lo sviluppo di strategie diversificate che hanno portato a focalizzarsi sulla clientela domestica triplicando l'incidenza di quest'ultima rispetto al 2019. Si può notare che la clientela italiana, anche nel 2021, ha rappresentato un importante target, per poi stabilizzarsi nel corso del 2022 ai valori pre-Covid-19.

CHART 20 – BREAKDOWN DOMESTIC AND FOREIGN CUSTOMERS



Source: Emma Villas

Analizzando successivamente la *client base* in base al grado di fidelizzazione, è possibile riscontrare, anche per effetto di campagne di comunicazione e promozioni ad hoc, che una solida parte della clientela ha già soggiornato in una proprietà di Emma Villas una o più volte in passato. La presenza di clienti ricorrenti è anche uno dei motivi di resilienza della performance realizzata dalla Società nel 2020 e nel 2021. L'elevato livello di fidelizzazione della clientela è dovuto a iniziative come (i) scontistiche sulle prenotazioni dei *repeaters* (ii) concierge dedicato 7/7 (iii) villa specialist dedicato ai *repeaters* (iv) campagne *mailing* dedicate con offerte promozionali.

CHART 21 – CUSTOMER RETENTION

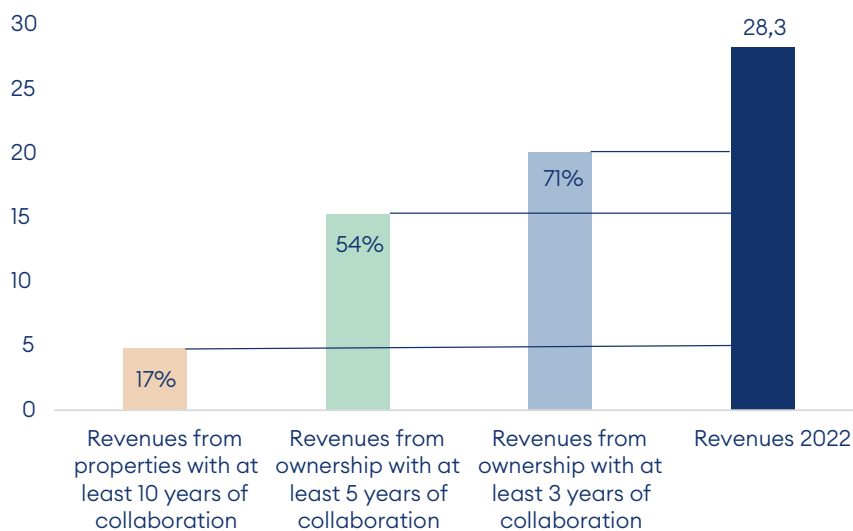


Source: Emma Villas

L'elevato grado di fidelizzazione, oltre che nella clientela, è possibile riscontrarlo anche lato proprietari, ovvero coloro che affidano la gestione della propria villa per l'affitto e la valorizzazione della proprietà. I principali fornitori della Società, infatti, sono i proprietari, i quali, invece che svolgere direttamente l'attività di gestione delle proprietà, si rivolgono ad operatori specializzati.

Si evidenzia che nel corso 2022, il 17,0% del fatturato è stato generato da proprietà che sono almeno al 10° anno di collaborazione con la Società. Se si considerano rispettivamente le proprietà che sono almeno al 5° ed al 3° anno di collaborazione, la suddetta percentuale sale al 54,0% e al 71,0%.

CHART 22 – OWNER RETENTION (€/MLN)



Source: Emma Villas

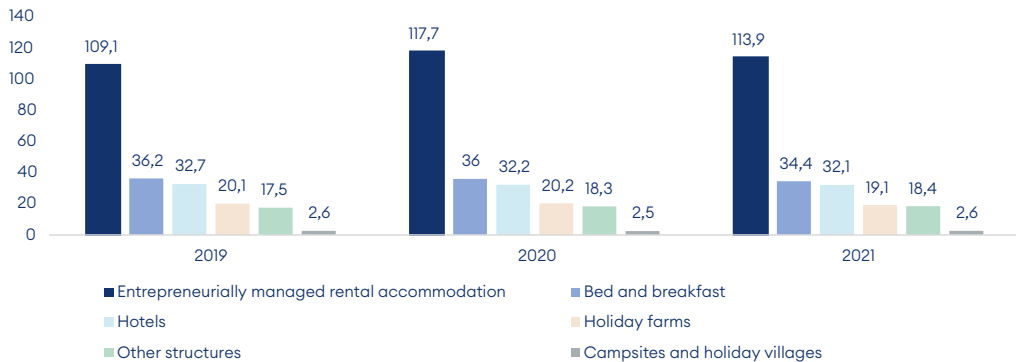
Nello specifico, le iniziative intraprese da parte della Società, finalizzate alla fidelizzazione dei proprietari degli immobili, riguardano (i) definizione di un progetto dedicato, “Your Property First”, che sistematizza e aggiorna nuovi prodotti e servizi previsti per i proprietari (ii) realizzazione di un tour annuale con il top management dedicato ai proprietari nelle principali città italiane (in media 5 l’anno) (iii) aggiornamento sulle novità riguardanti prodotti e servizi, con consulenza sulle tematiche amministrative (iv) istituzione di un Desk Host 7/7 (v) area web riservata (vi) App Emma per la semplificazione degli adempimenti burocratici (vii) sessioni webinar dedicate alle tematiche di maggiore attualità (viii) attività *pre-season* condotta dal team quality, come indicato nei capitoli precedenti.

3. Il mercato

Emma Villas è una realtà di spicco nel settore degli affitti turistici di ville e casali di pregio con piscina privata. Attualmente, svolge la propria attività esclusivamente sul territorio italiano, con una maggiore copertura in termini di proprietà gestite in Toscana (217 proprietà), Umbria (92), Marche (32) ed Emilia-Romagna (22).

3.1 Il turismo in Italia

CHART 23 – NUMBER OF HOTEL AND NON-HOTEL FACILITIES (000)

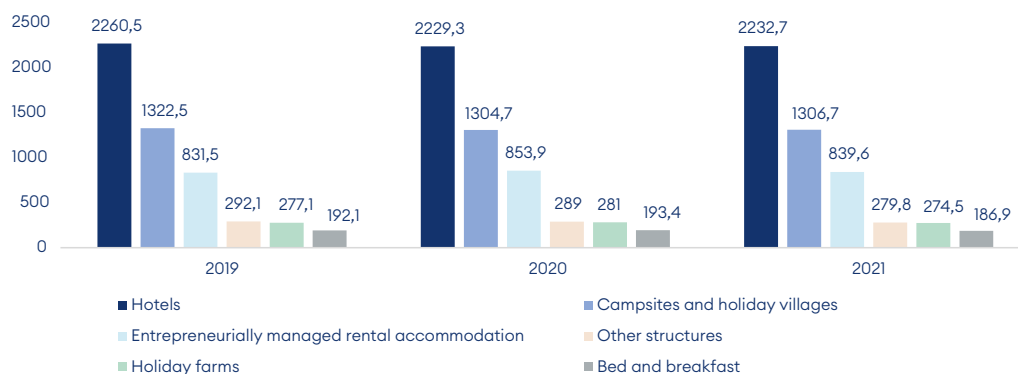


Source: ISTAT

Il numero di strutture extra-alberghiere in Italia, nonostante l’impatto della pandemia che ha sicuramente influito negativamente sul mercato, è aumentato nel periodo 2019-2021, mostrando un CAGR 19-21 pari al +0,7%, arrivando così al 2021 a circa 188,30 mila strutture. Il trend è, seppur lievemente, positivo, in contrapposizione al decremento dell’offerta alberghiera, che nel triennio ha mostrato un CAGR 19-21 del -1,0%, con un numero di strutture alberghiere pari a 32,10 mila nel 2021.

La resilienza delle strutture extra-alberghiere in un periodo così complesso è stata trainata in particolare da un incremento degli alloggi in affitto gestiti in forma imprenditoriale. Infatti, quest’ultimi mostrano un CAGR 19-21 del +2,2%, rappresentando nel 2021 il 60,0% delle strutture extra-alberghiere totali.

CHART 24 – NUMBER OF BEDS PER FACILITY (000)



Source: ISTAT

Inoltre, gli alloggi in affitto gestiti in forma imprenditoriale sono gli unici a mostrare una crescita nel numero di posti letto nel periodo di riferimento, con un CAGR 19-21 del +0,5%.

CHART 25 – DIFFERENTIATION OF ARRIVALS AND PRESENCES BY TYPE OF TOURIST (RESIDENT OR NON-RESIDENT)

	2019			2020			2021			2022		
	Hotel facilities	Extra-hotel facilities	Total accommodation	Hotel facilities	Extra-hotel facilities	Total accommodation	Hotel facilities	Extra-hotel facilities	Total accommodation	Hotel facilities	Extra-hotel facilities	Total accommodation
RESIDENTS												
Arrivals (k)	50.422	15.949	66.371	28.021	11.169	39.190	37.612	14.155	51.767	43.467	15.412	58.879
Presence (k)	140.377	75.700	216.077	85.634	57.369	143.003	112.997	70.058	183.055	130.682	73.038	203.720
Medium overnight stay	2,8	4,7	3,3	3,1	5,1	3,6	3	4,9	3,5	3	4,7	3,5
NON-RESIDENTS												
Arrivals (k)	47.377	17.634	65.010	11.006	5.506	16.512	17.107	9.796	26.903	33.605	16.920	50.526
Presence (k)	140.561	80.102	220.663	37.632	27.812	65.444	56.539	49.584	106.123	111.558	80.955	192.514
Medium overnight stay	3	4,5	3,4	3,4	5,1	4	3,3	5,1	3,9	3,3	4,8	3,8
TOTAL												
Arrivals (k)	97.799	33.583	131.381	39.027	16.675	55.702	54.719	23.951	78.670	77.072	32.332	109.405
Presence (k)	280.938	155.802	436.740	123.266	85.181	208.447	169.536	119.642	289.178	242.240	153.993	396.234
Medium overnight stay	2,9	4,6	3,3	3,2	5,1	3,7	3,1	5	3,7	3,1	4,8	3,6

Source: ISTAT

Con riferimento alla tabella riportata sopra, è possibile evidenziare le presenze e gli arrivi, unitamente al pernottamento medio, con riferimento alle strutture alberghiere ed extra-alberghiere, nell'arco temporale 2019-2022. È possibile notare sin da subito come gli arrivi rispetto al totale delle strutture ricettive siano scesi del 57,6% nel 2020, rispetto ai valori registrati nel 2019. A contribuire a questa decrescita sono maggiormente le strutture alberghiere, nelle quali gli arrivi registrano un decremento del 60,1%, maggiore rispetto al decremento relativo alle strutture extra-alberghiere, pari al 50,3%. Un discorso analogo può essere fatto per le presenze, che registrano un decremento del 52,3% nel 2020 rispetto all'anno precedente, maggiormente imputabile alla decrescita all'interno delle strutture alberghiere rispetto a quelle extra-alberghiere. Inoltre, i valori riferiti al biennio sono sicuramente da spiegare alla luce della decrescita soprattutto nel numero di turisti non residenti, che mostrano una riduzione del 74,6% negli arrivi e del 70,3% nelle presenze, rispetto a

valori dei turisti residenti rispettivamente del 41,0% e 33,8%, chiaramente a causa delle restrizioni ai movimenti internazionali dovuti alla pandemia.

