

RACCOMANDAZIONE  
**No rating**Target Price  
**No rating**

# Bestbe Holding S.p.A.

Settore: E-Commerce  
Codice negoziazione Bloomberg: BES IM  
Mercato: Euronext MilanPrezzo al 12/12/2024  
**€0,316** (*price at market close*)

Capitalizzazione di Borsa:	970.827 €
Numero di azioni:	3.072.238
Patrimonio netto al 30.06.2024:	-1.180.141 €
Outstanding warrants (1:500):	92.171.716

Data ed ora  
di produzione:

13.12.2024 ore 10:00

Data ed ora  
di prima diffusione:

13.12.2024 ore 11:15

## Ufficio Ricerca ed Analisi

Gian Franco Traverso Guicciardi (AIAF)  
Tel. +39 0669933.440  
Stefania Vergati  
Tel. +39 0669933.228  
Donatella Dragas  
Tel. +39 0669933.292  
Michele Cursi  
Tel. +39 0669933.413  
E-mail: [ufficio.studi@finnat.it](mailto:ufficio.studi@finnat.it)

- Bestbe Holding S.p.A. è la capogruppo dell'omonimo gruppo che opera, mediante la società Bestbe S.r.l. controllata al 100%, nel settore dell'e-commerce e dell'intelligenza artificiale.
- L'azionista di riferimento è Ubilot s.r.l., una *software house* italiana che ha recentemente acquisito la maggioranza della società quotata, precedentemente denominata Gequity, attraverso un aumento di capitale dedicato (per €11,5 milioni) liberato mediante conferimento della partecipazione totalitaria nella *newco* Bestbe s.r.l.. Successivamente, Ubilot ha modificato la denominazione sociale dell'Emittente da Gequity a Bestbe Holding, ridefinendo anche il suo *core business*.
- Le attività nel settore *education*, considerato il *core business* dalla precedente gestione, sono state ritenute non più strategiche dal nuovo azionista di riferimento e le società attraverso le quali veniva sviluppato tale business sono state integralmente cedute in data 9 settembre 2024.
- Il nuovo *business* di Bestbe prende ora forma attraverso un *marketplace* digitale operante sia online, attraverso una piattaforma multiservizi, che offline mediante il posizionamento, in locali pubblici (es. tabaccherie, farmacie, edicole, autogrill, aeroporti), di monitor interattivi dotati di intelligenza artificiale per fornire prodotti, contenuti e servizi altamente personalizzati.
- La nuova operatività di Bestbe è, tuttavia, ancora in piena fase di *startup* e, nel corso del primo semestre 2024, la generazione di ricavi è risultata limitata a €11 migliaia. Inoltre, la ritardata cessione delle attività del comparto *education*, caratterizzate da una redditività negativa (in perdita per €2,8 milioni al 30.06.24), ha impattato considerevolmente la *performance* del gruppo che ha chiuso il primo semestre 2024 con una perdita di €3,7 milioni, determinando un patrimonio netto negativo per €1,2 milioni.
- Per far fronte ai fabbisogni di cassa, Bestbe ha fatto ricorso a un prestito obbligazionario convertibile cum warrant (POC) per €6,3 milioni (inclusivo di *commitment fee*) a fronte di una capitalizzazione, ad oggi, pari a €970.827. La prima *tranche* del POC è stata sottoscritta in data 22 marzo 2024 mentre il termine ultimo per la sottoscrizione delle obbligazioni è fissato al 17 ottobre 2028.
- Il ricorso al POC espone la società a un rischio certo ma ad oggi non pienamente quantificabile di forte diluizione per gli attuali azionisti, con contestuale rischio di deprezzamento del titolo. Inoltre, il venir meno delle *assumptions* previste nel *business plan* approvato in data 07.12.2023 a causa del protrarsi delle trattative per la cessione del comparto *education* e del mancato avvio dell'operatività di Bestbe riducono notevolmente la visibilità sulle *performance* future del Gruppo, rendendo difficoltosa la stima di dati finanziari prospettici sulla base di tendenze affidabili. Per tali ragioni, riteniamo di non avere, ad oggi, basi fondamentali sufficienti per poter formulare una raccomandazione e un *target price* sul titolo.

## Il Mercato di Riferimento

Il gruppo Bestbe opera nel settore dell'*e-commerce* e dell'intelligenza artificiale (AI). Attraverso l'omonima controllata, Bestbe s.r.l., detiene e gestisce un *marketplace* digitale che integra *e-commerce*, *utilities* e servizi.

Inoltre, grazie all'utilizzo di monitor interattivi, ubicati in locali pubblici e dotati di intelligenza artificiale, Bestbe è in grado di offrire strumenti di *marketing* innovativi per la pubblicità online e offline.

I settori di riferimento della società risultano, dunque, essere

- i) **E-commerce**
- ii) **Advertising & DOOH (Digital Out Of Home)**
- iii) **Intelligenza Artificiale**

### E-Commerce

L'analisi del mercato e-commerce risulta altamente rilevante considerata l'attività di *marketplace* svolta da Bestbe attraverso una piattaforma digitale a micro-servizi.

Sebbene il mercato *e-commerce*, inteso come il complesso delle transazioni per la vendita di beni e servizi online, sia in continua espansione, il biennio 2022-23 ha rappresentato una fase di normalizzazione dei tassi di crescita rispetto al periodo pandemico (2020-21). Infatti, nel 2023, gli acquisti online a livello globale hanno registrato una crescita sostenuta (+10,5%) ma comunque inferiore rispetto al +25% del 2021.

Il trend di mercato rimane, comunque, in espansione, con le stime degli analisti che prevedono un tasso medio di crescita, per il prossimo biennio, dell'8,5%.



Fonte: Statista 2023; Elaborazione: Banca Finnat

L'analisi del panorama competitivo del settore *e-commerce* delinea un ambiente altamente concorrenziale, a rapido sviluppo tecnologico e dominato da *players* di primario *standing* tra i quali Amazon, Subito, Ebay e AliExpress.

