



# **“GHC Risultati FY2023 Conference Call”**

## **Giovedì, 14 Marzo, 2024, 16:00 CET**

**MODERATORI:** Cav. Lav. Avv. Maria Laura Garofalo, Amministratore Delegato  
Dott. Luigi Celentano, Chief Financial Officer  
Dott. Riccardo Rossetti, Responsabile Amministrazione e Bilancio  
Dott. Mimmo Nesi, Investor Relator & Chief Sustainability Officer



**OPERATORE:** Buonasera, qui è l'operatore Chorus Call. Benvenuti alla presentazione dei risultati 2023 del Gruppo GHC. Dopo la presentazione iniziale, ci sarà l'opportunità di porre delle domande. Ora vorrei cedere la parola al Dott. Mimmo Nesi, Investor Relator e Chief Sustainability Officer del Gruppo. Prego.

**MIMMO NESI:** Buon pomeriggio a tutti e grazie come sempre del tempo e della disponibilità. La società oggi ha diffuso il proprio comunicato stampa su risultati dell'anno 2023. Ricordo che la call si terrà in italiano e sul sito verranno pubblicati a stretto giro i *transcript* sia in italiano che in inglese.

Introduco brevemente chi è qui da Roma, quindi l'Amministratore Delegato, Cav. Avv. Maria Laura Garofalo; il CFO, Dott. Celentano; il Responsabile Amministrazione e Bilancio, Dott. Riccardo Rossetti.

A questo punto cedo la parola all'Amministratore Delegato per un primo commento di overview sui risultati estremamente soddisfacenti e soprattutto sulle prospettive che ci attendono per i risultati in corso. Prego.

**MARIA LAURA GAROFALO:** Buonasera a tutti. Sarò molto rapida, per lasciar spazio poi alle vostre domande. In ogni caso immagino abbiate letto il nostro comunicato stampa. Siamo molto soddisfatti perché abbiamo registrato una crescita significativa, sia in termini di fatturato che di EBITDA, soprattutto per quanto riguarda la crescita organica. Una crescita organica che è cresciuta al di sopra di una crescita organica fisiologica di settore, che quindi si attesta intorno al 2%. Abbiamo avuto una crescita organica di oltre il 3%, una crescita legata soprattutto a un incremento veramente al di sopra di qualunque aspettativa delle prestazioni private e, ovviamente, anche un incremento delle prestazioni assistenziali erogate nei confronti dei pazienti extraregionali. Ciò che è cresciuto in maniera significativa, però, sono proprio le prestazioni private, un trend che continua in ulteriore crescita anche nei primi mesi dell'anno, dove stiamo rilevando una crescita del privato che si aggira intorno al 16%.

Come sapete, abbiamo rilevato il Gruppo Aurelia Hospital di Roma, che è composto di quattro strutture, due strutture per acuti, Aurelia Hospital e European Hospital, e due strutture socio-assistenziali, l'Hospice Sant'Antonio da Padova e la Samadi, struttura psichiatrica. Stiamo lavorando e abbiamo lavorato moltissimo sul Gruppo Aurelia sin dal *signing*, che è avvenuto, se ricordate, a luglio 2023, mentre il closing a metà novembre 2023.

Da subito, luglio-agosto, abbiamo preso in mano una struttura che ci era abbastanza familiare, ma completamente disastrosa, perché veniva da un periodo di contrasti fra gli azionisti, quindi una struttura paralizzata, non gestita, e poi da oltre un anno di liquidazione perché, per l'appunto, la società era andata in stallo in quanto al momento della nomina degli organi sociali e poi dell'approvazione dei bilanci un 50% si era schierato contro l'altro 50%. Un 50% aziendalista contro un 50% che aveva una *view* diversa da quella aziendalista.



L'asta ci ha visti vincitori. È stata un'operazione di cui dobbiamo essere profondamente soddisfatti, perché siamo riusciti a rilevare il Gruppo ad un Enterprise Value molto conveniente, per due ordini di motivi: il primo è che il Gruppo è proprietario di tutti gli immobili, per 32.000mq, e se li vogliamo considerare ad un valore di mercato molto basso, quindi molto prudentiale, arriviamo ad una valutazione che supera l'Enterprise Value; ma sono ancora più soddisfatta perché, prendendo in mano la struttura con velocità e decisione, abbiamo anche chiuso l'esercizio 2023 con un EBITDA significativamente superiore rispetto a quello che avevamo annunciato al *signing*.

