

RACCOMANDAZIONE
No rating (da Under Review)

Target Price
No rating (da Under Review)

Sipario Movies S.p.A.

Settore: Produzione cinematografica
Codice negoziazione Bloomberg: IE IM*
Mercato: Euronext Growth Milan

Prezzo al 30/09/2024
0,427 € (price at market close)

Capitalizzazione di Borsa: 15.346.895 €
Numero di azioni: 35.941.206
Patrimonio netto al 30.06.2024: -12.884.000 €

(*) le azioni della società sono attualmente sospese dalle contrattazioni

**Data ed ora
di produzione:**
14.02.2025 ore 11:40

**Data ed ora
di prima diffusione:**
14.02.2025 ore 15:00

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

- Il Gruppo Sipario Movies è un global production group specializzato nella produzione di contenuti cinematografici e televisivi tra i quali web serie, film, TV show e short TV show.
- La società è quotata su Euronext Growth Milan.
- Il primo semestre 2024 è risultato particolarmente critico per la società. Il rallentamento delle attività produttive, la seria riduzione delle lavorazioni delle pratiche di tax credit da parte del Ministero della Cultura, nonché l'abbandono di alcuni progetti, in passato considerati fondamentali nell'ambito del business, sono solo alcuni fattori che hanno determinato, nel periodo, una forte riduzione del risultato operativo (Ebit), passato da un utile operativo di €2,6 milioni al 30 giugno 2023 a una perdita operativa per €95,4 milioni al 30 giugno 2024. Nel periodo la società ha anche effettuato significative svalutazioni relative, principalmente, alla library e ai crediti verso clienti, insieme a consistenti accantonamenti a fondo rischi e oneri.
- Il primo semestre si è quindi chiuso con una perdita netta pari a €106,5 milioni (rispetto all'utile netto di Gruppo per €608 migliaia al 30 giugno 2023) che ha reso il patrimonio netto negativo per €12,9 milioni (al 31 dicembre 2023 positivo per €93,6 milioni), determinando la necessità di ricorrere ad una inderogabile ricapitalizzazione anche a ragione di una perdita netta ampliata a €117,75 milioni al 30 novembre 2024, con contestuale patrimonio netto negativo giunto a €26,7 milioni.
- L'indebitamento netto adjusted (al netto di €2,6 milioni relativi all'applicazione dell'IFRS 16) è passato da €39,3 milioni al 31 dicembre 2023 a €44,5 milioni, causando crescenti difficoltà nell'ottenimento di nuova finanza.
- In data 13 settembre 2024 Andrea Iervolino ha presentato le proprie dimissioni dalla carica di presidente, amministratore delegato e consigliere della società, per divergenze di vedute, con l'azionista MB Media SA (società riconducibile a Monika Bacardi), in merito alle linee strategiche da perseguire.
- Al momento riteniamo non sussistano basi fondamentali sufficienti per poter formulare stime prospettiche e giungere ad una raccomandazione e/o un target price.

Attività e Strategie

Sipario Movies S.p.A. è un global production group specializzato nella produzione di contenuti cinematografici e televisivi, tra cui web serie, film, TV show e short TV show.

La società è quotata su Euronext Growth Milan ma a far data dal 1° ottobre 2024 i suoi titoli risultano sospesi dalle contrattazioni. Il 21 ottobre 2024 le azioni della società sono anche state revocate dalle negoziazioni su Euronext Growth Paris.

Il gruppo è attualmente composto dalle seguenti società:

- **Sipario Movies:** società specializzata nella produzione di film, serie TV, web show e fornitura di servizi a produttori terzi, relativi alla gestione dei diritti d'autore.
- **ILBE Studios d.o.o.:** si occupa della produzione esecutiva di contenuti animati per produttori terzi.
- **Arte Video:** attiva nella produzione di alta qualità di video, film, contenuti animati e multimediali nonché nelle attività di post-produzione.
- **Wepost:** studio di post-produzione.
- **Red Carpet:** punto di riferimento nazionale per le attività di VIP casting per primarie produzioni televisive italiane; si occupa, inoltre, della produzione di contenuti video per la televisione e il web.
- **SoBe Sport:** operatore nel settore della comunicazione e marketing in ambito sportivo.
- **Maestro Distribution S.r.l.:** società di sviluppo, consulenza e distribuzione che fornisce, inoltre, servizi di consulenza a terze parti per la gestione di library.

Azionariato e governance

Il capitale sociale di Sipario Movies ammonta a €1.437.580,03 ed è suddiviso in n. 35.941.206 azioni ordinarie. MB Media SA (società posseduta al 100% da Monika Bacardi) detiene il 22,19% del capitale, IA Media SA (società riconducibile al 100% ad Andrea Iervolino) detiene il 30,66% del capitale mentre Sport Finance SA ne detiene il 24,0%. Una restante quota, pari al 23,16%, è costituita da flottante sul mercato.

