

# Centrale del Latte di Torino & C.

**RATING: BUY**  
**30 agosto 2012**

REPORT DI AGGIORNAMENTO SUI  
RISULTATI 1H '12 della CENTRALE LATTE  
TORINO & C. redatto da BIM in qualità di  
SPECIALIST

Prezzo: 1.58 euro (29/08/2012)  
n. azioni: 10 mln  
Capitalizzazione.: 15,8 mln euro  
Flottante: 35.96%  
Prezzo min. 52 sett.: 1.388 euro  
(27/07/12)  
Prezzo max 52 sett.: 2.06 euro  
(30/08/11)

Mercato di quotazione: STAR

**Andrea Andreis**  
+39 011 082 8500  
andrea.andreis@bancaintermobiliare.com

## PEGGIORATO MIX DEI RICAVI A CAUSA DELL'OSTICO SCENARIO

FY	Ricavi	EBITDA	Utile netto	EV/SALES	EV/EBITDA	P/E
2010	101.4	7.8	1.0	0.50	6.5	24.1
2011	103.4	6.5	-1.0	0.43	6.9	Neg.
2012 E	105.1	7.5	-0.6	0.36	5.0	Neg.
2013 E	107.5	8.2	0.4	0.32	4.2	N.s.

Centrale del Latte di Torino ha chiuso il 2Q '12 con risultati un pò **inferiori** alle nostre attese a causa dell'impatto più negativo del previsto dal debole **contesto** dei **consumi**, che ha penalizzato il mix dei ricavi e, conseguentemente, i livelli di redditività operativa.

Il **fatturato** si è attestato a 25.6 mln, in **flessione** dello **0.8%** su base annua, in netto rallentamento su base sequenziale (1Q +3.2%). La debolezza ha riguardato il segmento del latte fresco (-2.6%), delle insalate di IV gamma (-8.6%) e degli Altri Prodotti Confezionati (-3.6%), parzialmente compensati dalla conferma della crescita del latte UHT (+2.8%) e yogurt (8.4%).

L'**EBITDA** è **cresciuto** del **17.9%** a 1.5 mln, con EBITDA margin del 5.8% rispetto ai livelli superiori al 7% dei due precedenti trimestri, a causa del peggiorato mix del fatturato, che è stato contrastato con una ulteriore azione sui costi. La bottom line è stata negativa per 0.5 mln, impattata per 0.2 mln di costi non ricorrenti riguardanti la cessione parziale di un terreno.

In termini di **guidance** la società ha fornito una indicazione di **conferma** dei risultati raggiunti nel corso del primo semestre, tenuto conto della sostanziale stabilità del prezzo del latte e del contenimento dei costi operativi, in uno scenario ancora difficile per i consumi di beni alimentari.

Abbiamo rivisto al ribasso le stime di ricavi e EBITDA '12 rispettivamente del del 2% e del 6% per tenere conto dell'andamento più debole del previsto dei consumi, in particolar modo sulla crescita attesa dello stabilimento di Vicenza. Per quanto riguarda il cash flow, abbiamo migliorato la stima di indebitamento da 29 mln a 26.7 mln, incorporando investimenti inferiori al previsto (0.6 mln Vs 2 mln) e l'incasso dei crediti IVA verificatosi nel primo semestre (1 mln).

La valutazione DCF del gruppo si conferma in area 2.2 euro, con un potenziale upside superiore al 40%, che ci porta a **confermare** la raccomandazione di **BUY**.

Pensiamo che il titolo sconti ampiamente il contesto macroeconomico sfavorevole, senza tener conto dei benefici connessi a:

- la stabilizzazione dei prezzi del latte crudo alla stalla su livelli inferiori a quelli dello scorso anno;
- l'attesa inversione del trend di generazione di cassa, sia sul fronte investimenti che sul circolante (beneficio potenziale dall'accorciamento dei tempi d'incasso da parte della GDO, prudenzialmente non ancora fattorizzato nelle nostre stime).

Da un punto di vista patrimoniale, le valutazioni sono sacrificate se si considera che il nuovo stabilimento di Vicenza, uno dei più moderni d'Europa, non ancora a regime, ha comportato investimenti per ca. 30 mln, corrispondenti a ca. 70% dell'Enterprise Value corrente (Vs. ca. 25% dei ricavi consolidati '11).