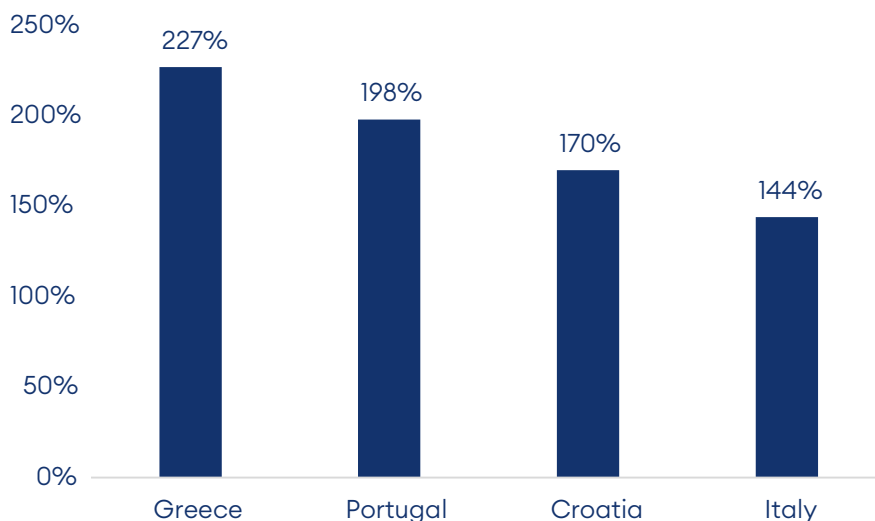
Nel 2022, si registra invece una crescita totale negli arrivi pari al 39,1%, rispetto a una crescita nelle presenze del 37,0%. Nello specifico, è il numero di arrivi e presenze relativo a turisti non residenti ad essere aumentato vertiginosamente rispetto ai valori del 2021, registrando una crescita dell'87,8% con riferimento agli arrivi (+13,7% per i turisti residenti), e dell'81,4% relativamente alle presenze (+11,3% per turisti residenti).

Vediamo infine un pernottamento medio totale stabile, con valori pari a 3,7 giorni nel 2020 e 2021 (in crescita del 12,1% rispetto ai 3,3 giorni di pernottamento medio registrati nel 2019), e 3,6 nel 2022.

Nonostante i valori in forte ripresa nel 2022, arrivi e presenze all'interno delle strutture ricettive rimangono ancora al di sotto dei livelli pre-Covid, mostrando un CAGR 19-22 rispettivamente del -5,9% e -3,2%. In particolare, per i turisti stranieri arrivi e presenze hanno un CAGR 19-22 del -8,1% e -4,4%, mentre per i turisti residenti in Italia, il CAGR 19-22 relativo ad arrivi e presenze è del -3,9% e -1,9%.

Questi sono valori a cui contribuiscono in gran parte (se non esclusivamente), le strutture alberghiere. Infatti, il CAGR 19-22 di arrivi e presenze di turisti stranieri e residenti all'interno delle strutture extra-alberghiere, è di appena il -1,3% e -0,4%, mentre per le strutture alberghiere è del -7,6% e -4,8%, a conferma della piena ripresa dell'esercizio extra-alberghiero sui livelli pre-pandemici.

CHART 26 – GROWTH 2022 SUMMER HOLIDAY BOOKINGS FOR SHORT-TERM RENTALS IN EUROPE



Source: AIGAB, analysis on first 4 months of 2022

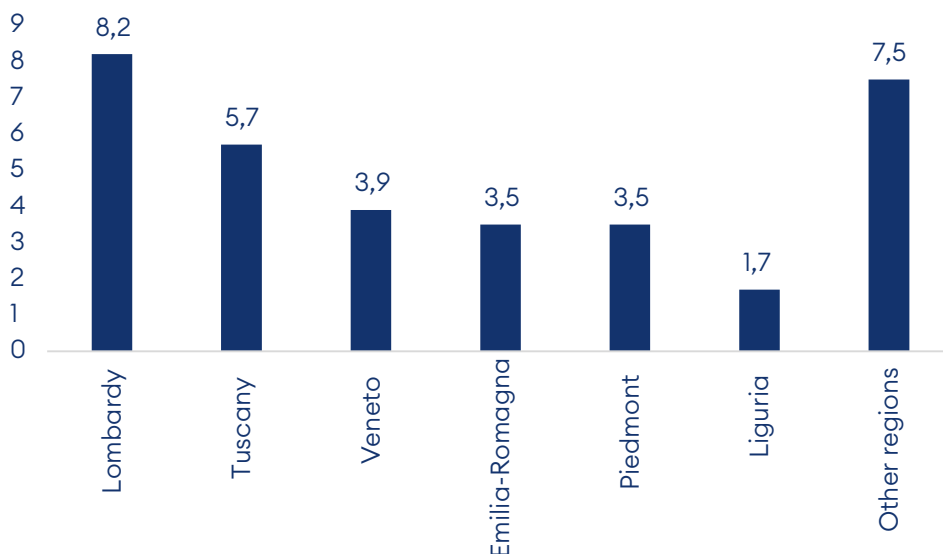
Come è possibile notare nel grafico riportato, l'Italia, secondo i dati raccolti nei primi 4 mesi del 2022, risulta essere inoltre, per incremento nel numero di prenotazioni relative al periodo estivo, al 4° posto in Europa, con una crescita del 144,0% rispetto al 2021. Sopra troviamo Croazia (170,0%), Portogallo (198,0%) e Grecia (227,0%).

3.2 Mercato delle ville in Italia

Da un'analisi condotta dall'Osservatorio del Mercato Immobiliare (OMI), emerge che il numero di immobili appartenenti alla categoria catastale A (a esclusione della categoria A/10, ovvero unità destinate a uffici o studi privati), ovvero le cosiddette abitazioni, nel 2021 erano pari a circa 36,00 milioni. Di questi, circa 2,60 milioni sono rappresentati da abitazioni di maggior pregio, che si dividono in 2,50 milioni di villini (A/7), 34,10 mila ville (A/8) e 32,90 mila abitazioni signorili (A/1).

Secondo alcuni dati raccolti dall'Agenzia delle Entrate nel 2019, emerge inoltre che gli immobili locati appartenenti alla categoria catastale A sono pari a 3,60 milioni (11,0% del totale), mentre gli immobili a disposizione sono pari a 5,70 milioni, ovvero circa il 17,0% del totale, lasciando quindi ampi margini di penetrazione del mercato attraverso l'acquisizione di ulteriori proprietà nei prossimi anni. Infatti, se si suppone una percentuale di proprietà a disposizione del 17,0% relativamente agli immobili di pregio, si può stimare un mercato potenzialmente aggredibile di circa 435.000 proprietà.

CHART 27 - NUMBER OF VILLAS PER REGION (000)



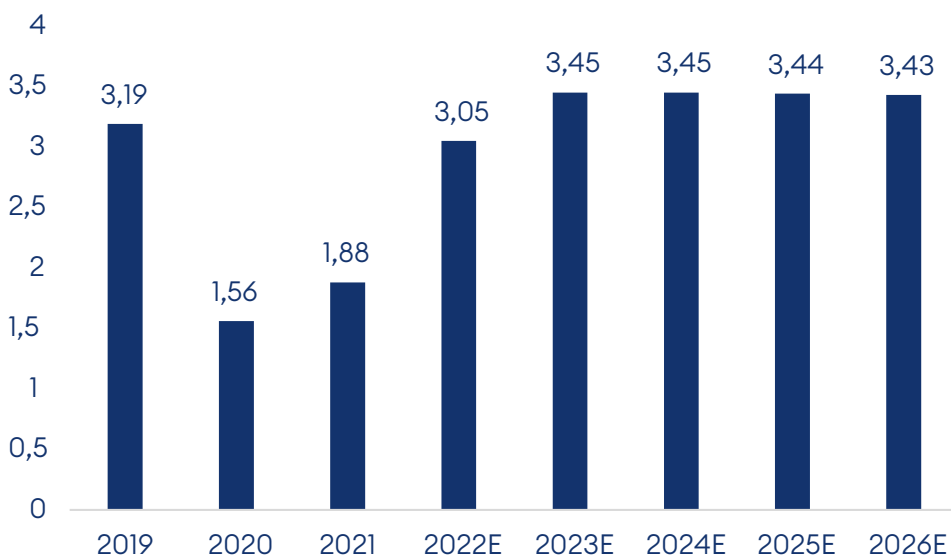
Source: Osservatorio del Mercato Immobiliare (OMI)

Con particolare riferimento alla categoria delle ville (A/8), dalle statistiche catastali del 2021 emerge come queste sono per l'82,0% di proprietà di persone fisiche, e per il 18,0% di proprietà di persone non fisiche. Inoltre, la regione con un maggior numero di ville nel 2021 risulta essere la Lombardia, con il 24,1% del totale, seguita dalla Toscana (16,8%) e Veneto (11,5%). Guardando alla distribuzione geografica delle ville, si può notare come nelle prime 6 regioni si concentri quindi il 77,9% del totale delle ville sul territorio italiano.

Inoltre, dall'analisi emerge che le abitazioni appartenenti alla categoria catastale A/8, hanno una dimensione media di circa 490mq. La distribuzione delle abitazioni con una dimensione maggiore di 100mq mostra come queste si concentrino in Veneto, Trentino, Piemonte, Valle D'Aosta, Lazio, Abruzzo e Sardegna.

3.3 Il mercato delle case vacanza in Italia

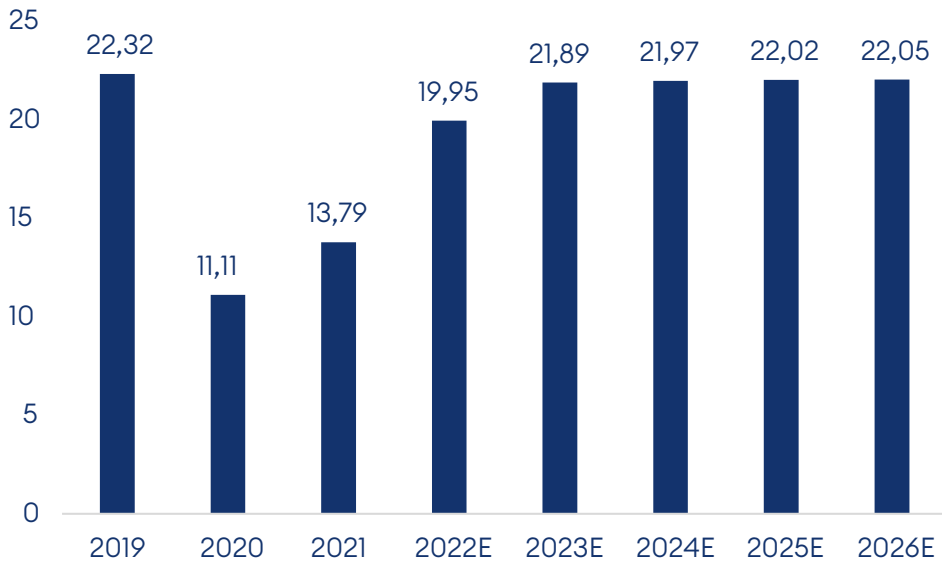
CHART 28 - VACATION RENTAL MARKET IN ITALY 2019-2026E (€/MLD)



Source: Statista

Nel 2020, il mercato dell'affitto di case vacanza in Italia ha subito una brusca frenata, mostrando una riduzione del 51,1% rispetto ai valori registrati nel 2019. In crescita nel 2021, mostrando valori in ripresa e arrivando così a un volume pari a € 1,88 mld (+20,5%), si stima che nel 2022 il mercato arriverà a € 3,05 mld, con una crescita vertiginosa pari al 62,2% rispetto all'anno precedente, avvicinandosi quindi ai livelli pre-pandemici. Per il 2023, si prevede una crescita del 13,1%, arrivando così a € 3,45 mld, per poi rimanere stabile negli anni successivi fino al 2026, in cui si stima un valore pari a € 3,43 mld.

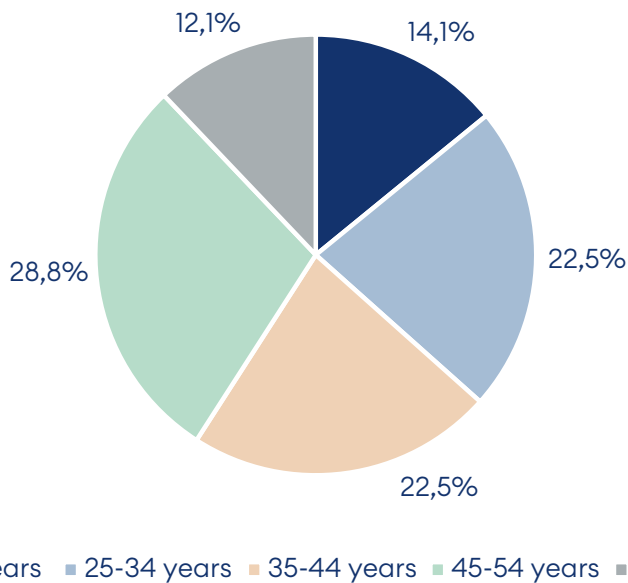
CHART 29 – NUMBER OF USERS OF VACATION RENTALS IN ITALY FROM 2019 TO 2026 (MLN)



Source: Statista

Il grafico sopra riportato risulta coerente con lo sviluppo del mercato delle case vacanza in Italia, mostrando quindi una forte crescita dei fruitori di case vacanza sul territorio tra il 2020 e il 2023 (CAGR 20-23 pari al 25,4%), per poi stabilizzarsi negli anni successivi.

