

# Multipli IPO 2009-2018

Il mercato AIM Italia, anche senza tener conto delle SPAC, ha superato la soglia dei 100 processi di quotazione (IPO - Initial Public Offering). E' ora possibile, e utile, trarre delle indicazioni di sintesi sui multipli storici di IPO e sulla loro evoluzione nel tempo.

## Multipli IPO più ragionevoli al maturare del mercato AIM Italia

Mentre prima del 2015 i multipli di IPO AIM Italia sono risultati estremamente dispersi e quasi apparentemente "casuali", dal 2015 in poi osserviamo una progressiva convergenza nel range 10.4x-9.7x EV/EBITDA e 29.1x-21.7x P/E (multipli "pre-money", basati rispettivamente sugli ultimi risultati storici approvati [FY0] e sui primi prospettici [FY1]).

Alla convergenza dei multipli si è accompagnata anche una graduale riduzione degli stessi, tanto che nel 2018 l'EV/EBITDA FY1 medio di IPO è stato pari a 6.5x. Una maggiore presenza obbligatoria di investitori istituzionali da Gennaio 2018 è, secondo noi, alla base di questo trend.

## E' la credibilità dell'equity story a guidare le valutazioni

E' interessante notare come i multipli di IPO su AIM Italia rimangano relativamente poco correlati ai margini di profittabilità e ai tassi di crescita delle società quotande. E' un'ulteriore conferma che il fattore principale delle valutazioni rimane la credibilità dell'equity story e del management.

## AIM Italia, MTA, Euronext: società simili, valutazioni simili

Nel lungo termine non si osservano differenze sostanziali tra i multipli di IPO su AIM Italia e sul mercato azionario italiano principale (MTA). Solo le ultime evidenze sembrano indicare l'emergere di un "premio MTA".

I multipli delle IPO su Euronext Growth (il segmento più direttamente comparabile a AIM Italia) sono invece mediamente più elevati, principalmente a causa di un diverso focus settoriale (biotech/healthcare e tech in generale) e di una maggiore incidenza di startup.

## Le società vedono i diversi segmenti come "specializzati"

Intenzionalmente o meno, si è realizzata una specializzazione di Euronext Growth, AIM Italia e MTA su segmenti diversi di aziende quotande. Le società ancora in fase di startup sono maggiormente rappresentate su Euronext Growth, mentre le società "consolidate ma in espansione" (fatturato tra i €20-50mn) sembra vedano nel segmento AIM Italia il loro mercato di riferimento. Infine le realtà più "adulte" (sopra €100mn di fatturato) sono naturalmente concentrate su MTA. Per tutte le piazze finanziarie rimane un'opportunità da cogliere relativamente alle aziende con fatturato di €50-100mn, oggi chiaramente sotto rappresentate.