In data 13 marzo 2024 Monika Bacardi ha presentato le proprie dimissioni dalla carica di Consigliere di amministrazione.

In data 13 settembre 2024 Andrea Iervolino ha anch'esso presentato le proprie dimissioni dalle cariche di Presidente del Consiglio di amministrazione, amministratore delegato e membro dello stesso Consiglio per divergenze di vedute, con l'azionista MB Media SA (società riconducibile a Monika Bacardi), in merito alle linee strategiche della società.

Successivamente alle dimissioni di Andrea Iervolino, altri componenti del Consiglio di amministrazione hanno rassegnato le proprie dimissioni ed il giorno 21 ottobre 2024 l'Assemblea degli azionisti è stata chiamata a deliberare in merito alla nomina di un nuovo Consiglio di amministrazione. Nella stessa sede è stata deliberata un'azione di responsabilità nei confronti di Andrea Iervolino. Dopo pochi giorni tutti i nuovi membri del Consiglio hanno presentato le proprie dimissioni. Una nuova Assemblea degli azionisti, in data 2 dicembre 2024, ha nominato un nuovo Consiglio di amministrazione, tuttora in carica.



Nel mese di gennaio 2025 si sono dimessi anche tre sindaci e una nuova Assemblea degli azionisti, convocata in data 29 gennaio 2025, ha deliberato di promuovere un'azione di responsabilità nei confronti dei sindaci attuali e precedenti. La stessa Assemblea ha deliberato un'azione di responsabilità anche nei confronti dei precedenti consiglieri.

Dopo le dimissioni di Andrea Iervolino, la società ha inizialmente cambiato denominazione in Lady Bacardi Media S.p.A. e, successivamente, in Sipario Movies S.p.A.

Sipario Movies ha convocato l'Assemblea straordinaria degli azionisti per il 18 febbraio 2025 in prima convocazione e per il 20 febbraio 2025 in seconda convocazione. L'Assemblea è chiamata ad approvare la situazione patrimoniale ed economica della società al 30 novembre 2024 e ad adottare provvedimenti volti a ricostituire il capitale sociale a seguito della sua riduzione al di sotto del minimo di legge.

In merito a tale convocazione, il consigliere Nicola Cinelli ha inviato una lettera al Consiglio di amministrazione e al Presidente del Collegio sindacale contestando le modalità e il contenuto dei punti all'ordine del giorno. Secondo quanto affermato dal consigliere, l'avviso di convocazione conterrebbe inesattezze tali da rendere la proposta di delibera formulata non chiara e fuorviante. Inoltre, la Relazione illustrativa del Consiglio di amministrazione per l'Assemblea straordinaria non corrisponderebbe alla versione approvata dal Consiglio di amministrazione stesso.

Il Presidente del Consiglio di amministrazione ha risposto alla lettera affermando che il suo contenuto è volto a creare ostruzionismo rispetto ai tentativi del Consiglio di porre rimedio alla situazione di insolvenza della società e al perseguimento delle responsabilità in capo alla passata gestione. Il Presidente del Consiglio di amministrazione ha ribadito, inoltre, che il Presidente del Collegio sindacale è sospeso per motivi disciplinari dall'Ordine dei dottori commercialisti.

Sipario Movies ha reso noto che, al 13 febbraio 2025, non ha ricevuto alcun impegno né manifestazione di interesse da parte degli attuali azionisti né da terzi per la sottoscrizione di un eventuale aumento di capitale sociale. In precedenza, l'azionista MB Media SA ha effettuato un versamento da €1,5 milioni in conto aumento di capitale futuro.

Gestione dei Government Grants

Una importante parte dei ricavi e proventi del Gruppo proviene dai cosiddetti Government Grants (tax credits o altri contributi al costo di produzione) i quali vengono usualmente contabilizzati tra i ricavi in correlazione alla realizzazione dei ricavi da concessione di diritti di distribuzione internazionale ed alla realizzazione dei back-end, avuto riguardo alla ragionevole certezza dell'incasso. L'incasso avviene, mediamente, a 18 mesi dalla consegna commerciale dell'opera.

In data 22 aprile 2024 la capogruppo ha ricevuto una comunicazione da parte del Ministero della Cultura (MIC) con la quale è stata richiesta la documentazione relativa a n. 38 pratiche di tax credit presentate per gli anni dal 2019 in poi. Con comunicazioni del 30 aprile 2024 e del 10 luglio 2024 inviate al MIC, Andrea Iervolino ha rinunciato a numerose e significative produzioni che costituivano una parte preponderante del business plan della società per gli anni 2024-2026 e che avrebbero dovuto generare, per la società, un tax credit complessivo prospettico pari a €43,66 milioni. Nel mese



di luglio 2024 Andrea Iervolino ha rinunciato, per conto della controllata Tatatu S.p.A., anche alla produzione del film "Maserati" le cui riprese sono tuttavia iniziate nel mese di dicembre dello stesso anno con utilizzo non autorizzato, secondo la Sipario Movies, di risorse societarie. La pratica aperta dal MIC è ancora in corso.