CHART 30 – USERS BY AGE RANGES (2021)



Source: Statista

Inoltre, è possibile notare come i clienti principali all'interno di questo mercato nel 2021 sono rappresentati da persone all'interno della fascia d'età 45-54 anni, con un'incidenza del 28,8% rispetto al numero di utenti complessivo. A seguire, troviamo le fasce 25-34 anni e 35-44 anni, con un'incidenza del 22,5% ciascuna, 18-24 anni (14,1%) e 55-64 anni (12,1%).

4. Posizionamento Competitivo

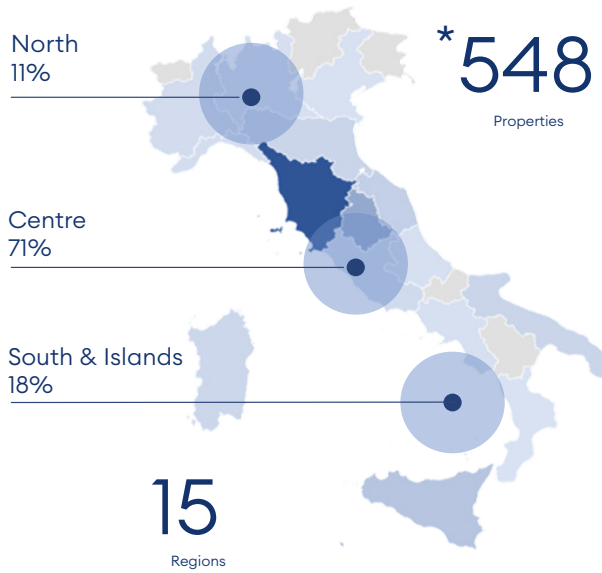
Nello svolgimento del proprio business, la Società si confronta con i principali player del mercato *vacation rental* per l'affitto breve di ville di lusso. Sulla base dei principali driver di mercato, sulla presenza geografica e sulla capacità di gestione di proprietà in esclusiva, tra i principali *competitors* di Emma Villas troviamo:

TABLE 2 – MAIN COMPETITORS (MAY 2023 DATA)

Company	N.Villas in Italy	% Exclusiv villas	Regions	Range Price/Week
Oliver's Travel	695	0%	13/20	€ 433 - 120k
Easy Reserve (Tuscany villas)	645	0%	1/20	€ 660 - 81k
Airbnb Lux	580	0%	10/20	€ 3k - 56k
James Villas	526	0%	9/20	€ 300 - 12k
To Tuscany	488	0%	3/20	€ 390 - 19k
Posarelli Villas	468	20%	9/20	€ 2k - 24k
Villaway	284	0%	10/20	€ 2k - 38k
Villas of Distinction	272	0%	9/20	€ 1k - 140k
Abercrombie & Kent Villas	254	0%	9/20	€ 4k - 97k
Onefinestay	227	0%	6/20	€ 2k - 385k
CV Villas	220	0%	8/20	€ 1k - 31k
Bravo Villas	208	0%	10/20	€ 2k - 138k
Excepcional Villas	208	0%	9/20	€ 2k - 101k
Gabetti Short Rent	207	0%	10/20	€ 847 - 32k
Myprivate Villas	206	0%	10/20	€ 10k - 385k
The Thinking Traveller Ltd	153	100%	3/20	€ 2k - 101k
Tuscany Now & More	127	100%	4/20	N/A
Anita Villas	124	0%	7/20	€ 490 - 7k
DH Villas	109	0%	7/20	€ 595 - 5k
Simpson Travel	31	0%	3/20	€ 1k - 11k
SJ Villas	27	0%	6/20	€ 2k - 84k
Scott Williams	23	0%	6/20	€ 3k - 9k
IC Bellagio	14	0%	6/20	€ 7k - 15k
Emma Villas	548	100	15/20	€ 1k - 12k

Source: Emma Villas, elaborazione Integrae SIM

CHART 31 – GEOGRAPHICAL DISTRIBUTION OF PROPERTIES



Source: Emma Villas

Come si evince dalla tabella soprastante, Emma Villas risulta la Società leader in Italia per numero di proprietà in esclusiva presenti in portafoglio, contando ben 548 strutture, più del triplo del secondo player che detiene in gestione 153 proprietà in esclusiva.

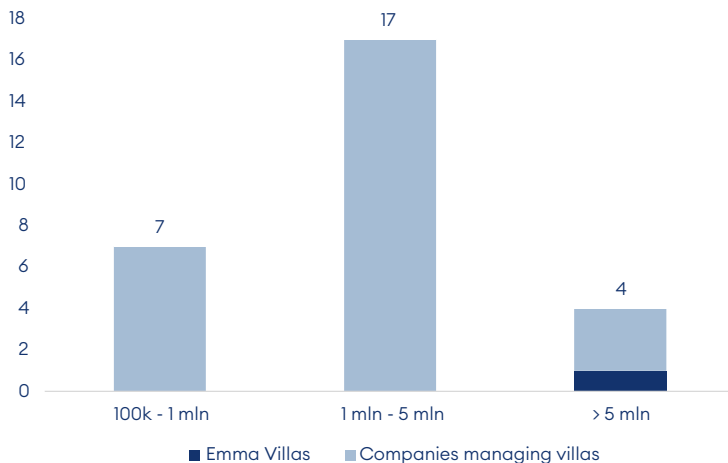
CHART 32 – EMMA VILLAS COMPETITIVE POSITIONING



Source: Emma Villas, elaborazione Integrae SIM

Emma Villas riesce a differenziarsi dai suoi competitori in quanto la propria offerta gode di un'ottima capillarità. Nello specifico, a maggio 2023, la Società presidia ben 15 regioni italiane e 548 ville. Con un modello di business altamente differenziante rispetto alla maggior parte dei player, inoltre, la Società riesce a gestire la totalità delle sue ville in esclusiva.

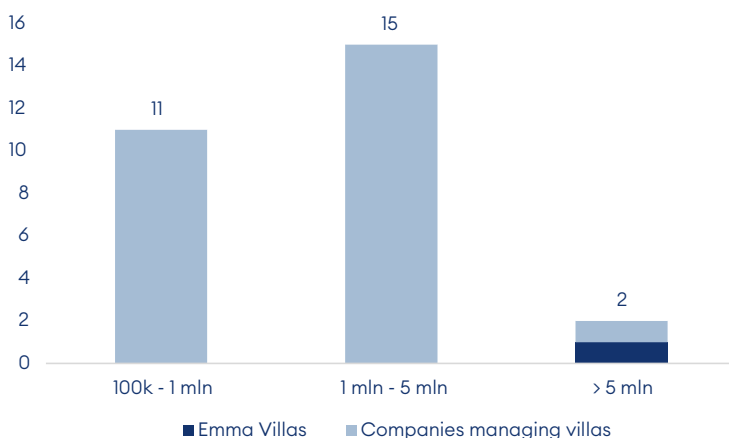
CHART 33 – N. OF ITALIAN COMPANIES MANAGING 10+ VILLAS - TURNOVER DISTRIBUTION (€) FY19A



Source: Emma Villas, elaborazione Integrae SIM

Continuando ad analizzare il contesto competitivo societario e prendendo come riferimento il campione di società italiane, nello specifico agenzie di viaggio e tour operator attive nel medesimo settore di Emma Villas (codice ATECO 79.1) con un fatturato minimo € 0,10 mln e con almeno 10 proprietà in portafoglio, è possibile riscontrare come Emma Villas rientri tra le poche società con più di € 5,00 mln di fatturato.

CHART 34 – N. OF ITALIAN COMPANIES MANAGING 10+ VILLAS - TURNOVER DISTRIBUTION (€) FY21A



Source: Emma Villas, elaborazione Integrae SIM

4.1 SWOT Analysis

Strengths:

- Lunga esperienza nel settore degli affitti brevi di ville di lusso e collaudata capacità di valorizzare le proprietà in gestione;
- Esclusiva su tutte le proprietà in gestione;
- Numero di proprietà gestite in costante crescita;
- Elevata *Brand reputation* grazie a importanti investimenti che la Società ha costantemente effettuato in marketing;
- Database con circa 150.000 contatti e 32.000 clienti che hanno effettuato almeno una prenotazione su cui poter attivare azioni di marketing specifiche;
- Elevata fidelizzazione dei proprietari e dei clienti;
- La Società risulta ben strutturata per garantire un continuo approvvigionamento di proprietà da gestire e l'erogazione di servizi di qualità elevata in favore di proprietari e clienti.

Weaknesses:

- Presenza di aree geografiche poco presidiate;
- Stagionalità del business, mancanza di un'offerta adeguata per la doppia stagione (stagione invernale);
- Copertura in termini di servizi offerti non ottimale in tutte le regioni.

Opportunities:

- Consolidare il proprio posizionamento nel *villa rentals* in Italia, settore caratterizzato da elevata frammentazione;
- Mercato del *vacation rentals*, con focus su ville, in costante crescita anche per effetto della pandemia che ha modificato le abitudini dei clienti;
- Possibilità di replicare il business model all'estero e in località di montagna.

Threats:

- Concorrenza da parte di altre aree mediterranee;
- Operatori internazionali operanti nel settore del turismo (catene di hotel di lusso, villaggi turisti etc.) che decidano di entrare nel segmento degli affitti brevi di ville di lusso;
- Incremento del numero di proprietari che svolgono tale attività in maniera imprenditoriale;
- Eventi esterni che possano limitare il flusso turistico in entrata in Italia (tensioni politiche, epidemie, terrorismo).

5. Economics & Financials

TABLE 3 – ECONOMICS & FINANCIALS

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY21A	FY22A	FY22A*	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
Revenues	18,13	28,37	28,32	35,25	41,20	47,35	53,00
Other Revenues	0,35	0,51	0,51	1,00	0,50	0,55	0,55
Value of Production	18,48	28,87	28,83	36,25	41,70	47,90	53,55
COGS	10,87	16,32	16,32	19,70	22,80	25,90	28,90
Services	4,91	7,35	7,35	8,65	9,75	11,00	12,15
Use Of Asset	0,62	0,26	0,25	0,35	0,40	0,50	0,55
Employees	0,57	1,19	1,19	1,35	1,60	1,75	1,80
Other Operating Expenses	0,94	2,47	2,47	1,25	1,50	1,70	1,95
EBITDA	0,58	1,30	1,26	4,95	5,65	7,05	8,20
<i>EBITDA Margin</i>	3,2%	4,5%	4,4%	13,7%	13,5%	14,7%	15,3%
Extraordinary items	0,00	(1,64)	(1,64)	(0,30)	0,00	0,00	0,00
EBITDA Adj.	0,58	2,94	2,90	5,25	5,65	7,05	8,20
<i>EBITDA Margin Adj.</i>	3,2%	10,2%	10,1%	14,5%	13,5%	14,7%	15,3%
D&A	0,13	0,64	0,53	0,65	0,85	0,85	0,85
EBIT	0,46	0,66	0,73	4,30	4,80	6,20	7,35
<i>EBIT Margin</i>	2,5%	2,3%	2,5%	11,9%	11,5%	12,9%	13,7%
Financial Management	(0,03)	(0,18)	(0,18)	(0,20)	(0,15)	(0,15)	(0,10)
EBT	0,42	0,48	0,54	4,10	4,65	6,05	7,25
Taxes	0,14	0,31	0,33	1,10	1,50	1,85	2,20
Net Income	0,28	0,17	0,21	3,00	3,15	4,20	5,05