Research Team

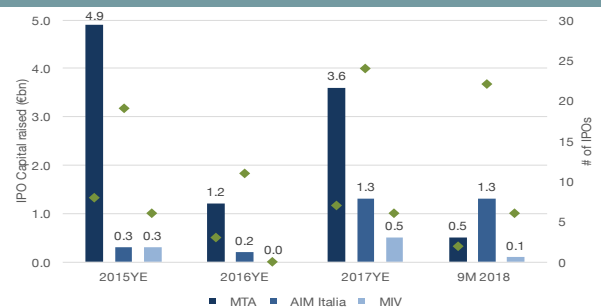
Tel: +39 02 80886654

info@value-track.com

**FTSE AIM Italia Index 8,773**

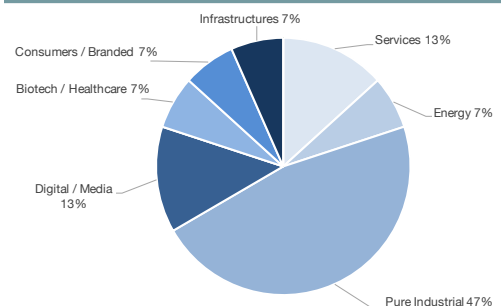
**Market Cap. (€bn) 7.1**

Capitale raccolto e numero IPO 2015 - 9M 2018



Fonte: Borsa Italiana, Analisi Value Track

AIM Italia: IPO 2018 per settore



Fonte: Borsa Italiana, Analisi Value Track

AIM Italia: Statistiche	2016FY	2017FY	9M 2018
Numero di società (#)	77	95	114
Capitalizzazione (€bn)	2.9	5.6	7.7
Flottante medio (%)	35.4%	39.4%	34.0%
Valore del Flottante (€bn)	1.0	2.2	2.6
Controvalore scambi (€mn)	310	1,954	1,958
Turnover Velocity (%)	10.8%	35.0%	25.4%

Fonte: Borsa Italiana, Altre, Analisi Value Track

## Executive Summary

*Il mercato AIM Italia, anche senza tener conto delle SPAC, ha superato la soglia dei 100 processi di quotazione (IPO - Initial Public Offering). E' ora possibile, e utile, trarre delle indicazioni di sintesi sui multipli storici di IPO e sulla loro evoluzione nel tempo.*

*L'analisi parte considerando i multipli di tutte le IPO del periodo 2009-2018, che purtroppo appaiono estremamente dispersi e apparentemente "casuali". Concentrando invece l'analisi sul periodo 2015-2018 ed escludendo alcune IPO con multipli eccessivamente divergenti, è invece possibile ottenere delle indicazioni significative, confermate poi dall'analisi puntuale sulle operazioni finalizzate nel corso del 2018.*

*Il confronto tra i tre diversi segmenti di mercato (AIM Italia, MTA e Euronext Growth) evidenzia come, in maniera intenzionale o meno, essi tendano ad attrarre società con caratteristiche ben specifiche.*

### Multipli di IPO su AIM Italia sempre più razionali al maturare del mercato

AIM Italia ha recentemente superato la soglia delle 100 IPO (Initial Public Offering), anche senza considerare le SPACs. E' ora possibile trarre delle indicazioni di sintesi sui multipli storici di IPO e sulla loro evoluzione nel tempo.

La prima considerazione è che prendendo come riferimento l'intero **periodo 2009-2018, i multipli di IPO** (P/E, EV/EBITDA, e anche EV/Sales) **appaiono disposti casualmente**, senza apparenti correlazioni tra loro o con i fondamentali delle società sottostanti.

Concentrando invece l'analisi sul **periodo 2015-2018 ed escludendo alcune IPO con multipli eccessivamente divergenti** (società startup e/o con multipli superiori a 10x EV/Sales, 50x EV/EBITDA e 100x P/E), il campione si riduce, ma si può osservare un trend di convergenza verso i valori **2.0x-1.8x EV/Sales, 10.4-9.7x EV/EBITDA e 29.1x -21.7x P/E** calcolati rispettivamente sugli esercizi **FY0 e FY1** (vale a dire basati rispettivamente sugli ultimi risultati storici e sui primi prospettici al tempo della quotazione). Il tutto probabilmente anche a causa del numero crescente di IPO di società Industriali e Servizi, più tradizionali rispetto ai settori Digital/Media e Green energy caratteristici delle quotazioni 2012-14.

### AIM Italia Multipli di IPO – Dall'universo "grezzo" ai campioni "filtrati"

Multiples		IPOs 2009-2018			IPOs "filtered" 2015-2018 (*)			IPOs with "covenants" 2009-2018 (**)		
		Average	Median	# IPOs	Average	Median	# IPOs	Average	Median	# IPOs
EV/Sales	FY0	41.6x	2.2x	91	2.0x	1.3x	40	2.4x	1.8x	74
	FY1	5.6x	1.8x	91	1.8x	1.3x	40	2.0x	1.4x	74
EV/EBITDA	FY0	>50x	12.9x	91	10.4x	9.3x	38	12.5x	10.1x	66
	FY1	>50x	11.1x	91	9.7x	7.7x	38	9.9x	8.2x	66
P/E	FY0	>100x	32.3x	91	29.1x	19.3x	39	25.3x	16.8x	49
	FY1	>50x	20.9x	91	21.7x	16.7x	39	20.4x	15.8x	49

Fonte: Borsa Italiana, dati societari, analisi Value Track con dati al 31.8.2018.