Considerato l'elevato grado di concorrenza del settore, quindi, al fine di costruire e mantenere un modello di *business* concorrenziale, Bestbe dovrà continuare a investire in R&D e *marketing*, ampliando la propria offerta, migliorando la propria piattaforma e cercando di catturare i principali trend di settore tra i quali:

- **Sostenibilità sociale e ambientale:** le componenti E e S (*Environmental & Social*) dell'acronimo ESG avranno un ruolo centrale per la crescita del settore; gli utenti, infatti, richiedono un sempre maggiore ricorso a processi sostenibili.
- **Utilizzo dell'AI e della VR (*Virtual Reality*):** i maggiori *players* di mercato stanno investendo nell'AI per ottimizzare i propri processi, migliorare la *customer intelligence* e fornire offerte e prodotti altamente personalizzati e *targetizzati*. Inoltre, la realtà virtuale, già utilizzata in alcuni settori, potrà offrire esperienze di shopping maggiormente immersive per gli utenti.
- **Multicanalità:** si tratta di una strategia che integra diversi canali di acquisto, rimuovendo le barriere tra l'online e l'offline. Il ricorso all' *e-commerce omnichannel* ottimizza l'esperienza per i clienti, aumentandone la soddisfazione.

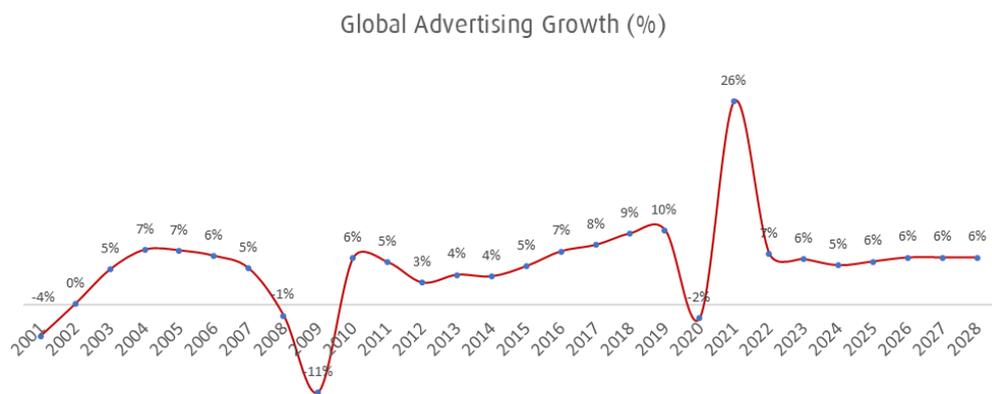
### Advertising & DOOH

L'operatività svolta attraverso i totem dotati di intelligenza artificiale, dovrebbe permettere a Bestbe di offrire ai propri clienti campagne pubblicitarie ad alto rendimento, rendendo l'*advertising* parte integrante del suo modello di *business*.

Secondo le stime elaborate da GroupM, la più grande società di investimento nel settore media al mondo, nel 2023 il settore ha registrato una spesa complessiva di \$889 miliardi, con un tasso di crescita annuo del 5,8%, in linea con il dato del 2022 che aveva segnato un +6,5% ma, al contempo, risultando in netta contrazione rispetto al +24,4% registrato nel 2021 (incremento derivante dalla ripresa di tutte le attività dopo l'allentamento delle misure anti-Covid).

L'industria pubblicitaria ha confermato, dunque, la sua crescita tendenziale nonostante abbia subito un naturale rallentamento a causa dell'attuale complessa situazione macroeconomica (incertezza sull'entità della ripresa economica e sulla dinamica inflazionistica).

Secondo le stime, gli investimenti in advertising, nel 2024, dovrebbero crescere del 5%, raggiungendo un fatturato di circa \$933 miliardi.



Fonte: GroupM, 2023 End of Year Forecast; Elaborazione: Banca Finnat

Con riferimento al mercato globale, i canali pubblicitari che hanno registrato le migliori performance sono stati il *digital* (+9,2%), il *retail* media (+9,8%), il cinema (+14,7%) e l'OOH (+10,3%). L'acronimo OOH indica tutte le forme di comunicazione presenti in aree pubbliche mediante diverse tipologie di impianti come poster, manifesti e cartelloni.

In Italia il mercato è dominato dalla pubblicità digitale e dalla pubblicità televisiva che rappresentano in totale l'83% degli investimenti dell'intero comparto. Al contempo, però, è in atto una ripresa degli investimenti pubblicitari outdoor che avevano sofferto una netta diminuzione durante la pandemia. Con riferimento a quest'ultima tipologia, infatti, i dati evidenziano una crescita sostenuta e superiore rispetto al mercato (+11,5%).

Analizzando lo sviluppo dell'Out of Home, che nel 2023 ha rappresentato il 5,1% degli investimenti totali di settore, è possibile notare come i maggiori segnali di crescita provengano dalla sua componente digitale, il *Digital Out Of Home* (DOOH) che nel 2023 ha registrato un volume di investimenti di €97 milioni (+16,8%), pari a più del 30% del mercato totale dell'OOH.

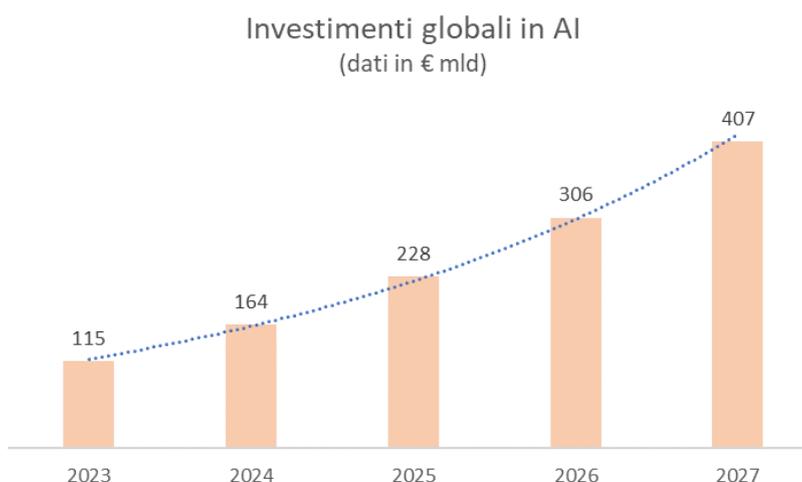
Come l'OOH, anche il DOOH è una forma di comunicazione che interessa i luoghi pubblici ad alta intensità di traffico ma, diversamente dalla pubblicità outdoor tradizionale, gli impianti DOOH possono riprodurre video, audio e interagire con gli osservatori.