BALANCE SHEET (€/mln)	FY21A	FY22A	FY22A*	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
Fixed Assets	11,35	10,57	6,80	7,90	7,35	6,75	6,15
Account receivable	0,86	0,83	0,83	1,10	1,30	1,45	1,65
Inventories	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Account payable	4,17	4,36	4,36	4,30	4,90	5,55	6,15
Operating Working Capital	(3,31)	(3,52)	(3,52)	(3,20)	(3,60)	(4,10)	(4,50)
Other receivable	0,48	0,93	0,63	0,75	0,85	1,00	1,10
Other payable	1,17	1,85	1,85	1,65	1,70	1,80	1,80
Net Working Capital	(4,00)	(4,44)	(4,74)	(4,10)	(4,45)	(4,90)	(5,20)
Severance Indemnities & Other Provisions	2,11	2,16	2,16	2,15	2,20	2,20	2,25
NET INVESTED CAPITAL	5,24	3,97	(0,10)	1,65	0,70	(0,35)	(1,30)
Share Capital	0,06	0,06	0,06	0,07	0,07	0,07	0,07
Reserves	5,64	5,56	1,49	4,84	7,84	10,99	15,19
Net Income	0,28	0,17	0,17	3,00	3,15	4,20	5,05
Equity	5,98	5,78	1,72	7,91	11,06	15,26	20,31
Cash & Cash Equivalent	4,57	5,47	5,47	8,86	11,96	16,26	21,61
Short-Term Financial Debt	0,43	1,01	1,01	1,00	0,95	0,65	0,00
M/L Term Financial Debt	3,40	2,64	2,64	1,60	0,65	0,00	0,00
Net Financial Position	(0,74)	(1,81)	(1,81)	(6,26)	(10,36)	(15,61)	(21,61)
SOURCES	5,24	3,97	(0,10)	1,65	0,70	(0,35)	(1,30)

CASH FLOW (€/mln)	FY22A	FY22A*	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
EBIT	0,66	0,73	4,30	4,80	6,20	7,35
Taxes	0,31	0,33	1,10	1,50	1,85	2,20
NOPAT	0,35	0,40	3,20	3,30	4,35	5,15
D&A	0,64	0,53	0,65	0,85	0,85	0,85
Change in receivable	0,03	0,03	(0,27)	(0,20)	(0,15)	(0,20)
Change in Inventories	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Change in payable	0,19	0,19	(0,06)	0,60	0,65	0,60
Change in others	0,22	0,52	(0,32)	(0,05)	(0,05)	(0,10)
<i>Change in NWC</i>	<i>0,44</i>	<i>0,74</i>	<i>(0,64)</i>	<i>0,35</i>	<i>0,45</i>	<i>0,30</i>
Change in provisions	0,04	0,04	0,00	0,05	0,00	0,05
OPERATING CASH FLOW	1,47	1,71	3,20	4,55	5,65	6,35
Capex	0,15	4,02	(1,75)	(0,30)	(0,25)	(0,25)
FREE CASH FLOW	1,62	5,73	1,45	4,25	5,40	6,10
Financial Management	(0,18)	(0,18)	(0,20)	(0,15)	(0,15)	(0,10)
Change in Debt to Bank	(0,18)	(0,18)	(1,05)	(1,00)	(0,95)	(0,65)
Change in Equity	(0,37)	(4,48)	3,20	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	0,89	0,89	3,40	3,10	4,30	5,35

Source: Integrae SIM

* Dati Pro-forma

5.1 FY22A Results

I dati di bilancio Pro-forma al 31 dicembre 2022 sopra riportati sono stati predisposti con l'obiettivo di rappresentare retroattivamente gli effetti economici e patrimoniali delle operazioni straordinarie. Nello specifico, nell'esercizio 2022, a seguito della conclusione dell'operazione di fusione per incorporazione delle società Le Ville di Chiara Srl ed Emmina Srl in Emma Villas, sono stati individuati i due rami d'azienda seguenti:

- Ramo d'azienda servizi di prenotazione e altre attività di assistenza turistica;
- Ramo d'azienda immobiliare.

Successivamente, con l'obiettivo di separare il patrimonio immobiliare dall'attività operativa, è stata eseguita un'operazione di scissione del ramo d'azienda immobiliare confluito nella società beneficiaria Follia Srl per una migliore gestione di quest'ultimo. Si evidenzia, infine, che l'atto di scissione è stato sottoscritto in data 20/12/2022, mentre l'ultima delle iscrizioni al Registro delle Imprese competente dell'atto medesimo è avvenuta in data 01/02/2023, pertanto, gli effetti, anche contabili, della scissione, si avranno nell'esercizio 2023.

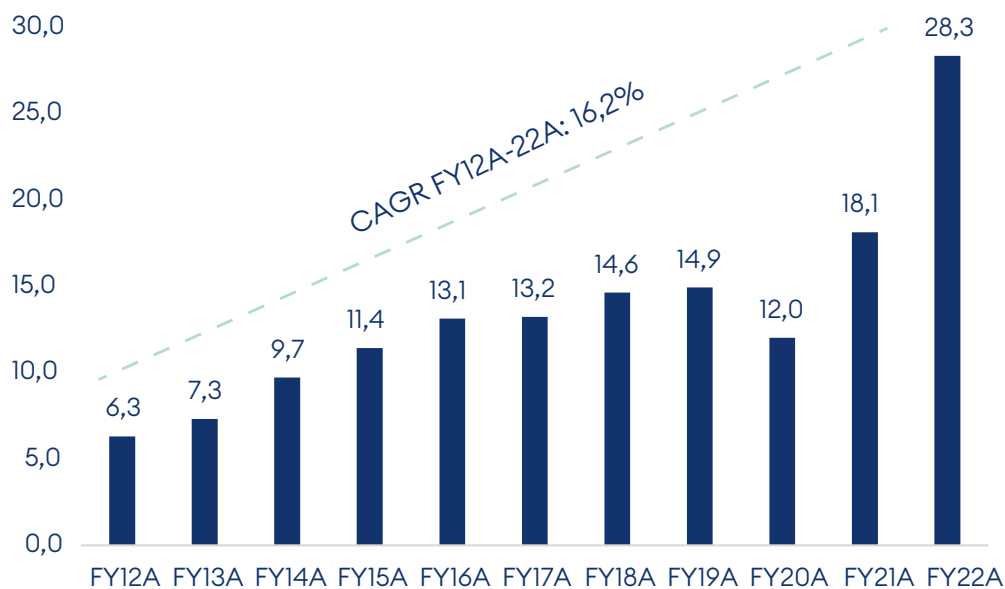
Nel bilancio Pro-forma al 31 dicembre 2022, la Società ha generato un valore della produ-

zione pari a € 28,83 mln, in crescita del 56,0% rispetto al dato dell'esercizio precedente, pari a € 18,48 mln, grazie principalmente allo sviluppo del modello di business. Analizzando più nel dettaglio i ricavi dalle vendite, quest'ultimi si riferiscono quasi totalmente all'attività di affitti turistici di ville in esclusiva e, in misura residuale, alla vendita di servizi aggiuntivi alla prenotazione.

La voce Other Revenues, invece, pari a circa € 0,51 mln, fa riferimento in buona parte alle penali per rescissione anticipate del contratto da parte di alcuni proprietari.

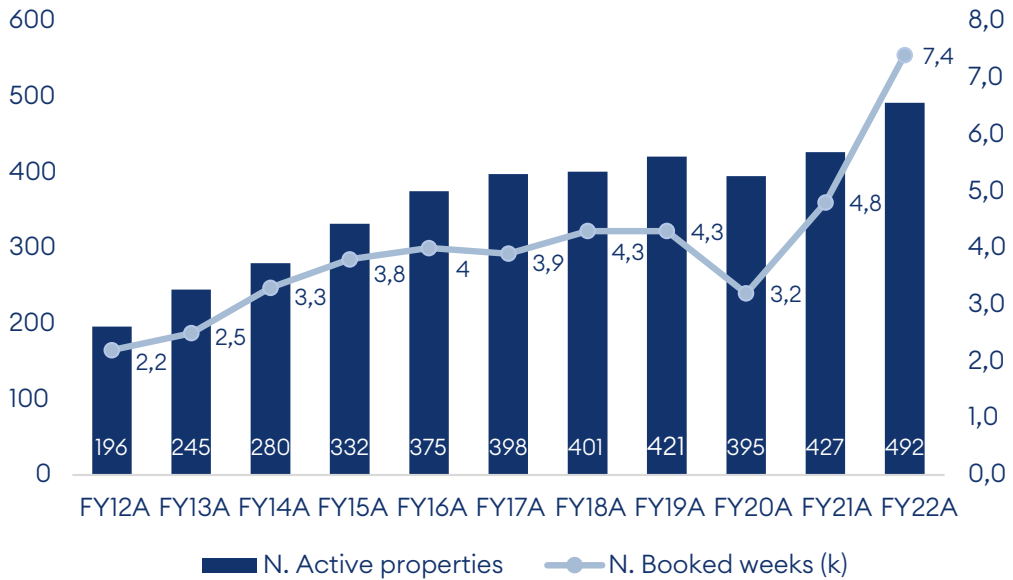
Come si evince dal grafico sottostante, il fatturato della Società derivante dall'affitto delle ville in esclusiva è cresciuto ad un CAGR FY12A-22A del +16,2%, con un fisiologico rallentamento nel 2020 a seguito delle importanti misure restrittive dovute dalla pandemia da Covid-19. A testimonianza di una forte resilienza del prodotto ville e casali ad uso esclusivo, tale calo risulta tuttavia limitato rispetto ad altri operatori dell'industria dei viaggi.

CHART 35 – REVENUES TREND FY12A - FY22A (€/MLN)



Source: Emma Villas

CHART 36 – N. ACTIVE PROPERTIES AND N. BOOKED WEEKS TREND



Source: Emma Villas

Le proprietà gestite che hanno generato fatturato sono passate dalle 196 del FY12A a 492 del FY22A (+151,0%, CAGR FY12A-22A: +9,6%), trainate dagli investimenti in attività pubblicitarie e dalla creazione di una solida rete commerciale a copertura di tutto il territorio italiano. Rispetto al FY21A, le ville che hanno generato fatturato sono aumentate, al netto di 50 abbandoni, di circa 65 proprietà. Tale incremento risulta anche legato all’acquisizione della EMV International LTD, società inglese con 32 proprietà gestite. Il fatturato medio pro capite per villa, invece, è passato da circa € 42.000 nel 2021 a circa € 57.400 nel 2022.

Per quanto concerne l’evoluzione delle settimane prenotate, invece, nel FY22A Emma Villas ha registrato il più alto numero di prenotazioni nella sua storia, pari a circa 7.400 settimane prenotate. Nel FY21A, invece, la Società aveva registrato circa 4.800 settimane prenotate, superando i livelli pre-Covid nonostante la persistenza, soprattutto nella prima parte dell’anno, di alcune misure restrittive negli spostamenti.

Si denota che il forte incremento delle settimane prenotate è stato reso possibile dal consolidamento del canale diretto e dal rafforzamento del canale indiretto, che ha permesso sia di mitigare il problema delle settimane invendute, sia di incrementare il numero di settimane prenotate nei mesi di bassa stagione, con un conseguente aumento del tasso di occupazione delle ville, passato da 11,2 settimane/villa nel FY21A a 15 settimane/villa nel FY22A. Il prezzo medio per settimana, invece, è rimasto pressoché stabile a circa € 3.800.