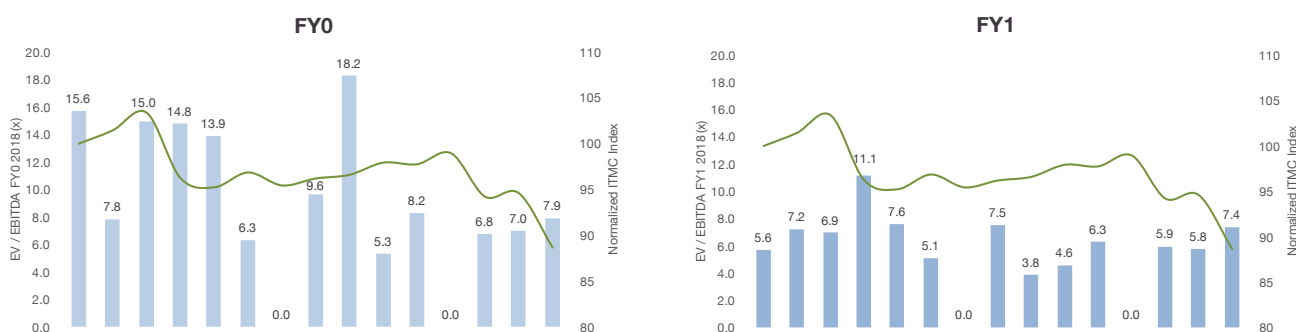
(\*) Escludendo startups / pre-revenues companies. (\*\*) Escludendo multipli superiori a 10x EV/Sales, 50x EV/EBITDA, 100x P/E.

### “Zoom” sulle IPO 2018 AIM Italia: multipli ulteriormente convergenti ed in calo

Facendo uno *zoom* sulle operazioni di **IPO 2018 su AIM Italia** possiamo trarre alcune ulteriori considerazioni:

- ◆ La convergenza dei multipli di IPO prosegue ulteriormente con una **minore dispersione rispetto al passato**. Tuttavia, le valutazioni rimangono scarsamente correlate ai livelli dei margini operativi e ai tassi di crescita attesi. Ciò conferma in qualche modo che **il fattore principale delle valutazioni rimane la credibilità** dell’equity story e del management;
- ◆ La convergenza ha anche portato ad una riduzione dei multipli. Il rapporto **2018 EV/EBITDA FY0 e FY1 è stato rispettivamente di 10.5x and 6.5x**, ovvero inferiore al 2017 ed alla media AIM Italia nel periodo 2009-2017. Calo dei multipli nel 2018 attribuibile alla maggiore cautela verso il segmento small-cap e a una crescente consapevolezza dei fattori che guidano le valutazioni, anche grazie al peso crescente degli investitori istituzionali in AIM Italia, come richiesto da Gennaio 2018 da Borsa Italiana.

#### Timeline degli IPO del 2018 – Multipli EV/EBITDA (scala sx) vs. Indice FTSE Italian MidCap (scala dx)



Fonte: Borsa Italiana, dati societari, analisi Value Track. Periodo 01.1.2018 - 31.8.2018

#### AIM Italia vs. MTA and Euronext Growth: società simili ottengono multipli di IPO simili

AIM Italia è dedicato a società medio-piccole e differisce sia dal mercato principale (MTA) che rappresenta realtà di dimensioni maggiori, che dal mercato Euronext Growth, più focalizzato su aziende particolarmente giovani, startup o *pre-revenues*, ma ad alto potenziale.