**RISULTATI SECONDO TRIMESTRE: flessione della top-line con peggioramento del mix**

Centrale del Latte di Torino ha chiuso il 2Q '12 con risultati leggermente inferiori alle nostre attese, a causa dell'impatto più negativo del previsto dal debole contesto dei consumi.

Il gruppo ha terminato il trimestre con **ricavi** pari a **25.6 mln**, in **flessione** dello **0.8%** su base annua, in netto rallentamento rispetto al +3.2% del primo trimestre.

In termini di mix, la categoria core del latte fresco ha mostrato una flessione del 2.6%, a seguito di un calo delle vendite prossimo al 5% in Piemonte e in Veneto, in parte compensato dal recupero verificatosi in Liguria, che lo scorso anno aveva risentito di una significativa guerra di prezzo, venuta poi meno nella seconda parte dell'anno. Sono stati deboli anche i segmenti delle insalate di IV gamma (-8.6%), maggiormente sensibili al debole scenario dei consumi, e degli Altri Prodotti Confezionati (-3.6%). In termini positivi, invece, da segnalare la conferma della crescita del latte UHT (+2.8%) e yogurt (8.4%).

L'**EBITDA** è risultato in aumento del **17.9%** su base annua a **1.5 mln**, beneficiando dei minori costi d'acquisto della materia prima latte. L'**EBITDA margin** si è attestato al 5.8% rispetto a oltre il 7% dei due precedenti trimestri, a causa dello spostamento del mix dei ricavi verso segmenti meno profittevoli.

L'**EBIT** è stato prossimo al break-even, mentre il **risultato netto** è stato **negativo** per **0.5 mln**, impattato per 0.2 mln di costi non ricorrenti riguardanti la cessione parziale di un terreno di proprietà sito in Veneto a titolo gratuito.

**Gruppo Centrale del Latte – Risultati secondo trimestre 2012**

	2Q 2012	2Q 2011	Var.% YoY	pesi % 2Q '12	pesi % 2Q '11
<b>RICAVI</b>	<b>25.6</b>	<b>25.8</b>	<b>-0.8%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>
Latte Fresco	11.3	11.6	-2.6%	44.3%	45.2%
Latte UHT	4.7	4.6	2.8%	18.3%	17.7%
Yogurt	2.3	2.1	8.4%	9.0%	8.2%
Prodotti IV gamma	1.5	1.6	-8.6%	5.9%	6.4%
Latte e panna sfusi	0.9	0.8	15.3%	3.5%	3.0%
Altri prodotti confezionati	4.9	5.0	-3.6%	19.0%	19.6%
<b>EBITDA</b>	<b>1.5</b>	<b>1.3</b>	<b>17.9%</b>		
<b>EBITDA margin (%)</b>	<b>5.8%</b>	<b>4.9%</b>			
Ammortamenti	1.4	1.4	-1.6%		
<b>EBIT</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>N.s.</b>		
<b>EBIT margin (%)</b>	<b>0.4%</b>	<b>-0.5%</b>			
Prov./(oneri) non ricorrenti	-0.2	-0.2			
<b>Risultato operativo</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.4</b>	<b>N.s.</b>		
Prov./(oneri) finanziari	-0.4	-0.3			
<b>Utile ante imposte</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.7</b>	<b>N.s.</b>		

Fonte: Banca Intermobiliare

**RISULTATI PRIMO SEMESTRE 2012: lieve miglioramento operativo associato alla riduzione della leva finanziaria**

Il primo semestre si è chiuso con ricavi e EBITDA pari rispettivamente a 52.6 mln (+1.2%) e a 3.5 mln (+13.8%). Il risultato netto è stato negativo per 0.7 mln (-0.6 mln). Va detto che, rispetto allo stesso periodo dello scorso anno, la parte bassa del conto economico è penalizzata per 0.5 mln da oneri finanziari di attualizzazione del Trattamento di Fine Rapporto, dalla natura non-cash.