Ricorderete che al *signing* abbiamo annunciato un EBITDA di 5,5 milioni, ma in realtà abbiamo chiuso con un EBITDA di circa 7 milioni. Abbiamo peraltro una prospettiva di ulteriore crescita nel 2024, sia perché le manovre che abbiamo posto in essere nel corso dell'anno e che hanno determinato questo incremento della marginalità impatteranno nel 2024 per tutti e 12 i mesi, ma anche perché siamo molto concentrati su questa riorganizzazione e questo efficientamento della struttura, io in prima persona, e tra gennaio e febbraio stiamo facendo ulteriori interventi di grandissimo impatto dal punto di vista dei costi, sempre tenendo sotto controllo i ricavi, con grande soddisfazione. La crescita del privato che vi segnalavo in apertura sui primi due mesi dell'anno riguarda ovviamente anche Aurelia Hospital e European Hospital.

Questo è un ragionamento importante anche perché abbiamo parlato tante volte dei multipli acquisitivi di queste strutture e, se consideriamo il valore dell'EBITDA che avevamo annunciato al momento del signing, di 5,5 milioni, il moltiplicatore veniva intorno a 13 volte, ma in realtà già non essendo l'EBITDA del 2023 5,5 milioni ma 7 milioni, il moltiplicatore scende a 10 volte. Sul 2024 poi approfondiremo, ma noi puntiamo in maniera serena e tranquilla a un EBITDA che potrebbe far scendere il moltiplicatore intorno a 7, per poi arrivare a 6 con il Centro Cuore. Senza andare troppo lontano, comunque, ad oggi, con i dati reali di oggi, il moltiplicatore è 10, ma con i dati del 2024 serenamente arriveremo a 7 volte l'EBITDA.

Voglio però segnalare anche un'altra cosa, che è molto importante, ai fini della definizione dell'Enterprise Value, perché l'Enterprise Value, che include la Posizione Finanziaria Netta, contempla prevalentemente lato debiti i prestiti obbligazionari verso gli obbligazionisti.

Poiché avevamo una Posizione Finanziaria Netta di circa 24-25 milioni di euro, di questi 25 milioni di euro circa 21,2 milioni sono i prestiti obbligazionari. C'è solo un finanziamento, peraltro agevolato, verso banche di 4 milioni di euro.

Rispetto a questi prestiti obbligazionari, l'Aurelia Hospital prima dell'inizio del processo di liquidazione, quindi prima che fosse nominato il liquidatore, aveva promosso un giudizio nei confronti delle due azioniste, ovvero l'altro 50% che non era rappresentato da me, ma rappresentato dagli altri azionisti, che



avevano chiesto l'incasso di questi prestiti e dei relativi interessi, che pure erano stati sospesi.

Aurelia 80, la società, ha quindi posto in essere le azioni necessarie per chiedere al giudice l'accertamento della natura postergata di questi prestiti obbligazionari e dei loro interessi. In pratica sono stati nominati sia i consulenti e i periti di parte, ma soprattutto è stato nominato il CTU, il Consulente Tecnico di Ufficio nominato dal giudice, il quale ha accertato la natura postergata di tutti i prestiti obbligazionari. La sentenza dovrà essere emessa, ma è chiaro che con una CTU che dichiara inequivocabilmente la natura postergata di tutti questi prestiti la sentenza dovrebbe recepire questa CTU. A quel punto finché ci sono io vuol dire che sono postergati e quindi che devono essere pagati dopo aver adempiuto agli altri debiti. Finché la società avrà debiti, queste obbligazioni non verranno rimborsate. Poiché questo ragionamento ci fa togliere dalla Posizione Finanziaria Netta, in quanto se sono postergati in teoria, perlomeno al momento, non esistono come debiti, se togliamo i 21,2 milioni arriviamo a un Enterprise Value di 50,2 milioni, che sull'EBITDA comunicato al momento del signing di 5,5 milioni portano a un moltiplicatore di 9,1 volte, ma sul reale EBITDA di 7 milioni portano ad un moltiplicatore addirittura di 7,3, per poi scendere nel 2024 a 5 volte. Non so se sono stata chiara in questo discorso, mi taccio un attimo e lascio spazio alle domande.