Risultati al 30 giugno 2024

€/k	1H2024	1H2023	Var %
Ricavi	52.010	48.118	8,09
Altri ricavi e proventi	67	171	-60,82
Tax credit e altri government grant	14.418	11.707	23,16
VALORE DELLA PRODUZIONE	66.495	59.996	10,83
Materie prime	74	65	13,85
%	0,11	0,11	
Servizi	11.073	12.171	-9,02
%	16,65	20,29	
Costo del lavoro	2.798	2.377	17,71
%	4,21	3,96	
Altri costi operativi	3.954	145	2626,90
%	5,95	0,24	
Ammortamenti, svalutazioni e accantonamenti	143.971	42.619	237,81
EBIT	-95.375	2.619	
%	n.a.	4,37	
Oneri (proventi) finanziari	2.566	1.225	109,47
UTILE ANTE IMPOSTE	-97.941	1.394	
%	n.a.	2,32	
Imposte	8.575	709	1109,45
Tax rate (%)	n.a.	50,86	
RISULTATO NETTO	-106.516	685	
%	n.a.	1,14	
Minorities	-	77	
RISULTATO NETTO DI GRUPPO	-106.516	608	
%	n.a.	1,01	
Indebitamento netto adjusted^	44.496	39.296*	
Patrimonio netto	-12.884	93.624*	

Fonte: Sipario Movies; (*) dati al 31 dicembre 2023; (^) al netto di €2,6 milioni relativi all'applicazione dell'IFRS 16



A consuntivo del primo semestre 2024, Sipario Movies ha registrato un valore della produzione pari a €66,5 milioni, in crescita del 10,8% rispetto ai primi sei mesi del 2023. La maggior parte dei ricavi è attribuibile a produzioni cinematografiche, ovvero alle concessioni di diritto di sfruttamento delle intellectual properties effettuate nel corso del periodo (per €36,7 milioni) e alle attività di services (per €11,4 milioni). Come affermato dalla Sipario Movies stessa, il Gruppo utilizza principalmente la compensazione per incassare i crediti relativi: i crediti vengono compensati con debiti riferiti al cliente stesso (o ad altro fornitore) senza quindi transitare nelle disponibilità liquide. Al 30 giugno 2024 il 68% del totale dei ricavi era soggetto a questo metodo di contabilizzazione. Per quanto riguarda, invece, i tax credit e altri government grants, si tratta soprattutto di agevolazioni fiscali derivanti dai crediti di imposta concessi alle imprese di produzione cinematografica.

Nel corso del primo semestre del 2024 la società ha abbandonato alcuni progetti, tra i quali Big Dino, Danny Dino, East End e Bud Spencer, i cui costi sono stati contabilizzati sotto la voce "altri costi operativi", in crescita da €145 migliaia al 30 giugno 2023 a €3,95 milioni.

Oltre all'abbandono di alcuni progetti, i dati al semestre si sono caratterizzati per una forte crescita degli ammortamenti, delle svalutazioni e degli accantonamenti. Gli ammortamenti seguono l'applicazione del "film forecast computation method", secondo il quale l'ammortamento viene determinato, alla data del bilancio, in relazione alla vita utile dell'asset e stimato prudenzialmente sull'orizzonte temporale di massimo quattro anni. Al 30 giugno 2024 gli ammortamenti complessivi sono risultati pari a €60,6 milioni rispetto ai €42,6 milioni dello stesso periodo del 2023 (+42,2%). Le svalutazioni hanno interessato, in primis, i "caratteri" di Arctic Justice (per €7,7 milioni) e i diritti di sfruttamento della pipeline (per €13,5 milioni). Sipario Movies ha giustificato questa operazione come azione necessaria a riassorbire l'enorme gap tra il prezzo al quale tale pipeline è stata trasferita alla Sipario Movies dagli intermediari della catena contrattuale. La società ha poi effettuato una svalutazione da impairment pari a €27,7 milioni delle attività di services relative a ILBE Studio d.o.o. a seguito di una verifica sulla recuperabilità di tali attività. Sono stati, inoltre, accantonati €29 milioni al fondo rischi e oneri al fine di fronteggiare probabili contenziosi fiscali per compensazione di crediti "ricerca e sviluppo" e minore Ires e Irap versata, possibili contenziosi relativi al tax credit per produzioni cinematografiche, nonché spese legali per attuali e futuri procedimenti giudiziari.