### Intelligenza Artificiale (AI)

L'utilizzo dell'intelligenza artificiale è una delle leve principali del modello di *business* di Bestbe e supporta, in modo trasversale, sia l'operatività *e-commerce* che quella pubblicitaria. La società intende utilizzare un sistema di intelligenza artificiale finalizzato alla rilevazione di emozioni e intenzioni di persone fisiche sulla base dei loro dati biometrici al fine di fornire prodotti e pubblicità altamente personalizzati.

Ad oggi, l'intelligenza artificiale è considerata una delle tecnologie con maggior potenziale in grado di avere un impatto *disruptive* in vari settori, nell'economia e nel mondo del lavoro.

Di conseguenza, il mercato globale dell'AI appare in forte crescita, con una spesa record di 115,3 miliardi di euro nel 2023 ed una crescita media annua stimata al 37% per il prossimo quadriennio. Si stima che gli investimenti possano attestarsi a €407 miliardi nel 2027 per poi raggiungere un'incidenza sul PIL globale pari al 7% entro il 2033.



Fonte: Centro Studi TIM; Elaborazione: Banca Finnat

Il mercato italiano dell'AI, in linea con quello globale, sta vivendo una crescita senza precedenti. Nel 2023, infatti, ha registrato una crescita del 52%, con un incremento del valore di mercato da €500 milioni a € 760 milioni.

Il 90% di questi investimenti è riconducibile alle grandi imprese mentre la restante quota è suddivisa, equamente, tra PMI e Pubblica Amministrazione.

Con riferimento ai settori di interesse di Bestbe, *e-commerce* e *advertising*, entrambi hanno beneficiato della tecnologia AI sotto diversi punti di vista. Per quanto riguarda il mercato *e-commerce*, infatti, si sta assistendo a una crescente diffusione di soluzioni AI finalizzate alla creazione di esperienze d'acquisto altamente personalizzate attraverso l'utilizzo di dati per la targetizzazione delle offerte e delle proposte. Inoltre, l'AI permette di:

- Ottimizzare l'efficienza dell'inventario attraverso l'analisi predittiva
- Identificare schemi anomali e segnalare potenziali frodi, proteggendo sia i rivenditori che i clienti
- Regolare dinamicamente i prezzi in base alla domanda e all'offerta, massimizzando i profitti
- analizzare i dati storici per prevedere quando i clienti potrebbero abbandonare il carrello o il sito, consentendo di adottare misure preventive.

Per quanto riguarda l'applicazione dell'intelligenza artificiale nel mercato pubblicitario, Bestbe offre pacchetti di advertising basati sull'utilizzo del DOOH e del *Programmatic Advertising*, una forma di pubblicità innovativa che sfrutta l'AI per automatizzare e ottimizzare l'acquisto di spazi pubblicitari.

L'AI permette di combinare *Programmatic Advertising* e DOOH (c.d. *programmatic DOOH*) per creare campagne pubblicitarie altamente efficienti. Infatti, i *software* AI permettono di modificare dinamicamente gli annunci in tempo reale in base alle espressioni facciali dell'utente, alle sue caratteristiche biometriche e ad altri fattori. Dunque, grazie all'analisi dei dati, il *programmatic DOOH* trasforma automaticamente cartelloni, insegne e *display* digitali mostrando annunci i cui spazi pubblicitari possono essere acquistati, attivati e persino personalizzati in base a orario, *target* e luogo in cui è più probabile raggiungere il pubblico di riferimento

## Attività e Strategie

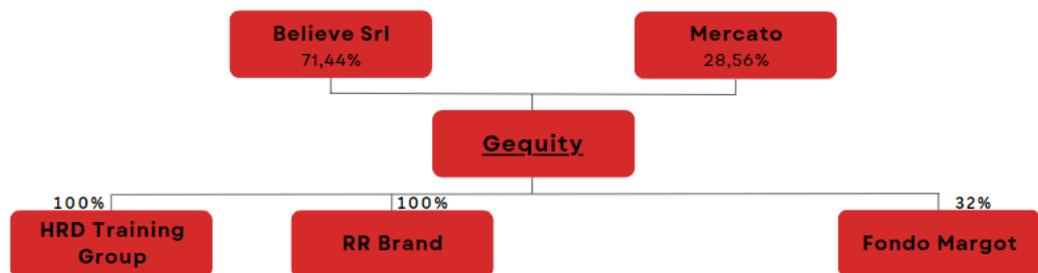
Per comprendere al meglio la nuova operatività di Bestbe è necessario considerare, oltre al nuovo modello di *business*, la precedente attività svolta da Gequity, le sue criticità e il processo di transizione da Gequity a Bestbe.

### Gequity Holding

Gequity era una holding di partecipazioni quotata all'Euronext Milan e operante, principalmente, nel settore dell'*education* attraverso due società controllate al 100%:

- **HRD Training Group Srl:** operativa sul territorio italiano dal 1992 e rivolta a una clientela *retail* per la realizzazione di corsi ed eventi di formazione in ambito comportamentale, di coaching e di crescita personale.
- **RR Brand Srl.:** detentrici di 16 marchi distintivi di HRD e dei suoi prodotti.

Gequity deteneva, altresì, 42 quote (32%) del **Fondo Margot**, un fondo alternativo immobiliare, di tipo chiuso riservato, gestito dalla società Castello SGR. In data 21 settembre 2022 Castello ha comunicato di aver dato avvio al processo di liquidazione del fondo dando mandato ad una *advisor* specializzato di individuare possibili investitori interessati all'acquisto degli immobili presenti nel fondo.



Fonte: Bestbe Holding S.p.A.; Elaborazione: Banca Finnat

Negli ultimi anni l'attività del gruppo Gequity è stata caratterizzata da una redditività fortemente negativa a cui contribuivano principalmente:

- la *performance* negativa del comparto *education* che costituiva, di fatto, il *core business* della società.
- la svalutazione degli asset del fondo Margot (ad oggi interamente svalutati).