E' interessante da notare che, quando si confrontano sull'intero periodo 2015-18 IPO di aziende simili per dimensioni e stadio di maturità del business, non si evidenziano differenze valutative significative tra AIM Italia e MTA, mentre Euronext Growth esprime multipli di IPO mediamente più alti.

E' solo con le **IPO più recenti** che è emerso un **chiaro “premio MTA” rispetto ad AIM Italia**.

#### Confronto tra i multipli di IPO 2015-2018 su AIM Italia, MTA e Euronext Growth

Market Segment	EV / SALES			EV / EBITDA			P / E		
	FY0	FY1	# IPOs	FY0	FY1	# IPOs	FY0	FY1	# IPOs
AIM Italia	2.1x	1.9x	47	11.8x	9.3x	43	26.0x	20.1x	37
MTA	2.1x	2.2x	19	10.0x	10.3x	19	28.5x	16.9x	19
Euronext Growth	2.8x	2.6x	22	16.9x	11.2x	12	31.1x	12.9x	12

Fonte: Borsa Italiana, dati societari, analisi Value Track con dati al 31.8.2018. (19.10.2018 per le IPO su MTA)  
 (\*) Escludendo IPO con multipli superiori a 10x EV/Sales, 50x EV/EBITDA, 100x P/E

### L'analisi per cluster di fatturato conferma le similitudini tra i multipli di IPO su AIM Italia, MTA e Euronext Growth

Intenzionalmente o meno, si è realizzata una “specializzazione” di Euronext Growth, AIM Italia e MTA su segmenti diversi di aziende quotande.

Le società ancora in fase di startup sono maggiormente rappresentate su Euronext Growth, mentre le società “consolidate ma in espansione” (fatturato tra i €20-50mn) sembra vedano nel segmento AIM Italia il loro mercato di riferimento. Infine le realtà più “adulte” (sopra €100mn di fatturato) sono naturalmente concentrate su MTA.

#### AIM Italia, MTA, Euronext Growth: Numero di IPO 2015-'18 per cluster di fatturato FY0 (\*)

#IPOs	Total #IPOs	“Start Up”	“Scale Up”	“Young & Established”	“Mid Grown”	“Grown Up”
		<€5mn	€5mn-€20mn	€20mn-€50mn	€50mn-€100mn	>€100mn
AIM Italia	53	13	19	15	3	3
MTA	20	1	0	0	3	16
Euronext Growth	33	15	13	2	2	1

Fonte: Analisi Value Track (\*) Celle in verde scuro (chiaro) = cluster con il maggior (minor) numero di IPO sul totale

Ciò premesso, all'interno di ciascun cluster non si riscontrano delle differenze strutturali significative nelle valutazioni di IPO. Nelle IPO di aziende molto giovani (startup e “pre-revenues”) con fatturato sotto i €5mn, AIM Italia and Euronext Growth mostrano valutazioni di Equity pre-money molto simili (€20-23mn), sebbene per AIM Italia i valori siano molto più dispersi.

**I multipli di IPO sono confrontabili su questi due mercati anche nel cluster tra €5mn e €20mn di fatturato.**

Similmente sul mercato italiano, la forte polarizzazione in termini di dimensioni delle società quotate tra AIM Italia e MTA non ha portato ad un gap di valutazione generalizzato.

#### A cluster dimensionale simili corrispondono valutazioni di IPO 2015-2018 simili

Stock Market	Reference Cluster		EV / SALES			EV / EBITDA			P / E		
	#IPOs cluster / total 2015-2018	Revenues at IPO	#IPOs	FY0	FY1	#IPOs	FY0	FY1	#IPOs	FY0	FY1
Euronext Growth	15/33	<€5mn	15	€20.9 mn (**)	3	nm	nm	2	nm	nm	
AIM Italia	19/53	€5mn-€20mn	19	2.4x	2.1x	18	13.8x	10.4x	15	25.1x	35.6x
MTA	16/20	>€100mn	16	2.6x	2.2x	12	11.9x	10.4x	9	25.6x	18.8x

Fonte: Analisi Value Track basata sulle società quotate al 31.8.2018 (19.10.2018 per MTA), escluse SPAC.