CHART 37 – N. OF VILLAS AND AVERAGE REVENUE/VILLA 2021-22 (€/000)

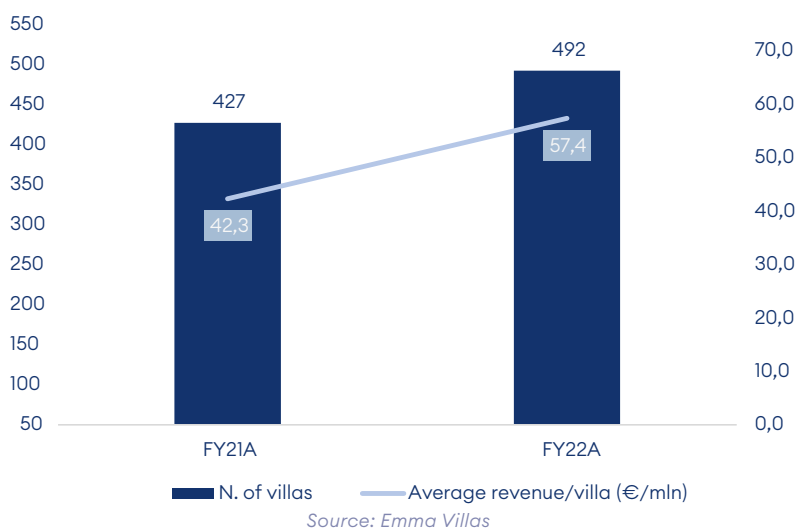
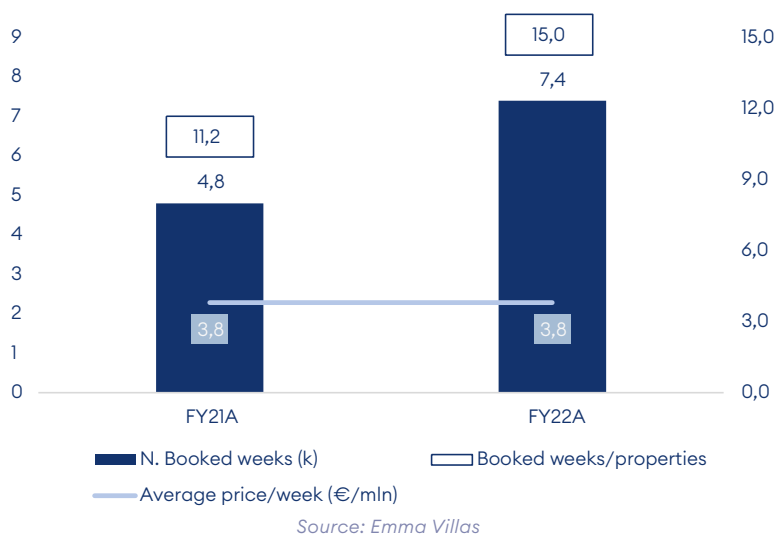


CHART 38 – N. OF WEEKS BOOKED AND AVERAGE PRICE/WEEK 2021-22 (000, €/000)



L'EBITDA tocca quota € 1,26 mln, in miglioramento del 114,9% rispetto al dato del FY21A pari a € 0,58 mln. Anche l'EBITDA margin registra un incremento, con una crescita di un punto percentuale circa, passando dal 3,2% del FY21A al 4,4% del FY22A.

Si evidenzia come la Società, nel corso del FY22A, abbia sostenuto dei costi non ricorrenti relativi prevalentemente a sopravvenienze passive straordinarie, connesse ad alcune perdite su crediti in capo alle società incorporate e a fatture da emettere dalle stesse verso società poi considerate fallite, per circa € 1,64 mln. Per questo motivo, la Società ha deciso di riportare l'EBITDA Adjusted, al netto dei costi non ricorrenti. Il valore dell'EBITDA Adjusted

si attesta quindi pari a € 2,90 mln, corrispondente ad un EBITDA margin Adjusted del 10,1%.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 0,53 mln, è pari a € 0,73 mln rispetto al valore del FY21A pari a € 0,46 mln, registrando pertanto una crescita del 59,6%. L'EBIT margin, invece, risulta invariato al livello del FY21A, pari al 2,5%.

Il Net Income subisce un leggero decremento, raggiungendo un valore di € 0,21 mln rispetto agli € 0,28 mln del FY21A, prevalentemente a seguito di maggiori ammortamenti, legati al primo anno di ammortamento del marchio (nonostante circa € 0,10 mln di minori ammortamenti materiali a seguito della scissione) e maggiori tasse.

A livello patrimoniale, nonostante l'ingresso nel perimetro di un nuovo contratto di finanziamento a seguito della fusione con Le Ville di Chiara pari a € 0,20 mln, la NFP migliora passando da un valore *cash positive* pari a € 0,74 mln nel FY21A, ad un valore *cash positive* pari a € 1,81 mln nel FY22A*. Si evidenzia che all'interno della voce Cash & Cash Equivalent rientrano anche le polizze (€ 1,80 mln nel FY22A*) e le attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni (investimenti in fondi comuni, SICAV, SICAF prontamente smobilizzabili e strumenti derivati), che nel FY22A*, per effetto dell'incorporazione di Ville di Chiara, ammontano pari a circa € 1,40 mln.

5.2 1H23A Results

TABLE 4 – 1H23A VS 1H22A

(€/mln)	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H23A	7,74	(2,54)	-32,9%	(2,86)	(2,19)	(14,67)
1H22A	6,67	(3,86)	-57,9%	(4,17)	(4,27)	(1,81)*
Change	16,2%	34,1%	25,0%	31,4%	48,7%	N/A

Source: Integrae SIM

* NFP al FY22A*

Giammarco Bisogno, Presidente e CEO di Emma Villas, commentando i risultati semestrali, ha dichiarato: *“Nel corso degli anni, abbiamo dimostrato una crescita costante, anche in periodi economicamente complessi, focalizzandoci sulla bellezza del nostro Paese e sull’attrattiva unica della nostra offerta caratterizzata dalla qualità dell’accoglienza e delle strutture. I dati del primo semestre, in miglioramento rispetto al 2022, risentono della stagionalità tipica del settore nel periodo di riferimento (gennaio-giugno), mentre il nostro business performa e raccoglie i risultati sempre nella seconda parte dell’anno (luglio-dicembre). Oggi è per noi un giorno di portata storica con il debutto in Borsa. La quotazione rappresenta una tappa importante nel potenziamento del nostro percorso di espansione verso nuovi mercati e canali e siamo molto determinati e convinti che l’apertura al mercato del nostro capitale sia una tappa di ulteriore slancio imprenditoriale verso nuove sfide”.*

Il Valore della Produzione al 1H23A è pari a € 7,74 mln, in crescita del 16,2% rispetto a € 6,67 mln al 1H22A. Tale crescita riflette il processo di consolidamento intrapreso dalla Società in un mercato in costante espansione. Nel corso del 2022, la Società ha realizzato la vendita di 492 ville, un aumento significativo rispetto alle 427 vendite nel 2021. Inoltre, si sono registrate circa 7.390 settimane prenotate, il che rappresenta un incremento del 55,0% rispetto all’anno precedente. Questi risultati sono stati particolarmente evidenti nel periodo tra giugno e settembre. La Società, inoltre, ha mantenuto la sua posizione di leader in Italia per il numero di Proprietà Gestite in Esclusiva. Questo notevole aumento delle settimane prenotate è stato reso possibile anche grazie al rafforzamento del canale di prenotazione indiretto, il quale ha contribuito a mitigare il problema delle settimane invendute e ha incrementato il numero complessivo di settimane prenotate, persino nei mesi di bassa stagione.

L’EBITDA, pur rimanendo, per la tipica stagionalità, in terreno negativo, si attesta a € - 2,54 mln rispetto al risultato negativo al 30 giugno 2022, con una marginalità pari al -32,9% (-57,9% al 1H22A). Il suddetto indicatore risulta soggetto alla tipica stagionalità che caratterizza l’attività della Società, il che si traduce in un’accentuata concentrazione dei ricavi principalmente durante la stagione estiva, con picchi di performance nei mesi di luglio e agosto. Al contrario, la distribuzione dei costi non segue lo stesso modello stagionale lungo

l'anno. Questo fenomeno ha un impatto negativo sui margini della Società nel primo semestre, ma contribuisce in modo positivo alla posizione finanziaria netta grazie agli anticipi ricevuti dai clienti al momento delle prenotazioni.

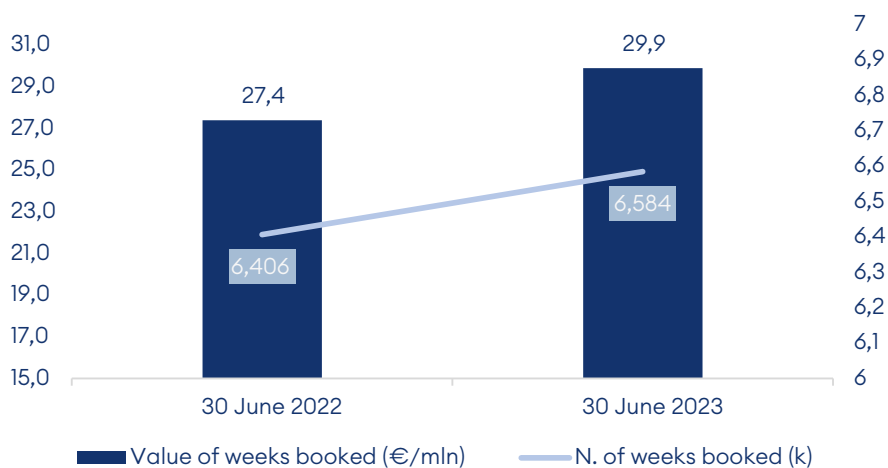
L'EBITDA Adjusted, invece, ammonta al 1H23A a € - 2,51, rispetto al dato del 1H22A pari a circa € - 2,72 mln.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazione pari a € 0,31 mln, è pari a € - 2,86 mln, rispetto al risultato dello stesso semestre dell'esercizio precedente (€ - 4,17 mln). Il Net Income nel 1H23A si attesta a € - 2,19 mln rispetto a € - 4,27 mln al 30/06/2022.

A livello patrimoniale, la NFP passa da € 1,81 *cash positive* nel FY22A* a € 14,67 *cash positive* nel 1H23A.

A supporto del capitolo successivo, relativo ai dati prospettici, si evidenzia che i dati gestionali al 30 giugno 2023 rilevano che il valore delle settimane prenotate è aumentato di circa il 9,4% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, per un ammontare pari a € 29,9 mln. Per quanto concerne il numero di settimane prenotate, invece, quest'ultimo registra un aumento passando dalle 6.406 al 30 giugno 2022, alle 6.584 del 30 giugno 2023 (+2,8%).

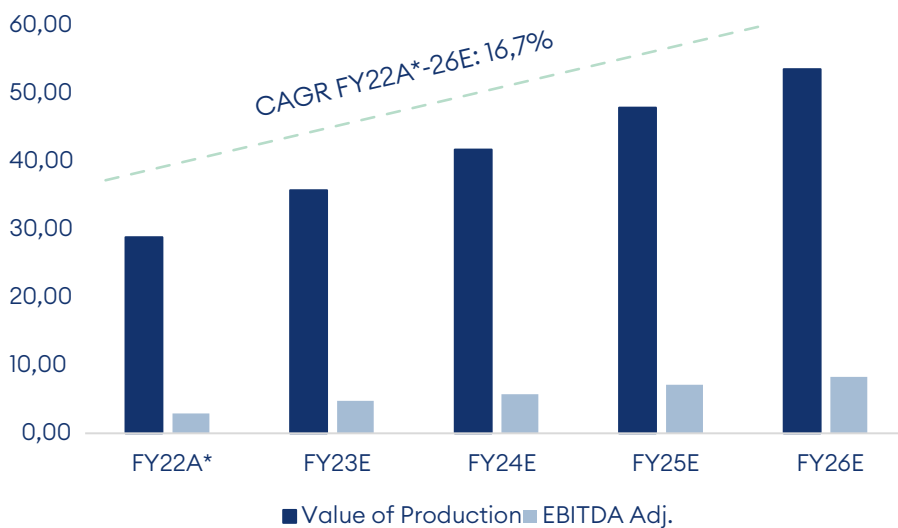
CHART 39 – N. OF WEEKS BOOKED AND VALUE OF WEEKS BOOKED 30/06/2022 VS 30/06/2023



Source: Emma Villas

5.3 FY23E – FY26E Estimates

CHART 40 – VOP AND EBITDA ADJ. FY22A* – FY26E



Source: Integrae SIM

* Dati Pro-forma

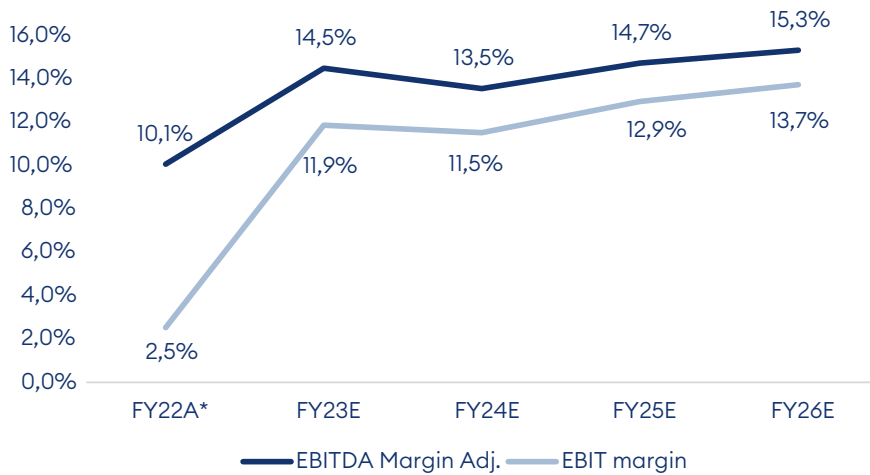
Per i prossimi anni, si prospetta un incremento del Valore della Produzione che, secondo le nostre stime, passerà da € 28,83 mln nel FY22A* a € 53,55 mln nel FY26E (CAGR22A*-26E: 16,7%), grazie, ai seguenti principali driver:

- **Performance di vendita:**
 - Aumento del numero di settimane prenotate;
 - Aumento del prezzo medio per settimana;
 - Riduzione delle settimane invendute.
- **Acquisizione diretta di nuove ville:**
 - Rafforzamento della rete commerciale interna;
 - Sviluppo del servizio Re Home per supportare il proprietario ad interventi di manutenzione straordinaria o ristrutturazione tramite Emma Villas Re Home, aumentando la fidelizzazione dei proprietari.