### L'accordo di investimento

In data 31 marzo 2023 Believe S.r.l. e Ubilot, società quest'ultima che si occupa dello sviluppo di soluzioni *software* ad ampia gamma, hanno sottoscritto un accordo di investimento per regolare l'ingresso della stessa Ubilot in Gequity in qualità di nuovo azionista di maggioranza. L'accordo è stato successivamente modificato e integrato in data 26 ottobre 2023 e 5 dicembre 2023.

Ai sensi dell'accordo di investimento, l'assemblea straordinaria, riunitasi il 30 novembre 2023, ha così deliberato:

- **un aumento di capitale sociale a pagamento per €11,5 milioni**, riservato a Ubilot, da eseguirsi mediante emissione di nuove azioni ordinarie da liberarsi attraverso conferimento, da parte di quest'ultima, di una partecipazione totalitaria di una *newco* (Bestbe s.r.l.)

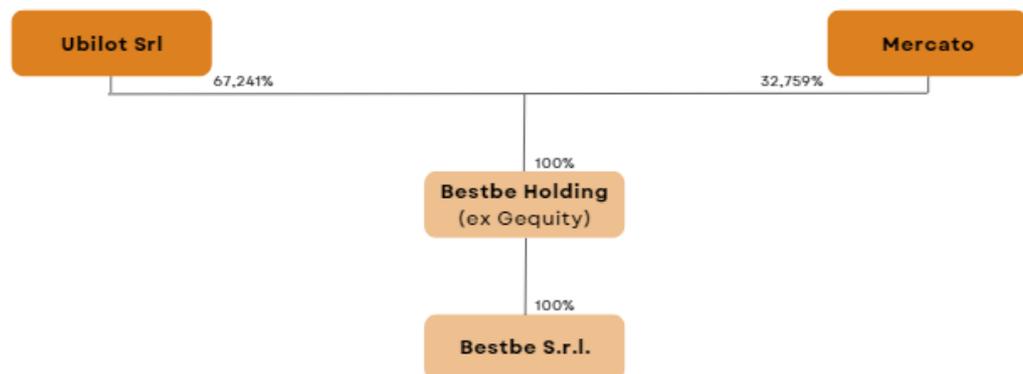
- un aumento di capitale sociale a pagamento per €1,7 milioni, da eseguirsi mediante emissione di nuove azioni ordinarie, riservato in sottoscrizione per €1,35 milioni a Believe s.r.l. e per la restante parte ai precedenti amministratori.

L'esecuzione dell'aumento di capitale riservato a Ubilot è stata funzionale all'ingresso del gruppo nel settore dell'*e-commerce* e dell'intelligenza artificiale mediante il conferimento della NewCo Bestbe s.r.l.

L'operazione si è dunque configurata come un *turnaround* industriale, ossia una trasformazione radicale della Società per ripristinare la sua redditività e sostenibilità a lungo termine. Di conseguenza la nuova entità, che ha cambiato denominazione da Gequity in Bestbe Holding, ha dichiarato di non ritenere più strategico il ramo *education*.

La cessione delle partecipazioni in HRD Training Group S.r.l. e RR Brand S.r.l., prevista inizialmente nel primo quarto del 2024, è stata successivamente perfezionata solo in data 9 settembre 2024, in attuazione dell'accordo raggiunto in data 8 agosto 2024 con Believe S.r.l., ritardando notevolmente l'avvio della nuova operatività di Bestbe.

A seguito della cessione del comparto *education* e dell'uscita dell'azionista Believe, la struttura societaria si presenta ora come segue:



Fonte: Bestbe Holding S.p.A.; Elaborazione: Banca Finnat

### La nuova operatività di Bestbe Holding

Bestbe Holding opera, attraverso la controllata operativa Bestbe S.r.l., nel settore dell'*e-commerce* e dell'intelligenza artificiale al fine di ottimizzare l'esperienza *e-commerce* per tutti gli attori coinvolti, dai vendor (aziende) ai clienti finali, integrando il mondo digitale con quello fisico (c.d. *phygital*).

Il business di Bestbe, infatti, prende forma attraverso un *marketplace* digitale operante sia *online*, attraverso una piattaforma multiservizi, che *offline* mediante il posizionamento, in locali pubblici (es. tabaccherie, farmacie, edicole, autogrill, aeroporti...) di monitor interattivi dotati di intelligenza artificiale (c.d. *totem kiosk*).

Con riferimento alla componente *software*, ovvero la piattaforma digitale, quest'ultima mette a disposizione dei vendor (aziende) una piattaforma completa per la vendita *online* che semplifica e automatizza l'intero processo di vendita ed offre tutte le attività di un *e-commerce*. La piattaforma si rivolge sia ai clienti diretti di Bestbe (c.d. *Vendor*), ovvero le aziende con le quali vengono stretti accordi per l'inserimento dei prodotti nel *marketplace* (B2B), sia ai consumatori finali (B2C).

Dal punto di vista tecnologico, la piattaforma digitale sfrutta una tecnologia proprietaria basata su un'infrastruttura di crittografia AWS ("Amazon Web Services") distribuita su numerose zone di disponibilità e regioni geografiche. Pertanto, in caso di guasti in una specifica zona o regione, il traffico può essere automaticamente reindirizzato verso altre aree operative. Tale infrastruttura permette il monitoraggio e la gestione degli eventi di *default* e la risposta automatica a eventuali guasti, senza la necessità dell'intervento umano. Inoltre, il sistema *serverless* (privo di server fisici) permette di garantire la massima continuità operativa e la disponibilità dei dati in qualsiasi situazione critica o di emergenza.

Al 30.06.2024 le attività di Bestbe risultavano ancora in fase di progettazione, non generando ricavi significativi. Inoltre, alla data della redazione del bilancio relativo al primo semestre 2024, la piattaforma digitale contava 901 iscritti di cui 42 agenti, 2 fornitori, 5 distributori e 9 negozi.

La fusione del mondo digitale con la realtà fisica avviene mediante il posizionamento di monitor interattivi (*kiosk*) all'interno di locali pubblici.



I *kiosk* sono dispositivi *hardware* composti da un monitor *touchscreen* e una *webcam* per il rilevamento dei dati biometrici.

I dati raccolti dalla *webcam* vengono analizzati da un sistema di intelligenza artificiale basato su un algoritmo di *machine learning*, ossia un sistema di algoritmi modellati per operare come l'apparato cerebrale umano e in grado di analizzare grandi quantità di dati.