**Gruppo Centrale del Latte – Breakdown ricavi 1H '12 per segmento e regione di riferimento**

	Piemonte	Var. %	Liguria	Var. %	Veneto	Var. %	Altre	Totale	Var. %
Latte Fresco	12.5	-5%	7.0	7%	4.1	-4%		23.5	-1%
Latte UHT	6.5	6%	1.0	-1%	2.6	4%		10.0	5%
Yogurt	1.0	-3%	0.5	23%	2.8	13%		4.4	10%
Prodotti IV gamma	1.4	-4%	1.2	-11%	0.3	-2%		2.8	-7%
Latte e panna sfusi	0.4	17%	0.3	N.s.	0.5	N.s.	0.8	2.0	9%
Altri Prod. Confez.	2.6	10%	5.0	-1%	2.2	-2%		9.8	2%
<b>Totale</b>	<b>24.4</b>	<b>-0.3%</b>	<b>14.9</b>	<b>4.0%</b>	<b>12.5</b>	<b>3.0%</b>	<b>0.8</b>	<b>52.6</b>	<b>1.2%</b>

Fonte: Società

**Gruppo Centrale del Latte – Risultati 1H '12**

	1H 2012	1H 2011	Var.% YoY
<b>RICAVI</b>	<b>52.6</b>	<b>51.9</b>	<b>1.2%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>3.5</b>	<b>3.1</b>	<b>13.8%</b>
<b>EBITDA margin (%)</b>	<b>6.7%</b>	<b>6.0%</b>	
<b>EBIT</b>	<b>0.8</b>	<b>0.3</b>	<b>High</b>
<b>EBIT margin (%)</b>	<b>1.4%</b>	<b>0.6%</b>	
Prov./(oneri) non ricorrenti	-0.2	-0.2	
<b>Risultato operativo</b>	<b>0.6</b>	<b>0.1</b>	<b>High</b>
Prov./(oneri) finanziari	-1.0	-0.6	
<b>Utile ante imposte</b>	<b>-0.4</b>	<b>-0.5</b>	<b>N.s.</b>
<b>Risultato netto</b>	<b>-0.7</b>	<b>-0.6</b>	<b>N.s.</b>

Fonte: Banca Intermobiliare

L'**indebitamento** finanziario netto si è attestato a **28.7 mln**, in **flessione di 3.2 mln rispetto a fine 2011** (3.4 mln al netto dei dividendi). La flessione del debito beneficia per ca. 1 mln della riduzione dei crediti IVA, la cui entità resta comunque rilevante (ca. 4 mln), e di investimenti particolarmente limitati (0.1 mln Vs. 1.1 mln 1H '11).

Nel corso del semestre, la gestione del capitale circolante operativo non ha liberato cassa in maniera rilevante. Ricordiamo che per quanto riguarda la voce *Fornitori*, il gruppo si è già in larga misura adeguato alla nuova normativa che fissa il termine di pagamento per le merci deperibili a 30 giorni; per contro, questa normativa, che entrerà ufficialmente in vigore da fine ottobre, non è stata ancora recepita dai clienti del gruppo, la maggior parte dei quali sono rappresentati dalla Grande Distribuzione Organizzata (ca. 50% ricavi).

### AGGIORNAMENTO PREVISIONI - VALUTAZIONE

In termini di guidance la società ha fornito una indicazione di conferma dei risultati raggiunti nel corso del primo semestre, tenuto conto della sostanziale stabilità del prezzo del latte e del contenimento dei costi operativi, in uno scenario ancora difficile per i consumi di beni alimentari.

Abbiamo rivisto al ribasso le stime di ricavi e EBITDA '12 rispettivamente del 2% e del 6% per tenere conto dell'andamento più debole del previsto dei consumi, in particolar modo sulla crescita attesa dello stabilimento di Vicenza. Stimiamo una perdita netta '12 di 0.6 mln, rispetto alla precedente previsione di sostanziale pareggio, dopo aver imputato le componenti negative non operative, senza natura cash (svalutazione terreno Vicenza, maggiori oneri di attualizzazione TFR).

Per quanto riguarda il cash flow, abbiamo rivisto la stima di indebitamento da 29 mln a 26.7 mln per incorporare un livello di investimenti inferiore al previsto (0.6 mln Vs 2 mln) e l'incasso dei crediti IVA verificatosi nel primo semestre.