Siamo comunque molto sul pezzo e molto ottimisti e soddisfatti.

**OPERATORE:** Inizieremo ora la sessione domande e risposte. La prima domanda è da parte di Emanuele Gallazzi, di Equita.

**EMANUELE GALLAZZI:** Buon pomeriggio a tutti. Parto con tre domande da parte mia e poi lascio lo spazio agli altri analisti, in caso mi aggiungo dopo.

La prima domanda è sull'Aurelia Hospital. Se capisco bene, dai 7 milioni di EBITDA del 2023 state guidando di fatto tra 9 e 10 milioni di EBITDA e, di conseguenza, mi chiedevo a livello di Gruppo, quindi Aurelia Hospital più il perimetro esistente, se stiamo traguardando di fatto quello che vi aspettate, di avere un 2024 con un EBITDA circa in area 80 milioni.

Secondo tema che volevo affrontare con voi: abbiamo letto sui giornali il tema della revisione del tariffario e volevo capirne di più, dal vostro punto di vista, su quali possono essere gli impatti, cosa vi aspettate da questa revisione del tariffario.

Terzo aspetto: ho visto nel Comunicato Stampa che avete indicato che a partire da quest'anno vi aspettate un beneficio dalle interlocuzioni con gli enti previdenziali e i fondi sanitari che sono recentemente entrati nel vostro capitale sociale, se da questo punto di vista potete darci un aggiornamento delle vostre aspettative, di cosa vi aspettate da questo punto di vista.



**LUIGI CELENTANO:** Buon pomeriggio, sono Luigi Celentano. Vado in ordine rispetto alle tre domande che ha posto il Dott. Gallazzi, confermando sostanzialmente il suo intendimento, nel senso che su Aurelia la crescita rispetto ai 7 milioni del 2023, che noi aspettiamo in termini di EBITDA, ci porterebbe poi nell'area 9-10 milioni, in realtà più nell'area dei 10 milioni, con una marginalità che migliora sensibilmente perché l'aspettativa è che si attesti intorno a circa l'11%.

Sul contributo di Aurelia in termini di Ricavi e di EBITDA, unitamente poi a una crescita che ci attendiamo sul perimetro organico, le confermo quello che lei indicava, cioè l'aspettativa è che si atterri sui Ricavi intorno ai 460 milioni, con un EBITDA nell'area degli 80 milioni.

Aurelia ha una serie di iniziative, come ricordava il nostro Amministratore Delegato, già avviate nel 2023 ma che poi produrranno il primo effetto nel 2024. Iniziative che riguardano sia lo sviluppo dell'attività, quindi i Ricavi, segnatamente è stato riconosciuto un extra-budget sull'attività di medicina generale, autorizzando e accreditando 16 posti letto in più, con un budget di 1,6 milioni. Si sta lavorando molto per ottimizzare e incrementare gli accessi al Pronto Soccorso. Ricordiamo che Aurelia Hospital è un ospedale con un DEA di primo livello, dove la precedente gestione non consentiva di sfruttare il potenziale che ha Aurelia di accogliere pazienti che si presentano in emergenza, oppure lo sviluppo, anzi, l'attivazione dell'attività rivolta ai pazienti privati, in convenzione con fondi e assicurazioni, potendo contare sulla possibilità di offrire trattamenti chirurgici assistiti dalla robotica, prevalentemente in ambito ortopedico e urologico. Aurelia dispone del robot Da Vinci e Mako, che sono rispettivamente i robot che vengono utilizzati per la chirurgia in ambito urologico e protesico.

**MARIA LAURA GAROFALO:** Io mi sono occupata diversi anni fa dell'Aurelia, molto prima della quotazione, quando i numeri e l'EBITDA dell'Aurelia erano diversi. Erano diversi nonostante già allora avrebbe potuto fare di più, ma ovviamente quando gli azionisti non vanno tutti nella stessa direzione è difficile fare certi passi. Oggi invece questa libertà ce l'abbiamo.

In pratica abbiamo preso in mano una situazione che non era gestita, per ovvi motivi, sia perché a causa dei contrasti con gli azionisti non c'era più una guida forte, perché io non me ne stavo più occupando da anni, quindi si sono avvicendati dei Direttori Generali che, per quanto preparati, quando la situazione è molto difficile alla fine gettano la spugna, e poi c'è stato più di un anno di liquidazione, quindi era una situazione non gestita.