Successivamente, le informazioni raccolte e elaborate dall'IA vengono utilizzate per alimentare un modello predittivo per la profilazione, anonima, dell'utente/consumatore (c.d. *buyer persona*). Al termine dell'analisi, che dura pochi istanti, il *kiosk* sarà in grado di suggerire prodotti e servizi in *target* con la *buyer persona*, selezionando, inoltre, le campagne pubblicitarie a più alto rendimento a seconda del contesto. È chiaro, dunque, come l'operatività dei totem rappresenti per i vendor una leva di *marketing* innovativa.

L'attività pubblicitaria svolta da Bestbe per mezzo dei totem si colloca nell'ambito del segmento pubblicitario denominato DOOH. L'utilizzo dell'IA permette di raggiungere il *target* desiderato in modo altamente accurato (c.d. *programmatic advertising*) e

consente agli inserzionisti di ottimizzare le proprie campagne raggiungendo il proprio target di riferimento in modo preciso grazie all'uso di algoritmi avanzati.

Alla data della redazione della relazione finanziaria del primo semestre 2024, Bestbe aveva installato 20 totem sul territorio italiano.

Si segnala, inoltre, che in data 26.09.2024 Bestbe ha siglato un *term-sheet* vincolante con Coin S.p.A. (catena italiana di grandi magazzini) per avviare una potenziale collaborazione commerciale avente ad oggetto l'installazione di *kiosk* all'interno di punti commerciali appartenenti alla rete Coin e l'inserimento dei prodotti a marchio Coin all'interno del *marketplace* digitale.

#### L'offerta di servizi

L'offerta di Bestbe è ampia e spazia dai prodotti fisici ai servizi, integrando tra loro *e-commerce*, *utilities* e micro-servizi. All'interno della piattaforma multiservizi, le singole offerte sono organizzate come *business unit* indipendenti che sfruttano l'infrastruttura tecnica della piattaforma e partecipano alla creazione di valore all'interno del *marketplace* Bestbe.

Le *business unit* attualmente attive sono:

- **E-commerce:** marketplace per la vendita di prodotti online
- **BeProgrammatic:** piattaforma di programmatic advertising per la vendita degli spazi pubblicitari serviti da IA sui monitor dei kiosk
- **BestbePAY:** piattaforma di servizi di pagamento che permette di pagare bollettini postali, CBILL, MAC e RAV, direttamente dal proprio computer o *smartphone*.
  - **BesbeBET:** all'interno di BestbePay, con la piattaforma BestbeBET è possibile registrarsi e ricaricare i conti di gioco su tutti i concessionari partner BestBe
- **BestbeService:** Piattaforma di vendita consulenze su mutui casa, prestiti, assicurazioni, consulenza finanziaria e debitoria, noleggio auto, prodotti energia e gas
- **Bestbex:** Circuito di pagamento interno alla piattaforma per effettuare pagamenti o acquisti

Sono, invece, in fase di sviluppo:

- **Besbecard:** per l'emissione di carte prepagate
- **Bestbecars:** piattaforma B2B per la compravendita di auto
- **Bestbefidelity:** piattaforma per programmi di fidelizzazione clienti
- **Bestbemovie** piattaforma *streaming* per il noleggio e la vendita di film e documentari

### Il modello economico

Il modello economico di Bestbe si basa, principalmente, su tre linee di ricavo:

- **Ricavi da fees (abbonamenti):** questa linea fa riferimento ai c.d. pacchetti vendor. Si tratta di abbonamenti B2B proposti alle aziende che decidono di aderire al *network* Bestbe vendendo i propri prodotti sul marketplace e usufruendo delle proposte di servizi pubblicitari (carta stampata, *digital signage*, campagne *targetizzate*...). I ricavi da *fees* sono la linea principale di ricavo del Gruppo.
- **Ricavi da provvigioni su transazioni e-commerce:** Bestbe matura provvigioni come percentuale sul fatturato derivante dalle vendite di prodotti e servizi sull' *e-commerce*
- **Ricavi da marginalità lorda sui totem:** I totem vengono forniti a Bestbe da una società terza tramite un contratto di noleggio operativo. Bestbe, a sua volta, noleggia i totem agli esercenti. Il canone pagato dagli esercenti e ricevuto da Bestbe è determinato considerando i servizi offerti insieme al totem ed è, dunque, maggiore di quello pagato da Bestbe. Bestbe si pone, dunque, come intermediario tra le due figure e genera un margine pari al differenziale tra i canoni di noleggio ricevuti dagli esercenti e pagati al fornitore dei totem.

Risulterà cruciale per Bestbe raggiungere la massa critica, in termini di bacino di utenti e numero di totem installati, necessaria per attrarre traffico sulla propria piattaforma rendendola efficiente e attrattiva per i vendor.

### Azionariato

Il capitale sociale di Bestbe risulta attualmente pari a € 9.060.431.

A seguito del raggruppamento azionario avvenuto in data 23 settembre 2024 (nel rapporto di 1:500) il capitale sociale risulta ora suddiviso in n. 3.072.238 azioni ordinarie.

L'azionista di riferimento è Ubilot S.r.l. che detiene il 67,241% del capitale sociale di Bestbe. Ubilot è una software house italiana che fa capo alle società Dalton Management S.A.G.L. (73,5%), TMC S.r.l. (12,5%), F&F 10 S.A.G.L. (5,0%) nonché alle persone fisiche Cesare Calcaterra (4,0%), Cinzia Camozzi (3,5%), Luca Peruzzotti (0,5%), Giacomo Mercalli (0,5%).

La restante parte delle azioni (32,759%) è rappresentata da flottante sul mercato.

Alla data del 12 dicembre 2024 risultano, altresì, in circolazione n. 92.171.716 *warrants* derivanti dal tiraggio delle prime due *tranches* del POC e convertibili secondo un rapporto di conversione pari a un'azione di compendio post raggruppamento ogni 500 *warrants* portati all'esercizio. Nel dettaglio, per i 22.727.272 *warrants* emessi in occasione dell'erogazione della prima *tranche* del POC (in data 22.03.2024) il prezzo di esercizio è stato fissato a €5,5 per azione. I restanti 69.444.444 *warrants* sono stati emessi in sede di erogazione della seconda *tranche* del prestito (in data 18.09.2024) ad un prezzo di esercizio di €0,45 per azione. I *warrants* potranno essere esercitati entro 60 mesi dalla data di emissione. Si segnala che tali *warrants* non sono ammessi alla negoziazione su alcun mercato regolamentato.