Da un punto di vista valutativo, il miglioramento delle stime di indebitamento compensa l'impatto negativo connesso alla revisione al ribasso delle stime; la valutazione DCF del gruppo si conferma in area 2.2 euro, con un potenziale upside superiore al 40% dai prezzi correnti.

#### Gruppo Centrale del Latte – Valutazione DCF (Rolling Wacc '12-'16; TV: Wacc 10% - g: 0,5%)

Somma FCF operativi actual. '12-'16	18,5
Valore terminale	28,4
<b>ENTERPRISE VALUE</b>	<b>46,9</b>
Indebitamento medio '11 *	-29,4
Minorities @ BV	0,0
Altri assets @ BV **	4,4
<b>EQUITY VALUE</b>	<b>21,9</b>
<b>Valore per azione (€)</b>	<b>2,19</b>

\* scelta volta a smorzare il picco di circolante (debito a fine anno >10% al valore medio dei primi nove mesi)

\*\* terreni industriali non più utilizzati, potenzialmente cedibili

Fonte: Banca Intermobiliare

Pensiamo che il titolo scenti ampiamente il contesto sfavorevole dei consumi alimentari, senza tener conto dei benefici connessi a:

- la stabilizzazione dei prezzi del latte crudo alla stalla su livelli inferiori a quelli dello scorso anno;
- l'attesa inversione del trend di generazione di cassa, sia sul fronte investimenti che sul circolante (beneficio potenziale dall'accorciamento dei tempi d'incasso da parte della GDO, prudenzialmente non ancora fattorizzato nelle nostre stime).

Da un punto di vista patrimoniale, le valutazioni sono sacrificate se si considera che il nuovo stabilimento di Vicenza, uno dei più moderni d'Europa, ha comportato investimenti per ca. 30 mln, corrispondenti a ca. 70% dell'Enterprise Value corrente (Vs. ca. 25% dei ricavi consolidati '11). Per quanto lo scenario resti difficile, riteniamo credibile una ulteriore e progressiva saturazione dei livelli produttivi di questo stabilimento, grazie soprattutto alle lavorazioni per conto terzi (lo stabilimento gira attualmente su un solo turno produttivo rispetto ai due potenziali).

Confermiamo pertanto il giudizio di BUY sul titolo.

<i>Conto economico (€ mln)</i>	2009	2010	2011	2012 E	2013 E
Ricavi netti	98.3	101.4	103.4	105.1	107.5
EBITDA	9.8	7.8	6.5	7.5	8.2
EBITDA margin (%)	10.0%	7.7%	6.3%	7.2%	7.6%
EBIT	4.2	2.2	0.8	2.0	2.7
EBIT margin (%)	4.3%	2.2%	0.8%	1.9%	2.5%
Proventi/(Oneri) non ricorrenti	(0.6)	0.9	(0.2)	(0.2)	0.0
<b>Risultato operativo</b>	<b>3.6</b>	<b>3.1</b>	<b>0.6</b>	<b>1.9</b>	<b>2.7</b>
Proventi/(Oneri) finanziari	(1.2)	(1.1)	(1.0)	(1.3)	(1.2)
Altre comp. finanziarie	(0.1)	0.0	0.0	(0.5)	0.0
<b>Utile pre-tax</b>	<b>2.4</b>	<b>2.0</b>	<b>(0.4)</b>	<b>0.1</b>	<b>1.5</b>
Imposte	(1.7)	(1.0)	(0.6)	(0.7)	(1.1)
(Utile)/perdite di terzi	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Utile netto</b>	<b>0.8</b>	<b>1.0</b>	<b>(1.0)</b>	<b>(0.6)</b>	<b>0.4</b>

  

<i>Variazioni su base annua (%)</i>	2009	2010	2011	2012 E	2013 E
Var. Ricavi YoY	-5.9%	3.1%	2.0%	1.6%	2.3%
Var. EBITDA YoY	67.1%	-20.3%	-16.2%	15.4%	8.6%
Var. EBIT YoY	High	-48.4%	-63.1%	150.1%	32.1%
Var. Utile netto YoY	N.s.	24.7%	N.s.	N.s.	N.s.