- Continui investimenti in attività di promozione e marketing attraverso campagne pubblicitarie su TV, attività di SEO² (*Search Engine Optimization*) e SEM (*Search Engine Marketing*) e altri canali (magazine, quotidiani locali, social influencer);
- **Acquisizione nuovi clienti:**
 - Rafforzamento del canale diretto mediante il potenziamento dell'ufficio Booking interno e investimenti per efficientamento piattaforma;
 - Espansione del canale indiretto al fine di incrementare il tasso di riempimento/villa, soprattutto nei periodi di bassa stagione;
 - Sviluppo di una rete fisica, qualitativa e identitaria in grado di offrire una gestione delle proprietà a 360° mediante l'apertura di *flagship store*. Due *flagship store* sono stati aperti a marzo e aprile 2023 rispettivamente a Siena o Orbetello. Un altro è stato aperto nel mese di giugno a Porto Cervo.
- **Espansione rete dealer:**
 - Costituzione rete dealer all'estero mediante la definizione di una piattaforma per l'estensione del portafoglio ville su regioni estere, con particolare focus su Spagna, Francia, Grecia, Croazia, Corsica;
 - Rafforzamento rete dealer in Italia grazie a partnership con principali *dealer store* in Italia.

² Con il termine *Search Engine Optimization* si intendono tutte quelle attività volte a migliorare la scansione, l'indicizzazione e il posizionamento di un'informazione o contenuto presente in un sito web, da parte dei crawler dei motori di ricerca al fine di migliorare (o mantenere) il posizionamento nella pagina dei risultati del motore di ricerca.

CHART 41 – EBITDA ADJ. AND EBIT MARGIN FY22A* – FY26E



Source: Integrae SIM

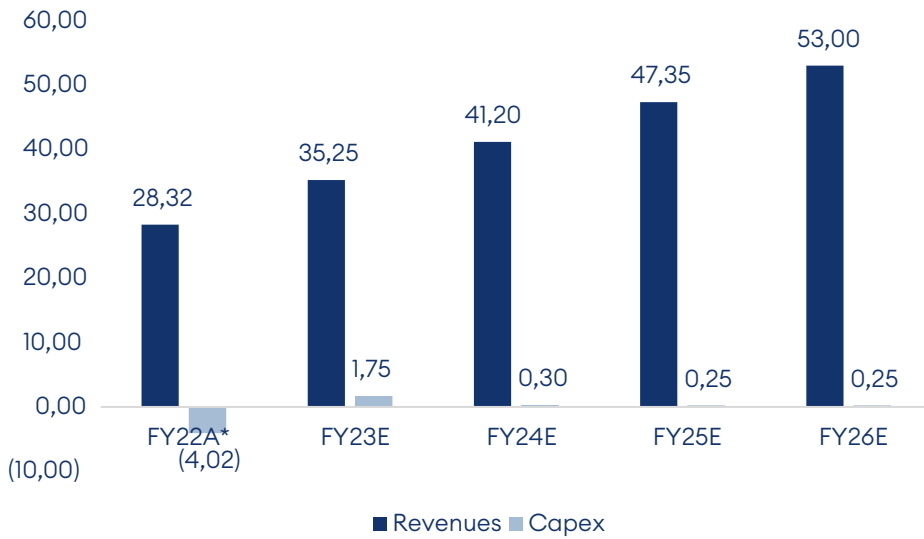
*Dati Pro-forma

Parallelamente, ci aspettiamo un incremento dell'EBITDA Adj. che, secondo le nostre stime, passerà da € 2,90 mln nel FY22A* a € 8,20 mln nel FY26E, con un CAGR del +29,7%. Tale netto miglioramento in termini assoluti porterà ad un miglioramento dell'EBITDA margin Adj. che, secondo le nostre stime, passerà dal 10,1% del FY22A* al 15,3% del FY26E.

Si evidenzia, che nel corso del FY23E, la Società, dopo i circa € 0,04 mln spesi durante il FY22A, sosterrà i restanti costi di natura straordinaria e non ricorrenti legati al progetto "Virtual Tour 360", ovvero planimetria 3D su parte delle ville, per circa € 0,30 mln.

Considerati i piani di sviluppo e di efficientamento previsti per il periodo di analisi, inoltre, crediamo che la Società sarà in grado di garantire il maggior livello di marginalità previsto attraverso una riduzione dell'incidenza dei costi per immobili da locare, un efficientamento della struttura degli altri costi operativi e ad economie di scala derivanti dall'incremento del business.

CHART 42 – REVENUES AND CAPEX FY22A* – FY26E



Source: *Integrae SIM*

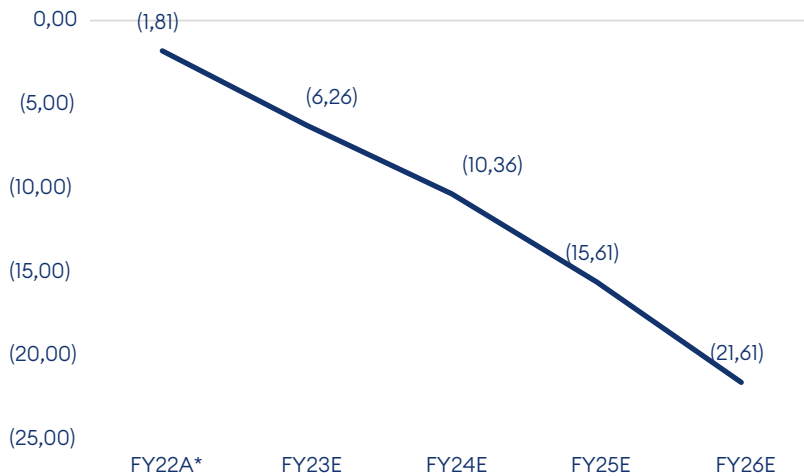
*Dati Pro-forma

A livello di Capex, riteniamo che lo sviluppo della piattaforma proprietaria continuerà ad avere un ruolo centrale per quanto riguarda gli investimenti previsti per gli anni di piano. In particolare, ci attendiamo nuovi investimenti:

- Per il mantenimento strutturale;
- Upgrade tecnologico;
- In mobili e arredi per i nuovi store e per la sede principale.

Si ricorda, inoltre, che l'andamento delle Capex nel FY22A* riguarda l'operazione di scissione del ramo immobiliare.

CHART 43 – NET FINANCIAL POSITION FY22A* – FY26E



Source: *Integrae SIM*

*Dati Pro-forma

Crediamo, infine, che la Società possa migliorare la propria NFP negli anni successivi al FY22A*, grazie ai flussi di cassa positivi generati dalla gestione caratteristica. Stimiamo che la NFP possa raggiungere un valore *cash positive* nel FY26E pari a € 21,61 mln, principalmente trainata da una crescita del business e dal miglioramento della marginalità.

5.4 Use of Proceeds

La Società ha completato la quotazione sul mercato Euronext Growth Milan al fine di reperire risorse finalizzate alla prosecuzione del proprio percorso di crescita. In particolare, Emma Villas ha pianificato come obiettivi post raccolta sia strategie mirate al consolidamento della propria posizione competitiva, che la crescita per linee esterne attraverso operazioni di finanza straordinaria volte a creare sinergie strategiche a livello commerciale.

In particolare, si evince che il progetto di espansione a livello organico sia guidato da:

- Rafforzamento rete dei property manager;
- Investimenti sulla piattaforma tecnologica;
- Migliorie su proprietà (in gestione o da gestire) mediante supporto al proprietario per interventi di manutenzione straordinaria o ristrutturazione tramite

Emma Villas Re Home, per assicurarsi contratti più lunghi con i proprietari;

- Rafforzamento della rete di acquisizione ville in Italia e all'estero attraverso la definizione di una piattaforma per la creazione di una start-up dedicata all'estensione portafoglio ville su regioni estere;
- Investimenti in marketing e promozione tramite il rafforzamento dell'ufficio *booking* interno e del canale indiretto per aumentare tasso di riempimento/villa;
- Apertura di altri *flagship store* nel periodo 2023-25 con l'obiettivo di acquisire nuovi proprietari e guest.

La Società, inoltre, si pone l'obiettivo di velocizzare la propria crescita aziendale per linee esterne, ovvero attraverso operazioni di consolidamento in Italia e all'estero in linea con quella già effettuata a fine del 2021, attraverso lo *scouting* di operatori attivi nel settore *villa rental*, con focus su aree ad alta vocazione turistica (mare e montagna) e meno presenziate da Emma Villas. Nello specifico, le caratteristiche delle Target riguarderanno prevalentemente società con più di 5 anni di attività, con all'attivo dalle 20 alle 80 ville in esclusiva, con un *retention rate* delle ville di 3/4 anni, e, infine, che sia un Property Manager locale con una buona conoscenza del territorio.

All'interno dell'attività di M&A, per espandersi rapidamente nel mercato o per consolidare la propria posizione di leadership, Emma Villas intende adottare un approccio "Buy and Build". Invece di concentrarsi solo sull'acquisizione di un'unica società, Emma Villas intende utilizzare tale strategia per creare un portafoglio diversificato di aziende complementari. In questo senso, la Società ha intenzione di mantenere il management delle società acquisite per 3/4 anni e migliorare le performance delle vendite e delle marginalità del portafoglio acquisito grazie alla piattaforma Emma Villas.

6. Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity range di Emma Villas sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili.

6.1 DCF Method

TABLE 5 – WACC

WACC			10,72%
D/E 33,33%	Risk Free Rate 3,85%	β Adjusted 0,85	α (specific risk) 2,50%
K_d 3,50%	Market Premium 8,33%	β Relevered 1,06	K_e 13,45%

Source: Integrae SIM

In particolare:

- Il Risk-Free Rate è rappresentato dal Rendistato di Settembre 2023 con scadenza compresa tra i 3 anni e 7 mesi e 4 anni e 6 mesi;
- Il Market Premium coincide con il premio per il rischio del mercato italiano calcolato dal Professor A. Damodaran;
- D/E è calcolato in base alle stime di Integrae SIM;
- K_e è stato calcolato tramite CAPM;
- Alfa, ovvero rischio specifico aggiuntivo, tipico degli investimenti azionari in imprese caratterizzate da ridotte dimensioni operative. Trattandosi di piccole dimensioni, lo small cap risk addizionale è stato assunto pari al 2.5%, valore medio tra quelli suggeriti dai principali studi in materia (Massari Zanetti, Valutazione Finanziaria, McGraw-Hill, 2004, pag. 145, A. Damodaran, Cost of Equity and Small Cap Premium in Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets, III edizione 2012, Guatri Bini, Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende, 2009 pag. 236);

- Il Beta è calcolato partendo dal Beta unlevered a 5 anni dei competitor;
- Kd coincide con l'attuale costo del debito della Società.