Non era gestita al punto tale che il dipartimento di riabilitazione, perché l'ospedale al suo interno ha anche 52 letti di riabilitazione, con un budget di 4,5 milioni, non riusciva ad esprimere l'intera produzione. Noi lasciamo sul terreno 800-900.000 euro di fatturato riabilitativo.



Peraltro la norma dice che gli accessi di Pronto Soccorso devono essere minimo 25.000 ed erano scesi a 18.000. Oggi abbiamo chiuso l'anno a 25.000 e puntiamo a 30.000 e questo è molto importante perché poi gli accessi non seguiti da ricovero si portano dietro una tariffa, sono Ricavi senza budget. Più ne fai, più cresce il fatturato e più, ovviamente, sei anche in linea con la normativa. In merito all'occupazione delle terapie intensive, sia l'unità di terapia intensiva cardiologica, sia la rianimazione, nel Lazio la normativa dispone che, in funzione della piena occupazione – anche se è un meccanismo abbastanza complesso, perché bisogna lasciare un letto per le emergenze – calcolando l'occupazione migliore e più performante all'85%, cresce il finanziamento per la funzione, che è un finanziamento che non ti viene dato in funzione delle prestazioni che fai, ma ti viene dato per finanziare la funzione di rianimazione e di area critica, di unità coronarica.

Questa occupazione non era controllata da nessuno, per cui eravamo in sotto-occupazione perché i pazienti venivano fatti girare in maniera sbagliata, e non si sfruttava al massimo la possibilità di incassare questo finanziamento.

L'attività privata non era proprio partita, cioè non facevano neanche un paziente privato. Invece abbiamo aperto, cosa non proprio così semplice, abbiamo creato una struttura organizzativa dedicata esclusivamente all'attività privata, con un'accettazione separata, ovviamente senza aumentare l'organico ma riorganizzando le risorse con un'accettazione e un ufficio retrostante dedicato esclusivamente al privato.

Abbiamo adeguato anche lo strumento informatico inserendo tutte le convenzioni di tutte le compagnie e proprio prima di questa call stavo guardando tutte le prenotazioni che sono state fatte e che sono tante. Soprattutto ci interessano i ricoveri e la diagnostica strumentale.

Ovviamente abbiamo anche addestrato il personale che risponde, perché è anche molto importante come la segretaria risponde e come propone la prestazione privata: se vuoi quella accreditata aspetti un anno, con un listino sociale invece puoi accedere entro una settimana a quella privata.

Tutte queste iniziative ovviamente hanno portato anche a un incremento dei Ricavi. Oltre a tutta la manovra importantissima che stiamo facendo sul lato costi, dove c'erano delle inefficienze spaventose. Più le trovo, però, più io sono contenta, perché vuol dire che c'è tanto da recuperare.

Mi sento anche di dire, senza essere eccessivamente ottimista, che la stima di quell'EBITDA è anche molto prudentiale. Lo dico perché io personalmente sono sul pezzo, adesso quasi tutte le mattine sto andando in Aurelia e ho il polso della situazione. Va bene quel numero che avete recepito, ma secondo me è anche prudentiale.

Sulla seconda domanda, per quanto riguarda il nuovo nomenclatore francamente non siamo particolarmente spaventati e vi dico perché. Innanzitutto, questo nomenclatore, che è stato messo in maniera inconsapevole

dalla Conferenza Stato-Regioni, quindi a livello centrale, deve essere poi recepito dalle singole Regioni, ma in realtà in primo luogo le Regioni non sono pronte e poi hanno paura perché loro le liste d'attesa le possono recuperare esclusivamente con il privato accreditato. Gli ospedali sono già al collasso, non riescono a erogare ulteriori prestazioni, quelli che possono erogare sono i privati accreditati, ma tutte le associazioni di categoria hanno detto che non si aprono le agende.

Non aprire le agende vuol dire che comunque dal nostro punto di vista cresce il privato, perché è ovvio che se tu hai un'offerta importante sull'accreditato il privato è più contenuto, perché il paziente che telefona e sa che può accedere con il sistema sanitario, magari aspettando non tantissimo, preferisce accedere con quello; ma se non hai l'offerta in accreditamento, necessariamente il paziente passa sul privato.