  

<i>Stato patrimoniale (€ mln)</i>	2009	2010	2011	2012 E	2013 E
Immobilizzazioni	79.4	76.2	72.2	67.2	63.7
Capitale circolante	-2.8	1.1	4.3	3.2	3.3
Pass. non finanz. a M/L	4.8	4.4	4.0	4.0	4.0
<b>Capitale investito</b>	<b>71.8</b>	<b>72.8</b>	<b>72.6</b>	<b>66.5</b>	<b>63.1</b>
Patrimonio netto	40.2	41.7	40.7	39.9	40.0
Patrimonio di terzi	1.6	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Indebitamento netto</b>	<b>30.0</b>	<b>31.1</b>	<b>31.9</b>	<b>26.7</b>	<b>23.1</b>

  

<i>Rendiconto finanziario (€ mln)</i>	2009	2010	2011	2012 E	2013 E
<b>Gross Cash Flow</b>	<b>5.9</b>	<b>5.5</b>	<b>4.4</b>	<b>4.9</b>	<b>5.9</b>
Investimenti	-4.3	-2.0	-2.1	-0.6	-2.0
Var. Cap. Circolante	-1.6	-3.5	-3.1	1.1	-0.1
<b>Free Cash Flow</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.9</b>	<b>5.4</b>	<b>3.8</b>
Dividendi	0.0	0.0	0.0	-0.2	-0.2
Altro	0.0	-1.1	0.0	0.0	0.0
<b>Net Cash Flow</b>	<b>0.1</b>	<b>-1.1</b>	<b>-0.9</b>	<b>5.2</b>	<b>3.6</b>
<i>Debt / Equity</i>	<i>0.7 x</i>	<i>0.7 x</i>	<i>0.8 x</i>	<i>0.7 x</i>	<i>0.6 x</i>
<i>Debt / EBITDA</i>	<i>3.1 x</i>	<i>4.0 x</i>	<i>4.9 x</i>	<i>3.5 x</i>	<i>2.8 x</i>

  

<i>Dati per azione - Multipli</i>	2009	2010	2011	2012 E	2013 E
EPS	0.080	0.100	-0.102	-0.060	0.035
BVPS	4.018	4.170	4.065	3.985	4.000
DPS	0.000	0.000	0.020	0.020	0.020
P/BV	0.6 x	0.6 x	0.4 x	0.4 x	0.4 x
P/E	30.2 x	24.1 x	Neg.	Neg.	N.s.
Capitaliz (Mln)	24.2	24.1	17.4	15.8	15.8
Altri assets	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4
EV (Mln)	51.4	50.7	44.9	38.1	34.5
EV/SALES	0.52 x	0.50 x	0.43 x	0.36 x	0.32 x
EV/EBITDA	5.2 x	6.5 x	6.9 x	5.0 x	4.2 x
EV/EBIT	12.1 x	23.1 x	55.5 x	18.8 x	12.9 x

Fonte: Banca Intermobiliare

**Centrale del Latte di Torino & C.**

Elementi di rischio:

- Riduzione dei volumi attribuibili a fattori esogeni o connessi all'andamento congiunturale o all'evoluzione/modifiche delle norme regolamentari del settore alimentare e di quello più specifico del lattiero-caseario in cui opera la società
- Fattori esogeni d'influenza del prezzo delle materie prime (latte crudo) o dei prodotti venduti
- Concorrenza delle *private labels* nel segmento latte fresco
- Ritardi nella saturazione progressiva della capacità produttiva del nuovo stabilimento produttivo sito in Vicenza, legata anche al raggiungimento di accordi di lavorazione per conto terzi
- Ritardi nel raggiungimento di sufficienti livelli di profittabilità nel segmento delle insalate di IV gamma

<b>Centrale del Latte Torino &amp; C.</b>	<b>Attuale</b>	<b>Precedente</b>
Raccomandazione	BUY	BUY
Prezzo target (Eu)	€2.2	€2.2
Prezzo del titolo (Eu)	€1.58	€1.59
Data del report	29 agosto 2012	21 maggio 2012

**D I S C L A I M E R**

Il presente documento è prodotto da Banca Intermobiliare SpA (Responsabile Dr. Roberto Contini) nell'ambito della propria attività di operatore specialista prestata da **BIM** in favore dell'Emittente.