“nm” = numero di osservazioni troppo basso

(\*\*) Capitalizzazione di mercato pre money

#### Dove sono le aziende con fatturato tra €50-100mn?

Che sia voluta o meno la specializzazione di Euronext Growth, AIM Italia e MTA sulle diverse tipologie di aziende, riteniamo che per tutti e tre questi segmenti di mercato sia emersa un'opportunità in relazione alle società con fatturato compreso tra i €50-100mn, che risultano a tutt'oggi sotto-rappresentate ovunque.

## DISCLAIMER

THIS DOCUMENT IS PREPARED BY VALUE TRACK S.R.L. THIS DOCUMENT IS BEING FURNISHED TO YOU SOLELY FOR YOUR INFORMATION ON A CONFIDENTIAL BASIS AND MAY NOT BE REPRODUCED, REDISTRIBUTED OR PASSED ON, IN WHOLE OR IN PART, TO ANY OTHER PERSON. IN PARTICULAR, NEITHER THIS DOCUMENT NOR ANY COPY THEREOF MAY BE TAKEN OR TRANSMITTED OR DISTRIBUTED, DIRECTLY OR INDIRECTLY, INTO CANADA OR JAPAN OR AUSTRALIA TO ANY RESIDENT THEREOF OR INTO THE UNITED STATES, ITS TERRITORIES OR POSSESSIONS. THE DISTRIBUTION OF THIS DOCUMENT IN OTHER JURISDICTIONS MAY BE RESTRICTED BY LAW AND PERSONS INTO WHOSE POSSESSION THIS DOCUMENT COMES SHOULD INFORM THEMSELVES ABOUT, AND OBSERVE, ANY SUCH RESTRICTION. ANY FAILURE TO COMPLY WITH THESE RESTRICTIONS MAY CONSTITUTE A VIOLATION OF THE LAWS OF ANY SUCH OTHER JURISDICTION. THIS DOCUMENT DOES NOT CONSTITUTE OR FORM PART OF, AND SHOULD NOT BE CONSTRUED AS, AN OFFER, INVITATION OR INDUCEMENT TO SUBSCRIBE FOR OR PURCHASE ANY SECURITIES, AND NEITHER THIS DOCUMENT NOR ANYTHING CONTAINED HEREIN SHALL FORM THE BASIS OF OR BE RELIED ON IN CONNECTION WITH OR ACT AS AN INVITATION OR INDUCEMENT TO ENTER INTO ANY CONTRACT OR COMMITMENT WHATSOEVER. THIS DOCUMENT HAS NOT BEEN PUBLISHED GENERALLY AND HAS ONLY BEEN MADE AVAILABLE TO INSTITUTIONAL INVESTORS. IN MAKING AN INVESTMENT DECISION, POTENTIAL INVESTORS MUST RELY ON THEIR OWN EXAMINATION OF THE COMPANY AND ITS GROUP INCLUDING THE MERITS AND RISKS INVOLVED. THIS DOCUMENT IS FOR DISTRIBUTION IN OR FROM THE UNITED KINGDOM ONLY TO PERSONS WHO: (I) HAVE PROFESSIONAL EXPERIENCE IN MATTERS RELATING TO INVESTMENTS FALLING WITHIN ARTICLE 19(5) OF THE FINANCIAL SERVICES AND MARKETS ACT 2000 (FINANCIAL PROMOTION) ORDER 2005 (AS AMENDED, THE “**FINANCIAL PROMOTION ORDER**”), (II) ARE PERSONS FALLING WITHIN ARTICLE 49(2)(A) TO (D) (“HIGH NET WORTH COMPANIES, UNINCORPORATED