A prescindere da questo, però, io penso che non verrà neanche applicato, per una semplice motivazione: doveva partire il 1° gennaio, non è partito perché sono in difficoltà, perché questo decreto è stato impugnato da tutte le associazioni di categoria e, fra l'altro, in giudizio siamo molto forti perché la legge dice che tu puoi rivedere le tariffe, ma le tariffe che rivedi devono essere contemplate e determinate alla luce di un'analisi dei costi.

Inoltre, il decreto deve essere accompagnato sia da un documento che esce dal Ministero della Salute, che mostra in maniera evidente come è stata fatta la valutazione, quindi sulla base di quali criteri, ma soprattutto ci deve essere il parere dell'Agenas, l'agenzia di sanità pubblica. Nell'impugnativa che è stata fatta al provvedimento è stato chiesto di portare in istruttoria questi due provvedimenti.

Il provvedimento che doveva evidenziare la metodologia di calcolo è assolutamente inapplicabile, perché hanno preso le tariffe di tre Regioni, hanno fatto una media al ribasso e hanno applicato queste tariffe, ma non c'è un calcolo dei costi e, quindi, una tariffa proporzionata rispetto ai costi; ma, soprattutto, il parere dell'Agenas, agenzia di sanità pubblica, è negativo.

Sulla base di questo è stata chiesta la sospensione del provvedimento. Il ministero ha poi deciso di procrastinare l'applicazione al 1° aprile e il giudice ha detto che allora non concede la sospensione, ma fissa direttamente l'udienza nel merito ai primi di maggio. Io mi aspetto, anche per come si stanno muovendo i tavoli nelle singole Regioni e a livello centrale, che ad aprile verrà ulteriormente prorogato quantomeno fino all'udienza di maggio, dove non credo che questo provvedimento potrà essere accolto dal giudice, perché non ci sono proprio gli elementi, per i motivi di cui vi dicevo poc'anzi.

Sono molto preoccupate le Regioni e anche il ministero, che non sa come uscire da questo *impasse*. Le Regioni peraltro non sono neanche pronte dal punto di vista tecnico, perché non hanno neanche introdotto le nuove tariffe, c'è una disorganizzazione totale. Non sono neanche pronte dal punto di vista tecnico



ma, soprattutto, hanno molta paura perché rischiano di trovarsi con le agende, per quanto ci riguarda, chiuse. Noi apriamo le agende solo per quelle prestazioni che hanno copertura, ma non su prestazioni che vanno in perdita. Su questo, in un momento in cui non si parla di altro se non di liste di attesa, il Ministero non sa come uscire da questa situazione e, peraltro, so che nei prossimi giorni ci sarà qui a Roma, al Brancaccio il 20 marzo, una mega manifestazione dove verranno il Ministro della Salute e tutto il suo *entourage* di governo, con tutti i presidenti e i rappresentanti delle varie associazioni di categoria.

Non mi spaventa perché lo vedo inapplicabile, questo provvedimento, perché vorrebbe dire che allora in Italia non c'è più un sistema sanitario per l'ambulatoriale, non lo vedo proprio applicabile.

In ogni caso vi aggiorneremo, perché è proprio di questi giorni. In ogni caso non siamo particolarmente preoccupati, perché conosciamo bene la storia, la genesi e l'evoluzione di questa vicenda.

Infine, con nostra grande soddisfazione, con l'uscita di Peninsula come sapete sono entrate in maniera massiva delle casse previdenziali, tra cui Enasarco, Enpam, con cui stiamo parlando anche di eventuali forme di collaborazione per quanto riguarda convenzioni o prestazioni assistenziali da erogare ai loro associati. Questa è una caratteristica dell'operazione complessiva, che ha avuto diversi vantaggi. L'ingresso di queste casse nel nostro capitale ha avuto i vantaggi che tutti conosciamo e che possiamo vedere, con l'uscita di Peninsula e con l'ingresso di casse che peraltro considerano questo investimento a lunghissimo termine.

Sono soggetti che hanno voglia di portare avanti questo disegno di collaborazione per prestazioni assistenziali da erogare ai loro associati, che sono ovviamente tutte attività private.