Il presente documento può contenere gli dell'Emittente

Banca Intermobiliare SpA ("**BIM**") è una banca di diritto italiano autorizzata da Banca d'Italia alla prestazione dei servizi di investimento. **BIM** è capogruppo del Gruppo Banca Intermobiliare (**Gruppo BIM**).

Il presente studio è destinato all'utilizzo e alla consultazione da parte della clientela (operatori qualificati e non) del **Gruppo BIM** ed è distribuito da **BIM**, a partire dal giorno stesso del suo deposito in Consob, a mezzo posta cartacea, posta elettronica e/o pubblicazione su apposita area del sito Internet [www.bancaintermobiliare.com](http://www.bancaintermobiliare.com). (sezione "Ricerche e raccomandazioni").  
all'Emittente .

I dati e le notizie contenuti nel presente documento sono tratti da informazioni fornite al pubblico dall'Emittente o da notizie altrimenti pubbliche e si riferiscono alla data di pubblicazione del documento stesso.

Le stime e le opinioni espresse possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso.

**BIM** certifica che tutte le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dell'analista incaricato relativamente ai dati, elementi ed informazioni dallo stesso acquisite.

**BIM** assolve, nei confronti dell'Emittente l'obbligo di diffusione degli studi relativi secondo la periodicità stabilita dalle applicabili disposizioni normative e contrattuali e si riserva di aggiornare gli studi in relazione a rilevanti eventi societari e/o significative variazioni del prezzo di mercato degli strumenti finanziari dell'Emittente.

Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede, l'attendibilità, completezza o correttezza delle stesse non può essere in nessun modo garantita.

**BIM**, i dirigenti, i dipendenti ed i collaboratori del **Gruppo BIM** non assumono alcuna responsabilità per eventuali danni – diretti o indiretti, patrimoniali e non – derivanti dall'uso delle informazioni e delle opinioni riportate nel presente documento.

La presente pubblicazione viene divulgata unicamente per fini informativi ed illustrativi e non può in nessun modo costituire una proposta di contratto, una sollecitazione all'acquisto e/o vendita e/o sottoscrizione ovvero un'offerta d'acquisto o di scambio di strumenti finanziari.

Il presente documento non può essere riprodotto, ridistribuito, ovvero pubblicato, direttamente o indirettamente, in tutto o in parte, senza specifica autorizzazione di **BIM**.

La seguente tabella riporta il significato delle raccomandazioni formulate nel presente documento.

BUY – potenziale apprezzamento del titolo > 30%
ADD – potenziale apprezzamento del titolo > 15%
NEUTRAL – potenziale oscillazione prezzo tra -15% e +15%
REDUCE – potenziale deprezzamento titolo > 15%
SELL – potenziale deprezzamento titolo > 30%

Conflitti di interesse

Informazioni di carattere generale inerenti i meccanismi organizzativi e amministrativi, ivi comprese le barriere allo scambio di informazioni, posti in essere all'interno di **BIM** per prevenire ed evitare conflitti di interesse in rapporto alle raccomandazioni sono pubblicate sul sito internet [www.bancaintermobiliare.com](http://www.bancaintermobiliare.com) (sezione "Ricerche e raccomandazioni").

**BIM** non detiene partecipazioni rilevanti nel capitale dell'emittente.

**BIM** ha concesso una linea di credito per l'operatività in strumenti finanziari in capo alla controllante dell'Emittente.

**BIM** svolge per l'emittente la funzione di Operatore Specialista, essendo obbligato a conferire liquidità al titolo.

Oltre all'accordo avente ad oggetto lo svolgimento da parte di **BIM** dell'attività di operatore specialista per conto dell'Emittente ed a quanto sopra esposto, non si segnalano altri rilevanti interessi di **BIM** né situazioni di conflitto di interesse nei confronti dell'Emittente.

In nessun caso il compenso del/degli analista/i incaricato e delle persone che partecipano alla preparazione delle raccomandazioni è stato, è o sarà direttamente od indirettamente correlato alla strategia di investimento raccomandata o proposta ovvero ad operazioni di finanza aziendale effettuate da **BIM**.

Gli analisti e le persone che partecipano alla preparazione delle raccomandazioni non hanno acquistato o ricevuto azioni dell'Emittente prima di un'offerta pubblica di tali azioni.