## Emissione del prestito obbligazionario convertibile “non-standard”

### Struttura dell'operazione

In data 23 ottobre 2023, a seguito della delibera positiva del Consiglio d'Amministrazione della società, Bestbe Holding e Alpha Blue Ocean (ABO) hanno siglato un accordo per l'emissione di un prestito obbligazionario convertibile cum warrant (POC).

ABO, attraverso la controllata Global Corporate Finance Opportunities 23 (GCF0), si è impegnata a finanziare l'emittente per un importo massimo di €6,0 milioni a fronte di una *commitment fee* pari a €300.000.

L'operazione ricade nella fattispecie dei prestiti obbligazionari convertibili “non standard” come definiti da comunicazione Consob 1/23 del 3 maggio 2023.

Questo strumento operativo prevede che l'investitore (in questo caso GCF0) si impegni a sottoscrivere, a seguito di esplicita richiesta della società emittente, in una o più *tranche*, un predeterminato numero di obbligazioni convertibili in azioni, ricevendo, a fronte di tale impegno, una *commitment fee*. La società, a sua volta, incassa le risorse finanziarie al momento della sottoscrizione di ogni *tranche* di obbligazioni convertibili.

Nel caso di Bestbe, la struttura del prestito obbligazionario (in base alla modifica approvata in CdA in data 12.02.2024) prevede l'emissione di obbligazioni convertibili in azioni Bestbe del valore unitario di €5.000. L'erogazione del prestito è suddivisa come segue: una prima *tranche* da €500.000 (n.100 obbligazioni), seguita da due *tranches* da €250.000 (n.50 obbligazioni cadauna) e da ulteriori 32 *tranches* per un controvalore di €150.000 ciascuna (n.30 obbligazioni) mentre l'ultima *tranche* ammonterà a €200.000 (n.40 obbligazioni).

### Struttura del POC ABO

- Importo finanziamento: € 6,0 milioni
  - Commitment Fee: € 0,3 milioni
- +
- Prima Tranche: € 500 k
  - Seconda e Terza Tranche: € 250 k (cadauna)
  - Tranche intermedie (n.32): € 150k
  - Ultima tranche € 200 k
- Compensabile anche tramite emissione di obbligazioni convertibili prive di warrants

Ad ogni tranche corrisponderà l'emissione di obbligazioni convertibili cum warrant del valore unitario di € 5.000 e durata di 18 mesi

*Elaborazione: Banca Finnat*

Le obbligazioni sono convertibili ad un prezzo di conversione variabile e basato sul *pricing mechanism* concordato dalle parti durante le negoziazioni. Inoltre, GCF0 potrà richiedere la conversione, totale o parziale, delle obbligazioni emesse in qualsiasi momento fermo restando che, in caso di mancata richiesta di conversione entro la

data di scadenza (18 mesi dall'emissione) delle obbligazioni, queste ultime saranno convertite automaticamente in azioni di nuova emissione.

A fronte di ciascuna emissione, inoltre, GCFO ha diritto a ricevere un numero variabile di *warrants* esercitabili entro 60 mesi dalla data di emissione. Diversamente dalle obbligazioni e dai *warrants*, non ammessi alle negoziazioni sul alcun mercato regolamentato, le azioni risultanti dalla conversione, nonché dall'esercizio dei *warrants*, saranno quotate sul mercato e prive di clausole di *selling restriction* o *lock-up*.

Ubilot, azionista di maggioranza di Bestbe Holding, ha altresì sottoscritto con ABO un accordo di prestito titoli in cui il numero di azioni prestate dovrà essere almeno pari al 100% del valore di ogni *tranche* diviso per il più recente prezzo di chiusura di Borsa delle azioni Bestbe.

Al 12.12.2024 Bestbe ha eseguito il tiraggio della prima e della seconda *tranche*. Con riferimento alla seconda, GCFO si è avvalsa del diritto di dimezzare il valore della *tranche* erogando, dunque, solo €125 migliaia. Il valore totale del POC è rimasto, comunque, invariato (€6,3 milioni incluso di *commitment fee*) e si procederà a rimodulare le successive *tranches*.

Il termine finale per la sottoscrizione di tutte le obbligazioni è fissato al 17 ottobre 2028.

#### **Finalità dell'operazione e possibili rischi**

Il ricorso all'emissione di un POC "non standard" è funzionale a:

- rafforzare la struttura operativa e amministrativa della Società,
- far fronte al fabbisogno finanziario necessario al fine di assicurare la continuità aziendale,
- riequilibrare la struttura finanziaria stessa,
- ottenere risorse finanziarie nonostante il basso merito creditizio nei confronti del sistema bancario.

L'esecuzione dell'operazione, tuttavia, comporta un effetto diluitivo certo, non pienamente stimabile, sulle partecipazioni possedute dagli attuali azionisti di Bestbe. La diluizione dipenderà dalla quota di capitale della Società effettivamente sottoscritta da GCFO in sede di conversione delle obbligazioni ed esercizio dei *warrants*.

Si segnala, inoltre, che, in aggiunta al rischio di diluizione, è presente un rischio di deprezzamento del titolo in caso di vendita sul mercato delle azioni ricevute in conversione (e derivanti dall'esercizio dei *warrants*) anche considerato che, in determinate fasi di mercato, le vendite possono non trovare adeguata contropartita nella domanda.

Al 12.12.2024 risultano emesse obbligazioni per un valore nominare pari a €925 migliaia (di cui convertite n. 72 per un valore nominale di €360.000) mentre il valore nominale delle obbligazioni ancora da emettere è pari a €5.375 migliaia.