**OPERATORE:** La prossima domanda è di Isacco Brambilla, da Mediobanca. Prego.

**ISACCO BRAMBILLA:** In realtà buona parte dei temi che volevo discutere sono già stati toccati, in ogni caso ho tre domande da parte mia.

La prima è a completamento delle indicazioni su Aurelia Hospital. Nel comunicato stampa si parla, a regime, di una marginalità in linea con le vostre strutture ospedaliere complesse: se magari ci potete quantificare, in termini di margini percentuali, a cosa ci si può riferire. Io immagino qualcosa tra il 15 e il 20%, chiedo dove ci muoviamo in questa forchetta, posto che si tratta di un target a medio termine.

La seconda domanda è un chiarimento su due punti dei risultati 2023 a livello di tax rate: se potete darci un po' di colore su quello che è successo, visto che è un livello significativamente più alto di quello dei due anni precedenti; e a livello di circolante se sulla parte di receivable e payable c'è qualche impatto distortivo





del consolidamento di Aurelia, visto che entrambe le voci sono cresciute in maniera consistente rispetto all'anno precedente.

L'ultima domanda, che è più rapida, toccando il tasto dolente degli oneri finanziari: guardando al 2024 possiamo prendere i circa 11 milioni del 2023 come una buona proxy di quello che dovremo aspettarci per l'anno che viene?

**MARIA LAURA GAROFALO:** Per quanto riguarda la prima domanda, confermo che possiamo parlare di una marginalità che può andare da un minimo del 15% verso il 20%. La forchetta può essere considerata ampia, ma c'è una serie di elementi che dovranno essere definiti in corsa e che avranno un impatto significativo sulla definizione della marginalità, che sicuramente però non sarà al di sotto del 15%. Io mi sposterei più verso la parte alta della forchetta.

Non me l'avete chiesto, ma vorrei fare una precisazione, perché magari vi viene dopo la curiosità, che riguarda Aurelia. Avrete notato che negli ultimi mesi dell'anno il risultato dell'EBITDA è sceso e questo, per Aurelia, dipende fondamentalmente dal fatto che nell'ultimo mese non ha prodotto EBITDA. Non essendo stata gestita, come vi dicevo poc'anzi, anche la produzione del budget è stata effettuata tutta entro il mese di ottobre e negli ultimi due mesi dell'anno la struttura ha fatto soltanto l'urgenza, cioè ha trattato soltanto casi provenienti dal Pronto Soccorso. Ovviamente per questo motivo ha fatto dei Ricavi bassi, che non hanno coperto i costi fissi. Questo ovviamente non si verificherà più, perché fa parte di quella non gestione e di quella confusione di cui vi parlavo poc'anzi.

**RICCARDO ROSSETTI:** Buongiorno, sono Riccardo Rossetti. Il tax rate risulta aumentato rispetto all'anno scorso, vedete che ha un'incidenza di circa il 27,8% sull'ante imposte, e questo deriva fondamentalmente dal fatto che il Gruppo aveva due "scudi fiscali", che erano un'aliquota agevolata IRES su due società importanti, Hesperia e Rugani, che erano anche presidi ospedalieri, che dal 2023 è venuta meno, quindi pagano un'IRES piena, al 24%, mentre prima era al 12%; un altro scudo fiscale di cui il Gruppo si agevolava, poi, era la cosiddetta ACE (Aiuto alla Crescita Economica) che quest'anno è già in parte venuta meno per una politica di dividendi più che altro intragruppo, all'interno del Gruppo, che ha fatto aumentare il Patrimonio Netto, e nel 2024 è già stata totalmente cancellata dall'ultima Legge Finanziaria. Questo tax rate nell'intorno del 28% lo possiamo considerare ormai un po' più strutturale, anche a regime.