Utilizzando questi dati, risulta un WACC di 10,72%.

TABLE 6 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	14,2	30%
TV actualized DCF	32,7	70%
Enterprise Value	46,9	100%
NFP (FY23E)	(6,3)	
Equity Value	53,1	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, ne risulta un **equity value di € 53,1 mln.**

TABLE 7 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		9,2%	9,7%	10,2%	10,7%	11,2%	11,7%	12,2%
	2,5%	70,2	66,0	62,3	59,1	56,2	53,7	51,4
	2,0%	66,8	63,1	59,8	56,9	54,3	52,0	49,9
	1,5%	63,8	60,5	57,5	54,9	52,5	50,4	48,5
	1,0%	61,2	58,2	55,5	53,1	51,0	49,0	47,2
	0,5%	58,9	56,2	53,7	51,5	49,5	47,7	46,0
	0,0%	56,8	54,4	52,1	50,1	48,2	46,5	45,0
	-0,5%	55,0	52,7	50,6	48,8	47,0	45,5	44,0

Source: Integrae SIM

6.2 Multiples Method

Prendendo in considerazione il modello di business e l'attività della Società, ma anche la mission e i valori che la caratterizzano, abbiamo condotto la valutazione utilizzando una media dei multipli di due differenti panel:

- Un primo panel contenente società appartenenti al settore dello *short rent rental*, che svolgono un'attività simile a quella di Emma Villas;
- Un secondo panel di società attive nei settori del *luxury tourism*, segmento di mercato in cui vengono offerti servizi, alloggi, esperienze e attività di alta qualità, esclusivi e personalizzati per soddisfare le esigenze e i desideri dei viaggiatori più esigenti.

6.2.1 Composizione del panel

- **Booking Holdings Inc.**

Booking Holdings Inc., precedentemente denominata The Priceline Group Inc., offre prenotazioni online per viaggi e ristoranti e altri servizi correlati. La società, attraverso le sue agenzie di viaggio online, connette consumatori che desiderano effettuare prenotazioni con fornitori di servizi di viaggio in tutto il mondo. Essa offre ai consumatori varie possibilità di alloggio (tra cui alberghi, bed and breakfast, ostelli, appartamenti, case per vacanza, e altre proprietà) attraverso i siti Booking.com, priceline.com e agoda.com. Altri marchi della Società sono KAYAK, Rentalcars.com e OpenTable, Inc.

- **eDreams Odigeo SA**

eDreams ODIGEO SA è una società lussemburghese principalmente impegnata nel viaggio e nei servizi ricreativi. La società è un gruppo di viaggio composto da quattro marchi, vale a dire eDreams, GO Voyages, Opodo e Travellink. Offre voli, crociere, noleggio auto, assicurazione di viaggio, pacchetti di soggiorno brevi o lunghi. Offre servizi come viaggi online, con una gamma di prodotti, come prenotazione di voli charter e voli low-cost, alberghi, alloggi e crociere *self-catering*, pacchetti vacanze tradizionali e non tradizionali, noleggio auto, biglietti ferroviari e biglietti dell'autobus e assicurazione viaggi; viaggi aziendali; servizi White label, che consentono l'accesso a diverse piattaforme Web; servizi di media come pubblicità mirata; e possibilità di investire in società con diversi tipi di modelli commerciali e tecnologie.

- **TripAdvisor Inc.**

TripAdvisor Inc possiede e gestisce un portafoglio di marche di viaggi online ed opera attraverso due segmenti: Hotel e Non-Hotel, che comprende le sue offerte di prodotti di

Esperienze, Ristoranti ed Affitti. TripAdvisor, il marchio più grande della società, gestisce siti di marca come tripadvisor.com negli Stati Uniti e versioni localizzate del sito Web in 48 mercati e 28 lingue in tutto il mondo.

- **Expedia Group Inc.**

Expedia Group, Inc., precedentemente Expedia, Inc. è una compagnia di viaggi online. L'Impresa opera attraverso quattro segmenti: Agenzie di viaggio online centralizzate, Trivago, Egencia e HomeAway. Il segmento Agenzie di viaggio online centralizzate fornisce una gamma di servizi di viaggio e pubblicitari per i suoi clienti in tutto il mondo, attraverso vari marchi, inclusi Expedia.com e Hotels.com, Orbitz.com, Expedia Affiliate Network, Hotwire.com, Travelocity, Wotif Group, CarRentals.com e Classic Vacations. Il segmento Trivago invia referenze ad agenzie di viaggio online e fornitori dai suoi siti Web di *metaresearch* di hotel. Il segmento Egencia, che include anche Orbitz Worldwide (Orbitz) per Business, fornisce servizi di viaggio organizzati ad aziende in tutto il mondo. Il segmento HomeAway gestisce un mercato online per l'industria delle vacanze nell'ambito dell'affitto.

- **Airbnb Inc.**

Airbnb, Inc. gestisce principalmente una piattaforma globale per soggiorni ed esperienze. Il modello di mercato della Società mette in contatto host e ospiti online o tramite dispositivi mobili per prenotare spazi ed esperienze in tutto il mondo. I suoi annunci includono case, baite, case sull'albero, barche, castelli e ville di lusso. Il sito Web e le applicazioni mobili della Società offrono ai suoi ospiti un modo accattivante per esplorare una varietà di case ed esperienze e un modo semplice per prenotarle. I suoi host rientrano generalmente in due categorie: individuali e professionali. Gli host individuali sono quelli che attivano i loro annunci direttamente su Airbnb attraverso il sito Web o le applicazioni mobili. Gli host professionali sono spesso coloro che gestiscono attività di gestione immobiliare o di ospitalità e generalmente utilizzano interfacce di programmazione delle applicazioni per elencare le loro proprietà sulla piattaforma.

- **lastminute.com N.V.**

Lastminute.com NV, già Bravofly Rumbo Group BV, è una società con sede in Svizzera che gestisce piattaforme di ricerca online. I consumatori possono cercare e confrontare voli, camere d'albergo, pacchetti vacanza, crociere, offerte di auto a noleggio, fornitori di mobilità condivisa, ristoranti, assicurazioni e altri prodotti legati ai viaggi. Gli utenti possono anche prenotare e acquistare questi servizi utilizzando le piattaforme e i siti web della Società, come Bravofly, Rumbo, Volagratis, Viaggiare, Viajar, Crocierissime, Bravoavia, Jetcost e hotelscan. La Società è organizzata in due segmenti: La Business Unit Viaggi e la Business Unit Media. L'azienda è attiva in più di 35 Paesi e si occupa anche dello sviluppo di applicazioni di viaggio mobili con funzioni di georeferenziazione. Tra le sue controllate figurano Map2app e Bat Sharing.

TABLE 8 – COMPARABLE MARKET DATA FY22A

Company	Country	Market Cap	EV	NFP	EV/EBITDA	P/E	NFP/EBITDA
Booking Holding Inc.	USA	90.451,6	88.023,1	(2.428,5)	17,3 x	31,1 x	N/A
eDreams Odigeo SA	Spain	824,3	1.176,7	352,3	49,0 x	N/A	14,7 x
TripAdvisor Inc.	USA	2.173,3	1.977,4	(195,9)	10,0 x	114,4 x	N/A
Expedia Group Inc.	USA	14.678,9	16.572,0	1.893,1	8,8 x	43,8 x	1,0 x
Airbnb Inc.	USA	72.944,3	65.955,3	(6.989,0)	35,4 x	40,5 x	N/A
Lastminute.com N.V.	Netherlands	329,8	290,4	(39,3)	66,0 x	N/A	N/A
Peer Median		8.426,1	9.274,7	(117,6)	26,3 x	42,2 x	7,8 x
Emma Villas SpA*	Italy	N/A	N/A	(1,8)	N/A	N/A	N/A

Source: Bloomberg

*Dati Pro-forma

TABLE 9 – COMPARABLE FINANCIAL HIGHLIGHTS FY22A

Company	VoP	EBITDA	EBIT	Net Profit	EBITDA Margin	EBIT Margin	Net Profit Margin
Booking Holding Inc.	16.261,6	5.086,9	4.510,3	2.909,8	31,3%	27,7%	17,9%
eDreams Odigeo SA	587,8	24,0	(9,8)	(43,3)	4,1%	-1,7%	-7,4%
TripAdvisor Inc.	1.419,7	197,9	96,1	19,0	13,9%	6,8%	1,3%
Expedia Group Inc.	11.101,5	1.880,2	1.032,4	334,9	16,9%	9,3%	3,0%
Airbnb Inc.	7.991,9	1.865,0	1.714,7	1.801,2	23,3%	21,5%	22,5%
Lastminute.com N.V.	294,4	4,4	(10,6)	(15,2)	1,5%	-3,6%	-5,2%
Peer Median	4.705,8	1.031,5	564,3	177,0	15,4%	8,0%	2,2%
Emma Villas SpA*	28,3	1,3	0,7	0,2	4,4%	2,6%	0,8%

Source: Bloomberg

*Dati Pro-forma

- **Marriott Vacations Worldwide Corp.**

Marriott Vacations Worldwide Corporation è un'azienda che offre servizi di proprietà, scambio, noleggio e gestione di resort e proprietà per vacanze, nonché attività, prodotti e servizi correlati. I segmenti dell'azienda comprendono la proprietà di vacanze e la gestione di scambi e di terzi. Il segmento Vacation Ownership sviluppa, commercializza, vende, finanzia, affitta e gestisce proprietà per vacanze e prodotti correlati con i suoi marchi in licenza. Il segmento Exchange & Third-Party Management fornisce servizi attraverso una serie di marchi, tra cui Interval International, Trading Places International, Vacation Resorts International e Aqua-Aston. La società sviluppa, commercializza, vende e gestisce proprietà per vacanze e prodotti correlati con i marchi Marriott Vacation Club, Grand Residences by Marriott, Sheraton Vacation Club, Westin Vacation Club e Hyatt Residence Club, nonché con Marriott Vacation Club Pulse, un'estensione del marchio Marriott Vacation Club.

- **Hilton Grand Vacations Inc.**

Hilton Grand Vacations Inc. è una società di multiproprietà. La società è impegnata nello sviluppo, nella commercializzazione, nella vendita, nella gestione e nell'esercizio di villaggi turistici in multiproprietà, di piani di multiproprietà e di servizi di prenotazione accessori, principalmente con il marchio Hilton Grand Vacations. La società opera in due segmenti: Vendite e finanziamenti immobiliari e Operazioni dei resort e gestione dei club. Possiede e gestisce anche resort e centri di vendita Legacy-Diamond. Le attività della società consistono principalmente nella vendita di intervalli di proprietà per vacanze e di interessi di proprietà per vacanze (collettivamente, VOI) per sé stessa e per terzi; nel finanziamento e nel servizio dei prestiti forniti ai consumatori per l'acquisto di multiproprietà; nella gestione di resort e piani di multiproprietà e nella gestione del programma di scambio a punti Hilton Grand Vacations Club e Hilton Club (Legacy-HGV Club) e dei club a punti Diamond. L'azienda gestisce oltre 150 strutture situate negli Stati Uniti, in Europa, Messico, Caraibi, Canada e Giappone.

- **Hyatt Hotels Corp.**

Hyatt Hotels Corporation è un'azienda alberghiera globale. Il portafoglio di proprietà della società consiste in hotel e resort a servizio completo, hotel a servizio selezionato, resort all-inclusive e altre proprietà, tra cui multiproprietà, frazioni e altre forme di unità residenziali, di vacanza e condominiali. La sua offerta comprende marchi della Timeless Collection, tra cui Park Hyatt, Grand Hyatt, Hyatt Regency, Hyatt, Hyatt Residence Club, Hyatt Place, Hyatt House e UrCove; della Boundless Collection, tra cui Miraval, Alila, Andaz, Thompson Hotels, Hyatt Centric e Caption by Hyatt; la Independent Collection, che comprende The Unbound Collection by Hyatt, Destination by Hyatt e JdV by Hyatt; e la Inclusive Collection, che comprende Hyatt Ziva, Hyatt Zilara, Zoetry Wellness & Spa Resorts, Secrets Resorts & Spas, Breathless Resorts & Spas, Dreams Resorts & Spas, Hyatt Vivid Hotels & Resorts, Alua Hotels & Resorts e Sunscape Resorts & Spas.