## Risultati al 31.12.2023

€/k	FY2022 (PF)	FY2023	Var %
Ricavi operativi	0	0	
Altri ricavi e proventi	101	460	356,23
<b>Ricavi Totali</b>	<b>101</b>	<b>460</b>	<b>356,23</b>
Materie	1	0	-100,00
%	0,67	0,00	
Servizi	610	610	-0,06
%	605,86	132,72	
Godimento beni di terzi	1	0	-100,00
%	0,51	0,00	
Costo del lavoro	92	20	-77,93
%	91,39	4,42	
Oneri diversi di gestione	467	42	-91,01
%	463,32	9,13	
<b>EBITDA</b>	<b>-1.069</b>	<b>-213</b>	<b>n.a.</b>
%	n.a.	n.a.	
D&A	4	8.191	
<b>EBIT</b>	<b>-1.073</b>	<b>-8.404</b>	<b>n.a.</b>
%	n.a.	n.a.	
Proventi/(Oneri) finanziari	-195	-77	
Rettifiche	-60	-1.770	
<b>UTILE ANTE IMPOSTE</b>	<b>-1.327</b>	<b>-10.251</b>	<b>n.a.</b>
%	n.a.	n.a.	
Imposte	-24	-24	
Tax rate (%)	n.a.	n.a.	
<b>RISULTATO NETTO CONTINUOUS OPERATIONS</b>	<b>-1.303</b>	<b>-10.227</b>	<b>n.a.</b>
%	n.a.	n.a.	
Risultato netto delle discontinued operations	-476	-298	
<b>RISULTATO NETTO DEL PERIODO</b>	<b>-1.779</b>	<b>-10.525</b>	<b>n.a.</b>
%	n.a.	n.a.	
Cash Flow (Continuous Operations)	-1.299	-2.035	n.a.
PFN	-3.159	-2.860	
Patrimonio netto	-3.823	2.129	

Fonte: Bestbe Holding S.p.A.

I dati consolidati di consuntivo 2022 e 2023 sono riportati sulla base del principio contabile IFRS 5 (*non-current assets held for sale & discontinued operations*) e dunque, i risultati del ramo *education*, non più considerato strategico, sono stati contabilizzati quale attività destinata alla dismissione (*discontinued operations*). I risultati relativi alle attività continue riguardano, quindi, la sola Bestbe Holding e la controllata Bestbe S.r.l..

A consuntivo 2023 non sono stati registrati ricavi operativi in quanto la controllata Bestbe S.r.l., principale fonte di ricavo del gruppo, non ha ancora avviato la propria attività. Sono, invece, stati rilevati altri ricavi e proventi per €460 migliaia (€101 migliaia al 31.12.2022) per effetto degli incassi relativi alle lettere di garanzia dei soci per €318 migliaia.

Nonostante la struttura dei costi operativi rifletta la mancata operatività di Bestbe, i costi per servizi si sono comunque mantenuti costanti per €610 migliaia, contribuendo a un risultato operativo lordo (Ebitda) negativo pari a €213 migliaia a fronte di un margine lordo negativo per €1,1 milioni al 31.12.2022.

Il risultato operativo netto (Ebit) ha risentito fortemente della svalutazione per €8,2 milioni del valore dell'avviamento rilevato ad esito del conferimento di Bestbe S.r.l. avvenuto nel contesto della *reverse acquisition*. Tale svalutazione ha contribuito a una perdita operativa netta di periodo pari a €8,4 milioni.

A seguito della svalutazione integrale delle quote del Fondo Margot (pari a €1,8 milioni), iscritta nelle rettifiche delle attività finanziarie, la perdita netta relativa alle *continuous operations* si è attestata a €10,2 milioni a fronte di una perdita pari a €1,3 milioni al 31.12.2022.

Tenuto conto della perdita netta relativa alle attività destinate alla dismissione, pari a €298 migliaia, il gruppo Bestbe ha registrato, a consuntivo dell'esercizio 2023, una perdita pari a €10,5 milioni a fronte di una perdita di €1,8 milioni al 31.12.2022.

L'effetto negativo della perdita d'esercizio è stato parzialmente mitigato dagli aumenti di capitale legati all'operazione di acquisizione che hanno permesso al patrimonio netto di attestarsi a €2,1 milioni da un patrimonio negativo di €3,8 milioni al 31.12.2022.

L'indebitamento netto di gruppo è pari a €2,9 milioni (di cui €1,4 milioni relativi alle attività continue) da un indebitamento di €3,2 milioni al 31.12.2022.

## Risultati al 30.06.2024

€/k	1H23	1H24	Var %
Ricavi operativi	0	11	
Altri ricavi e proventi	54	1	-98,62
<b>Ricavi Totali</b>	<b>54</b>	<b>11</b>	<b>-78,97</b>
Materie	0	2	6332,43
%	0,07	20,89	
Servizi	224	637	183,82
%	414,05	5587,67	
Godimento beni di terzi	0	2	759,59
%	0,45	18,48	
Costo del lavoro	28	19	-31,93
%	52,06	168,49	
Oneri diversi di gestione	23	208	824,49
%	41,62	1829,68	
<b>EBITDA</b>	<b>-221</b>	<b>-857</b>	<b>n.a.</b>
%	n.a.	n.a.	
D&A	2	19	
<b>EBIT</b>	<b>-223</b>	<b>-876</b>	<b>n.a.</b>
%	n.a.	n.a.	
Proventi/(Oneri) finanziari	-53	10	
Rettifiche	-723	0	
<b>UTILE ANTE IMPOSTE</b>	<b>-1.000</b>	<b>-866</b>	<b>n.a.</b>
%	n.a.	n.a.	
Imposte	0	0	
Tax rate (%)	n.a.	n.a.	
<b>RISULTATO NETTO CONTINUOUS OPERATIONS</b>	<b>-1.000</b>	<b>-866</b>	<b>n.a.</b>
%	n.a.	n.a.	
Risultato netto delle discontinued operations	-91	-2.847	
<b>RISULTATO NETTO DEL PERIODO</b>	<b>-1.091</b>	<b>-3.713</b>	<b>n.a.</b>
%	n.a.	n.a.	
Cash Flow (Continuous Operations)	-998	-847	n.a.
PFN	-2.860*	-3.334	
Patrimonio netto	2.129*	-1.180	

Fonte: Bestbe Holding S.p.A.; (\*) dati al 31.12.2023

I risultati al 30.06.2024 del gruppo Bestbe sono stati significativamente influenzati dal differito avvio dell'operatività della controllata Bestbe S.r.l. nonché dalla ritardata cessione del ramo *education* inizialmente programmate nel corso del primo trimestre 2024.