L'altra domanda era sul working capital. Lei aveva chiesto se il consolidamento del Gruppo Aurelia avesse avuto un effetto: assolutamente sì, lo ha avuto in valore assoluto e anche come variazione. Qualche dettaglio in più: voi avete visto che i crediti commerciali ormai sono vicini ai 101 milioni di euro, dai 76,5 dell'anno scorso, e tutto l'incremento deriva dal Gruppo Aurelia e da Sanatorio Triestino, ca. 30 milioni di euro, perché in realtà a perimetro costante i crediti



commerciali sono diminuiti di circa 5,6 milioni, con un effetto positivo sul working capital. La stessa cosa vale per i debiti. Voi leggete un valore consolidato di 87,8 milioni circa, a fronte di 51 milioni dell'anno scorso: dei 36,7 milioni di questa variazione la gran parte è del Gruppo Aurelia, 32 milioni, e un'altra parte è del Sanatorio. Le rimanenze sostanzialmente aumentano di 1,3 milioni e questa è tutta variazione di perimetro. Sinteticamente, se noi dovessimo escludere la variazione di perimetro dal working capital, vedremmo dei crediti in diminuzione di circa 5,6 milioni, delle rimanenze stabili e dei debiti in leggero aumento, quindi una variazione positiva di working capital, che però non vuol dire in assoluto miglioramenti dei tempi di incasso e di pagamento, ma semplicemente delle differenze temporanee negli incassi o nei pagamenti di alcune fatture. La dinamica della produzione, come è già stato detto prima, quest'anno, rispetto all'anno scorso, nell'ultimo trimestre è stata un po' meno accentuata, perché le produzioni erano già state sviluppate anche negli extra-budget nei primi nove mesi dell'anno.

**LUIGI CELENTANO:** Riguardo agli oneri finanziari, la domanda era cosa ci aspettiamo per il 2024. Per il 2024, almeno per il primo semestre, abbiamo già ben chiaro qual è il tasso di interesse variabile, almeno sulla componente di debito principale, il finanziamento bancario che abbiamo, che è stata già fissata. All'orizzonte, soprattutto nelle curve forward che sono espresse dal mercato, si intravede un'aspettativa di riduzione del tasso di interesse già a partire dal secondo semestre, anche se su questo evidentemente dovremo verificare e aspettare le iniziative della BCE. Complessivamente però sull'anno ci aspettiamo un tasso di interesse variabile che, combinato con lo spread che abbiamo sui finanziamenti, più o meno ci fa atterrare su un tasso all-in mediamente pari al 5%. Se lo traduciamo in rapporto agli oneri finanziari, in termini di rapporto percentuale sulle Revenue attese nel 2024, indicativamente siamo sullo stesso ordine di grandezza del 2023, quindi siamo a un'incidenza poco sopra il 2%.

**OPERATORE:** La prossima domanda è un follow-up da parte di Emanuele Gallazzi, di Equita. Prego.

**EMANUELE GALLAZZI:** Giusto una precisazione su Aurelia Hospital. Nell'ultima conference call avevate parlato di circa 12 milioni di investimenti preventivati, che potevano essere anche meno, per il progetto di rilancio delle strutture: chiedo se ci date un aggiornamento da questo punto di vista e come dobbiamo immaginarci il Capex nel 2024. Di conseguenza, vi chiedo anche se ci date un'indicazione, visto che avete parlato di questi 80 milioni circa di EBITDA, di dove potremmo atterrare a livello di Posizione Finanziaria Netta. Grazie.



**MARIA LAURA GAROFALO:** Per quanto riguarda il progetto, abbiamo avviato la procedura, quindi abbiamo depositato in comune il progetto architettonico per ottenere la concessione a costruire. Nel frattempo stiamo avviando con una semplice SCIA i lavori interni, perché ovviamente la concessione a costruire serve solo per la parte di ampliamento che riguarda le nuove sale operatorie e le nuove terapie intensive, quindi le aree critiche.

Il progetto architettonico, però, non ha ancora il computo metrico, cioè non è un progetto esecutivo perché mancano gli impianti e, quindi, non abbiamo un computo metrico sulla base del quale poterci far fare i vari preventivi dai nostri interlocutori.

Stiamo chiedendo il preventivo a due studi di ingegneria per farci fare il computo metrico, il progetto esecutivo vero e proprio, completo di impianti, ma fino a che non abbiamo anche il progetto esecutivo non mi sento di dare un numero, perché dipende moltissimo anche dalla tipologia di impianti che metteremo, dalla tipologia di costruzioni che effettueremo. Soprattutto l'impiantistica avrà un impatto importante e dipenderà da una serie di scelte che dobbiamo ancora effettuare.

Il progetto però sta andando avanti in maniera molto rapida, quindi potrebbe avere anche un'anticipazione rispetto alla tempistica che ci eravamo dati. Sulla tempistica potrà essere più precisa nei prossimi incontri, ho anche degli incontri in Comune nei prossimi giorni, una volta avuto il progetto esecutivo, anche sugli importi.