- **Wyndham Hotels & Resort Inc.**

Wyndham Hotels & Resorts, Inc. è una società di franchising alberghiero. La società opera attraverso due segmenti: Franchising alberghiero e Gestione alberghiera. Il segmento Hotel Franchising concede in licenza i propri marchi di alloggio e fornisce i relativi servizi a proprietari di hotel terzi e ad altri. Il segmento Hotel Management fornisce servizi di gestione alberghiera per hotel a servizio completo. La società gestisce proprietà con i suoi marchi, principalmente con i marchi Wyndham, Wyndham Grand, Wyndham Garden, Dolce, Wingate, Wyndham Alltra, TRYP, Esplendor, Travelodge, Trademark, Super 8, Ramada, Microtel, La Quinta, Howard Johnson, Ramada Encore, Hawthorn Suites, Esplendor, Dolce, Dazzler, Days Inn, Baymont, Registry Collection e AmericInn. La società opera come franchising alberghiero e concede in licenza 24 marchi alberghieri con circa 9.100 hotel affiliati con 843.000 camere in oltre 95 Paesi. Ha in gestione 72 hotel a servizio completo, situati in mercati come l'Argentina, la Cina e il Medio Oriente.

- **Melia Hotels International, S.A.**

Melia Hotels International S.A., precedentemente chiamata Sol Melia SA, è una società con sede in Spagna impegnata principalmente nel settore dell'ospitalità. La società si concentra sulla gestione e lo sfruttamento delle catene alberghiere. Le sue attività sono suddivise in tre segmenti commerciali: Alberghi, Immobili e Club Melia. La divisione degli Hotel amministra alberghi sotto accordi di gestione e franchising, gestisce alberghi propri o in locazione, ed offre anche altre attività di intrattenimento, come giochi da casinò e tour organizzati. La divisione Immobili include operazioni e sviluppo immobiliare. La divisione Club Melia opera complessi di club vacanze. Il portafoglio di nomi di marchi della Società comprende Gran Melia, Paradisus, Melia, Inside by Melia, Tryp by Wyndham e Sol Hotels, fra gli altri. La società opera attraverso numerose Società controllate in Europa, le Americhe, Africa e Asia.

- **InterContinental Hotels Group PLC**

InterContinental Hotels Group PLC è una società attiva nel settore alberghiero. La Società opera nel settore in tre modi: come affiliante, come gestore e attraverso edifici di proprietà concessi in locazione. Le divisioni della società sono: Americhe; Europa; Asia, Medio Oriente e Africa; Grande Cina e Centrale. La Società gestisce un portafoglio di marchi di alberghi, tra cui InterContinental, HUALUXE Hotels e Resorts, Kimpton Hotels and Restaurants, Crowne Plaza, Hotel Indigo, EVEN Hotel, Holiday Inn, Holiday Inn Express, Staybridge Suites e Candlewood Suites. La divisione America possiede 945 hotel (camere 102,451). La divisione Europa possiede 137 alberghi (23,954 camere). La divisione EMEA possiede 149 alberghi (39,643 camere). La Greater possiede 239 alberghi (64,028 camere). La società opera 5.200 alberghi e camere 777,000 nel suo sistema. Opera in oltre 100 paesi in tutto il mondo.

TABLE 10 – COMPARABLES MARKET DATA FY22A

Company	Country	Market Cap	EV	NFP	EV/EBITDA	P/E	NFP/EBITDA
Marriott Vacations Worldwide Corp.	USA	4.137,6	6.734,1	2.596,5	7,5 x	11,1 x	2,9 x
Hilton Grand Vacations Inc.	USA	4.554,5	6.980,0	2.425,6	8,2 x	13,6 x	2,9 x
Hyatt Hotels Corp.	USA	11.036,3	13.230,3	2.193,9	13,7 x	25,5 x	2,3 x
Wyndham Hotels & Resort Inc.	USA	5.445,4	7.216,6	1.771,1	11,9 x	16,1 x	2,9 x
Melia Hotels International, S.A.	Spain	1.350,0	4.058,0	2.708,0	8,3 x	12,2 x	5,6 x
InterContinental Hotels Group PLC	UK	10.402,1	12.197,3	1.795,2	17,0 x	29,2 x	2,5 x
Peer median		4.999,9	7.098,3	2.309,7	10,1 x	14,9 x	2,9 x
Emma Villas SpA*	Italy	N/A	N/A	(1,8)	N/A	N/A	N/A

Source: Bloomberg

*Dati Pro-forma

TABLE 11 – FINANCIAL HIGHLIGHTS FY22A

Company	VoP	EBITDA	EBIT	Net Profit	EBITDA Margin	EBIT Margin	Net Profit Margin
Marriott Vacations Worldwide Corp.	4.430,3	901,1	746,0	372,0	20,3%	16,8%	8,4%
Hilton Grand Vacations Inc.	3.649,1	849,7	581,4	334,9	23,3%	15,9%	9,2%
Hyatt Hotels Corp.	5.605,5	964,9	378,7	432,9	17,2%	6,8%	7,7%
Wyndham Hotels & Resort Inc.	1.425,4	608,0	531,0	337,8	42,7%	37,3%	23,7%
Melia Hotels International, S.A.	1.692,0	486,0	201,1	110,7	28,7%	11,9%	6,5%
InterContinental Hotels Group PLC	3.703,4	718,4	653,7	356,8	19,4%	17,7%	9,6%
Peer median	3.676,3	784,1	556,2	347,3	21,8%	16,4%	8,8%
Emma Villas SpA*	28,3	1,3	0,7	0,2	4,4%	2,6%	0,8%

Source: Bloomberg

*Dati Pro-forma

6.2.2 Market Multiples Valuation

TABLE 12 – MARKET MULTIPLES (SHORT TERM RENT)

Company Name	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
Booking Holding Inc.	15,2 x	13,2 x	11,9 x	16,5 x	14,3 x	12,7 x	21,0 x	17,8 x	15,1 x
eDreams Odigeo SA	11,8 x	7,2 x	5,7 x	22,1 x	8,6 x	5,8 x	39,9 x	11,3 x	8,0 x
TripAdvisor Inc.	6,6 x	5,4 x	4,6 x	14,1 x	9,0 x	6,3 x	16,9 x	11,7 x	9,7 x
Expedia Group Inc.	5,9 x	5,2 x	4,6 x	10,7 x	7,9 x	6,0 x	10,5 x	8,4 x	6,8 x
Airbnb Inc.	21,7 x	19,0 x	16,1 x	39,3 x	31,8 x	27,1 x	31,5 x	27,7 x	23,4 x
Lastminute.com N.V.	3,8 x	3,1 x	2,9 x	7,4 x	5,9 x	5,7 x	13,6 x	10,3 x	10,2 x
Peer median	9,2 x	6,3 x	5,2 x	15,3 x	8,8 x	6,2 x	18,9 x	11,5 x	9,9 x

Source: Bloomberg

TABLE 13 – MARKET MULTIPLES (LUXURY TOURISM)

Company Name	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
Marriott Vacations Worldwide Corp.	7,3 x	6,9 x	6,2 x	8,4 x	7,4 x	6,5 x	9,8 x	9,0 x	8,6 x
Hilton Grand Vacations Inc.	6,5 x	6,3 x	5,8 x	8,3 x	7,5 x	5,5 x	10,1 x	9,0 x	7,9 x
Hyatt Hotels Corp.	11,9 x	11,0 x	10,1 x	27,2 x	20,6 x	17,7 x	41,0 x	29,6 x	22,4 x
Wyndham Hotels & Resort Inc.	11,7 x	11,4 x	10,7 x	14,3 x	13,5 x	13,0 x	17,1 x	15,8 x	14,2 x
Melia Hotels International, S.A.	8,3 x	8,0 x	7,6 x	17,7 x	16,4 x	14,0 x	12,3 x	11,0 x	8,6 x
InterContinental Hotels Group PLC	13,4 x	12,5 x	11,7 x	14,5 x	13,3 x	12,1 x	20,3 x	18,3 x	16,6 x
Peer median	10,0 x	9,5 x	8,9 x	14,4 x	13,4 x	12,6 x	14,7 x	13,4 x	11,4 x

Source: Bloomberg

TABLE 14 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	47,6	44,8	49,5
EV/EBIT	63,8	53,3	58,0
P/E	50,4	39,2	44,9
Equity Value			
EV/EBITDA	53,9	55,2	65,1
EV/EBIT	70,1	63,6	73,7
P/E	50,4	39,2	44,9
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	40,4	41,4	48,8
EV/EBIT	52,6	47,7	55,2
P/E	37,8	29,4	33,7
Average	43,6	39,5	45,9

Source: Integrae SIM

L'equity value di Emma Villas, utilizzando la media tra i market multiple EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E risulta essere pari a circa € 57,3 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità che presumibilmente caratterizzerà il titolo Emma Villas rispetto ai suoi *comparable*: **ne risulta un equity value di € 43,0 mln.**

7. Equity Value

TABLE 15 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	48,1
Equity Value DCF (€/mln)	53,1
Equity Value multiples (€/mln)	43,0
Target Price (€)	6,90

Source: Integrae SIM

Di conseguenza, osservando i valori ottenuti con il metodo del DCF e quelli ricavati con il metodo dei multipli, si perviene ad un equity value medio pari a € 48,1 mln. **Il target price pertanto è pari a € 6,90, rating BUY e risk MEDIUM.**

TABLE 16 – IMPLIED SENSITIVITY ANALYSIS

Equity Value (€/mln)	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
45,1	7,8 x	6,9 x	5,5 x	9,0 x	8,1 x	6,3 x	15,0 x	14,3 x	10,7 x
46,1	8,0 x	7,0 x	5,6 x	9,3 x	8,3 x	6,4 x	15,4 x	14,6 x	11,0 x
47,1	8,2 x	7,2 x	5,8 x	9,5 x	8,5 x	6,6 x	15,7 x	14,9 x	11,2 x
48,1	8,4 x	7,4 x	5,9 x	9,7 x	8,7 x	6,7 x	16,0 x	15,3 x	11,4 x
49,1	8,6 x	7,6 x	6,1 x	10,0 x	8,9 x	6,9 x	16,4 x	15,6 x	11,7 x
50,1	8,8 x	7,8 x	6,2 x	10,2 x	9,1 x	7,1 x	16,7 x	15,9 x	11,9 x
51,1	9,1 x	7,9 x	6,4 x	10,4 x	9,3 x	7,2 x	17,0 x	16,2 x	12,2 x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Mattia Petracca is Integrae SIM's current Head of Research. Giuseppe Rivello, Alessandro Colombo, Edoardo Luigi Pezzella and Alessandro Elia Stringa are the current financial analysts.

Disclaimer

This publication was produced by INTEGRAE SIM SpA. INTEGRAE SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of March 29th 2011.

INTEGRAE SIM SpA performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

INTEGRAE SIM SpA is distributing this report in Italian and in English, starting from the date indicated on the document, to approximately 300 qualified institutional investors by post and/or via electronic media, and to non-qualified investors through the Borsa Italiana website and through the leading press agencies.

Unless otherwise indicated, the prices of the financial instruments shown in this report are the prices referring to the day prior to publication of the report. INTEGRAE SIM SpA will continue to cover this share on a continuing basis, according to a schedule which depends on the circumstances considered important (corporate events, changes in recommendations, etc.), or useful to its role as specialist.

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRAE SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRAE SIM SpA shall not be directly and/or indirectly held liable for the correctness or completeness of said sources.

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has formalized a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 20307/2018, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

Rating system (long term horizon: 12 months)

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the expected total return (ETR – absolute performance in the 12 months following the publication of the analysis, including the ordinary dividend paid by the company), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the expected total return may temporarily fall outside the proposed range

Equity Total Return (ETR) for different risk categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR >= 7.5%	ETR >= 10%	ETR >= 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR <= -5%	ETR <= -5%	ETR <= 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRÆ SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integrae SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies).

The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

At the time of publication of the document, Integrae SIM owns 1,47% of the Company's share capital, deriving from the activity of specialists.

Conflict of interest

In order to disclose its possible interest conflict Integrae SIM states that:

- *It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of Emma Villas S.p.A.;*
- *It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Emma Villas S.p.A.;*
- *In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.*