In continuità con la relazione finanziaria al 31.12.2023, anche i risultati semestrali sono riportati sulla base del principio contabile IFRS 5, contabilizzando i risultati del ramo *education* quale destinato alla dismissione (*discontinued operations*). Tali attività sono quindi state definitivamente cedute in data 09.09.2024.

Il primo semestre 2024 ha segnato l'avvio dell'operatività, seppur significativamente differita, della controllata operativa Bestbe S.r.l. che ha registrato ricavi per €11 migliaia. Alla data di redazione della relazione semestrale, infatti, la piattaforma digitale Bestbe contava solo 901 utenti di cui 42 agenti, 2 fornitori, 5 distributori e 9 negozi (20 i totem installati).

Il margine operativo lordo (Ebitda) si è attestato in perdita per €857 migliaia, rispetto ad una perdita lorda di €221 migliaia al 30.06.2023, per effetto: i) dei maggiori costi per servizi passati da €224 migliaia al 30.06.2023 a €637 migliaia e ii) dell'aumento degli altri oneri di gestione (da €23 migliaia a €208 migliaia) relativi ad alcune sanzioni tributarie riferite alle rottamazioni dei debiti tributari.

In scia all'andamento negativo dell'Ebitda, il risultato operativo netto (Ebit) si è attestato in perdita per €876 migliaia da una perdita operativa netta di €223 migliaia al 30.06.2023.

Il risultato netto delle *continuous operations* è emerso quindi negativo per €866 migliaia rispetto a una perdita di €1,0 milione al 30.06.2023 che aveva recepito una svalutazione del Fondo Margot per €723 migliaia iscritta nelle rettifiche delle attività finanziarie. La perdita del ramo *education* (destinato alla vendita) per €2,8 milioni ha determinato una perdita netta di gruppo, per il semestre, attestata a €3,7 milioni da una perdita di €1,1 milioni al 30.06.2023.

Il patrimonio netto del gruppo ha patito la perdita d'esercizio risultando quindi negativo per €1,2 milioni (da un valore positivo di €2,1 milioni al 31.12.23) mentre l'indebitamento netto è pari a €3,3 milioni (di cui €1,9 milioni relativi alle attività continue) da €2,9 milioni al 31.12.2023.

---

## Valuation

Il ricorso al prestito obbligazionario convertibile cum warrant, con termine finale fissato a ottobre 2028, pone sulla società un rischio certo, al momento non pienamente quantificabile, non solo di forte diluizione per gli attuali azionisti ma anche un potenziale rischio di deprezzamento del titolo stesso. Riteniamo che la sottoscrizione di ulteriori *tranches* del POC risulti inevitabile al fine di far fronte al fabbisogno finanziario in assenza di flussi di cassa operativi. Tuttavia, non è possibile stimare la diluizione massima in quanto quest'ultima dipenderà dalla quota di capitale della Società effettivamente sottoscritta da GCFO in sede di conversione delle obbligazioni e di eventuale esercizio dei *warrants*.

Inoltre, il venir meno delle *assumptions* previste nel *business plan* approvato in data 07.12.2023, a causa del protrarsi delle trattative per la cessione del comparto *education* e del mancato avvio dell'operatività di Bestbe s.r.l., riduce notevolmente la visibilità sulle *performance* future del gruppo, rendendo difficoltosa la stima di dati finanziari prospettici sulla base di tendenze affidabili.

Per tali ragioni, riteniamo di non avere, ad oggi, basi fondamentali sufficienti per poter formulare una raccomandazione e un *target price* sul titolo.

---

**Rating System (orizzonte temporale di 12 mesi)**

---

**BUY (acquistare):** qualora il target price risulti superiore di oltre il 15% rispetto al prezzo corrente di mercato

**HOLD (mantenere):** qualora il target price risulti compreso nel range +/-15% rispetto al prezzo corrente di mercato

**SELL (vendere):** qualora il target price risulti inferiore di oltre il 15% rispetto al prezzo corrente di mercato

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

**Banca Finnat Research Rating Distribution****30/09/2024**

	<b>BUY</b>	<b>HOLD</b>	<b>SELL</b>	<b>N.R.</b>
N° Ricerche emesse ultimi 12 mesi: 32				
Percentuali di raccomandazioni sul totale ricerche	81%	3%	10%	6%
Percentuali di società coperte alle quali Banca Finnat offre servizi di investimento	100%	100%	100%	100%

## DISCLAIMER

### *Informazioni generali*

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

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

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

### *Fonti e modelli di valutazione*

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

Gli analisti della Banca utilizzano modelli standard di valutazione riconosciuti a livello internazionale, tra cui, a titolo esemplificativo, Discounted Cash Flow Model (DCF), Economic Value Added (EVA) e NAV Method (Net Asset Value). Qualunque sia il metodo di valutazione utilizzato, esiste un rischio significativo che il prezzo target non sia raggiunto entro i tempi previsti nella ricerca. Per maggiori informazioni sul documento metodologico si rinvia al sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e ricerche (al seguente link <https://www.bancafinnat.it/it/documentazione/14/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>).

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

### *Copertura e aggiornamento*

L'elenco degli emittenti coperti dall'Ufficio Studi e Ricerche è disponibile nell'apposita sezione del sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche (al seguente link <https://www.bancafinnat.it/it/documentazione/14/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>).

Banca Finnat fornisce copertura continua degli emittenti seguiti, aggiornando le ricerche di regola con cadenza semestrale. Inoltre, la Banca può pubblicare altre tipologie di ricerche più sintetiche (denominate flash company note) a seguito della pubblicazione delle relazioni contabili periodiche e a qualsiasi evento (di carattere ordinario od eccezionale) inerente l'Emittente.

Lo storico delle raccomandazioni di investimento nel tempo formulate e il prezzo target relativo all'emittente sono riportati nella parte finale della ricerca, sezione "Valuation", nonché sul sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche (<https://www.bancafinnat.it/it/documentazione/14/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>)<sup>1</sup>.

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

---

***Informazioni sugli interessi e sui conflitti di interessi***

La presente ricerca è prodotta su incarico remunerato da parte dell'emittente. Si comunica, inoltre, che Banca Finnat svolge il ruolo di specialist in favore dell'emittente.

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

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

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

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

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

Per maggiori informazioni si rinvia al sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche (<https://www.bancafinnat.it/it/documentazione/14/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>).

***Distribuzione***

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