**LUIGI CELENTANO:** Posso aggiungere qualcosa io magari riguardo alle stime di Capex che abbiamo sul 2024, al di là della componente relativa al progetto di Aurelia. Sostanzialmente noi immaginiamo un livello di Capex di mantenimento, sempre espresso come incidenza sulle nostre Revenue, allineato al 2023, quindi nell'ordine del 3,5%. Abbiamo una serie di altri progetti, come sapete, di sviluppo e di ampliamento dell'assetto organizzativo, in cui rientrerà anche il progetto Aurelia. Complessivamente le nostre stime sul 2024, inclusa sia la componente di mantenimento sia quella di ampliamento e di riassetto organizzativo, riteniamo che saranno nell'intorno del 5% delle nostre revenue. Per quanto riguarda l'attesa in termini di Posizione Finanziaria Netta, ci aspettiamo un leverage ratio a fine anno nell'ordine delle 2,2 volte l'EBITDA.

**OPERATORE:** La prossima domanda è un follow-up da parte di Isacco Brambilla, di Mediobanca.

**ISACCO BRAMBILLA:** Un rapido follow-up sulla parte inorganica, se potete darci un aggiornamento su tutta l'operazione dal lato del patrimonio immobiliare e qual è all'inizio dell'anno l'agenda per tutta la parte M&A, se ci sono delle priorità magari come



regioni o come area specialistica, e che tipo di movimento vedete sui multipli nel mercato, se ce n'è stato qualcuno rispetto all'ultima call.

**LUIGI CELENTANO:** Sul patrimonio immobiliare già nella precedente call avevamo indicato che nel 2023 avremmo completato tutti i progetti di scissione per trasferire gli asset immobiliari sulla GHC Real Estate entro il 2023, per un controvalore, in termini di canone, quindi valore complessivo degli asset, pari a circa l'80% del patrimonio complessivo. Questo è stato fatto, quindi la GHC Real Estate, via via che i progetti di fusione si perfezionano e quindi si attivano i canoni di locazione, si sta popolando degli asset e, ovviamente, anche delle revenue corrispondenti ai contratti di locazione. Ovviamente è un'operazione intercompany, quindi non ha nessun impatto in termini di risultati consolidati, né finanziari, né economici, né patrimoniali. Nel 2024 stiamo lavorando al completamento, quindi al trasferimento di quegli asset, secondo la stessa modalità che abbiamo seguito fino ad oggi, su quelle strutture che hanno richiesto delle attività preliminari per poterle implementare. Stiamo parlando degli asset delle strutture del Gruppo Fides, quindi quelle socio-assistenziali che si trovano in Liguria, e stiamo parlando di altri due o tre asset che riguardano delle società dove non c'era una forma di controllo pieno al 100% da parte di GHC ma un controllo indiretto. Risolti questi aspetti procederemo al trasferimento anche di questi asset e così avremo completato il progetto iniziale. Evidentemente in futuro ci sarà anche il tema degli asset del Gruppo Aurelia, o del Sanatorio Triestino, per citare le ultime due M&A, su cui valuteremo la modalità per farli confluire nel patrimonio della Real Estate.

**MARIA LAURA GAROFALO:** Per quanto riguarda le M&A, non abbiamo modificato minimamente il nostro approccio. Andiamo avanti spediti anche su questo fronte che, come ho sempre detto, per quanto ci riguarda rappresenta una crescita quasi di carattere ordinario. Abbiamo anche individuato alcune Target che sono in linea con i nostri obiettivi di consolidamento e miglioramento delle nostre performance. Sono Target che possono essere valorizzate o valorizzare le strutture che già abbiamo in portafoglio. Sì, dunque, andiamo avanti spediti sia sulla crescita organica che sulla crescita disorganica.

**OPERATORE:** Dottor Nesi, al momento non ci sono altre domande prenotate.

**MIMMO NESI:** Se non ci sono altre domande noi vi ringraziamo per la disponibilità. Siamo ovviamente a completa disposizione come ufficio IR e la settimana prossima, come molti di voi già sanno, saremo a Milano per la Star Conference. Speriamo di incontrarci in quella sede o anche prima, se servisse. Grazie a tutti del tempo.