La società ha così chiuso il semestre con un risultato operativo (Ebit) negativo per €95,4 milioni rispetto all'utile operativo per €2,6 milioni registrato al 30 giugno 2023 e con una perdita netta di €106,5 milioni rispetto all'utile netto di Gruppo di €608 migliaia del primo semestre del 2023. Il patrimonio netto risulta (al 30 giugno 2024) negativo per €12,9 milioni rispetto ai €93,6 milioni al 31 dicembre 2023 e negativo per €26,7 milioni al 30 novembre 2024 a seguito di una perdita netta, alla stessa data, ampliata a €117,75 milioni, determinando una riduzione del capitale sociale oltre il limite di legge. Il Consiglio di amministrazione ha, quindi, deliberato di convocare l'Assemblea degli azionisti per deliberare in merito al ripristino del capitale sociale.

L'indebitamento netto adjusted è passato da €39,3 milioni al 31 dicembre 2023 a €44,5 milioni al 30 giugno 2024. Nel corso degli anni, la società ha fatto ricorso sia all'indebitamento bancario che a due basket bond che prevedono specifici covenants finanziari. La società ha reso noto che al momento della redazione della Relazione semestrale non sono disponibili risorse finanziarie sufficienti per soddisfare né i creditori (finanziari e commerciali) né da destinare agli investimenti.

Raccomandazioni emesse sul titolo Sipario Movies nei 12 mesi precedenti

Date	Rating	Target Price	Market Price
11.06.2024	Under review	-	0,465 €
22.04.2024	Buy	1,67 €	0,538 €

Rating System (orizzonte temporale di 12 mesi)

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

HOLD (mantenere): qualora il target price sia 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 determinare una raccomandazione e/o un target price

Banca Finnat Research Rating Distribution	31/12/2024			
N° Ricerche emesse ultimi 12 mesi: 30	BUY	HOLD	SELL	N.R.
Percentuali di raccomandazioni sul totale ricerche	80%	3%	3%	14%
Percentuali di società coperte alle quali Banca Finnat offre servizi di investimento	100%	100%	100%	100%

INCOME STATEMENT (Eur k)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Valore della produzione	161.000	172.629	-	-	-	-
Materie prime	219	143	-	-	-	-
Servizi	24.986	21.359	-	-	-	-
Beni di terzi	0	0	-	-	-	-
Valore Aggiunto	135.795	151.127	-	-	-	-
Costo del lavoro	5.828	5.018	-	-	-	-
Oneri diversi di gestione	352	296	-	-	-	-
Ammortamenti & Svalutazioni	119.865	135.376	-	-	-	-
EBIT	9.750	10.437	-	-	-	-
Oneri (Proventi) finanziari	5.212	3.013	-	-	-	-
Utile Ante Imposte	4.538	7.424	-	-	-	-
Imposte	1.014	2.675	-	-	-	-
Tax-rate (%)	22%	36%	-	-	-	-
Risultato Netto	3.524	4.749	-	-	-	-
Minorities	48	-	-	-	-	-
RISULTATO NETTO DI GRUPPO	3.476	4.749	-	-	-	-
Cash Flow	123.389	140.125	-	-	-	-
BALANCE SHEET (Eur k)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Patrimonio Netto di Gruppo	89.278	93.584	-	-	-	-
Totale Patrimonio Netto	89.370	93.624	-	-	-	-
PFN	-25.786	-41.654	-	-	-	-
CIN	115.156	135.278	-	-	-	-
FINANCIAL RATIOS (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT margin	6,06	6,05	-	-	-	-
Net margin	2,16	2,75	-	-	-	-
ROI	8,47	7,72	-	-	-	-
ROE	3,89	5,07	-	-	-	-
GROWTH (%)	2.022	2.023	2024E	2025E	2026E	2027E
Value of Production	5,70	7,22	-	-	-	-
EBIT	-58,51	7,05	-	-	-	-
Net Profit	-81,14	36,62	-	-	-	-
Cash Flow	-7,36	13,56	-	-	-	-
VALUATION METRICS	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
EPS	0,10	0,13	-	-	-	-
P/E	4,35	3,23	-	-	-	-
P/CF	0,12	0,11	-	-	-	-
P/BV	0,17	0,16	-	-	-	-
EV/SALES	0,29	0,40	-	-	-	-
EV/EBIT	4,22	5,46	-	-	-	-
CFPS	3,43	3,90	-	-	-	-
BVPS	2,49	2,60	-	-	-	-

Fonte: Sipario Movies

DISCLAIMER

Informazioni generali

La ricerca è stata preparata da Donatella Dragas, 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 (al seguente link <https://www.bancafinnat.it/it/documentazione/14/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>)¹.

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.

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

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.