ASSOCIATIONS ETC.”) OF THE FINANCIAL PROMOTION ORDER, (III) ARE OUTSIDE THE UNITED KINGDOM, OR (IV) ARE PERSONS TO WHOM AN INVITATION OR INDUCEMENT TO ENGAGE IN INVESTMENT ACTIVITY (WITHIN THE MEANING OF SECTION 21 OF THE FINANCIAL SERVICES AND MARKETS ACT 2000) IN CONNECTION WITH THE ISSUE OR SALE OF ANY SECURITIES MAY OTHERWISE LAWFULLY BE COMMUNICATED OR CAUSED TO BE COMMUNICATED (ALL SUCH PERSONS TOGETHER BEING REFERRED TO AS “**RELEVANT PERSONS**”). THIS DOCUMENT IS DIRECTED ONLY AT RELEVANT PERSONS AND MUST NOT BE ACTED ON OR RELIED ON BY PERSONS WHO ARE NOT RELEVANT PERSONS. ANY INVESTMENT OR INVESTMENT ACTIVITY TO WHICH THIS DOCUMENT RELATES IS AVAILABLE ONLY TO RELEVANT PERSONS AND WILL BE ENGAGED IN ONLY WITH RELEVANT PERSONS. IN ITALY THIS DOCUMENT IS BEING DISTRIBUTED ONLY TO, AND IS DIRECTED AT QUALIFIED INVESTORS WITHIN THE MEANING OF ARTICLE 100 OF LEGISLATIVE DECREE NO. 58 OF 24 FEBRUARY 1998, AS AMENDED, AND ARTICLE 34-TER, PARAGRAPH 1, LETTER B), OF CONSOB REGULATION ON ISSUERS NO. 11971 OF MAY 14, 1999, AS SUBSEQUENTLY AMENDED (THE “**ISSUERS’ REGULATION**”) PROVIDED THAT SUCH QUALIFIED INVESTORS WILL ACT IN THEIR CAPACITY AND NOT AS DEPOSITARIES OR NOMINEES FOR OTHER SHAREHOLDERS, SUCH AS PERSONS AUTHORISED AND REGULATED TO OPERATE IN FINANCIAL MARKETS, BOTH ITALIAN AND FOREIGN, I.E.: A) BANKS; B) INVESTMENT FIRMS; C) OTHER AUTHORISED AND REGULATED FINANCIAL INSTITUTIONS; D) INSURANCE COMPANIES; E) COLLECTIVE INVESTMENT UNDERTAKINGS AND MANAGEMENT COMPANIES FOR SUCH UNDERTAKINGS; F) PENSION FUNDS AND MANAGEMENT COMPANIES FOR SUCH FUNDS; G) DEALERS ACTING ON THEIR OWN ACCOUNT ON COMMODITIES AND COMMODITY-BASED DERIVATIVES; H) PERSONS DEALING EXCLUSIVELY ON THEIR OWN ACCOUNT ON FINANCIAL INSTRUMENTS MARKETS WITH INDIRECT MEMBERSHIP OF CLEARING AND SETTLEMENT SERVICES AND THE LOCAL COMPENSATORY AND GUARANTEE SYSTEM; I) OTHER INSTITUTIONAL INVESTORS; L) STOCKBROKERS; (2) LARGE COMPANIES WHICH AT INDIVIDUAL COMPANY LEVEL MEET AT LEAST TWO OF THE FOLLOWING REQUIREMENTS: – BALANCE SHEET TOTAL: 20,000,000 EURO, – NET REVENUES: 40,000,000 EURO, – OWN FUNDS: 2,000,000 EURO; (3) INSTITUTIONAL INVESTORS WHOSE MAIN ACTIVITY IS INVESTMENT IN FINANCIAL INSTRUMENTS, INCLUDING COMPANIES DEDICATED TO THE SECURITISATION OF ASSETS AND OTHER FINANCIAL TRANSACTIONS (ALL SUCH PERSONS TOGETHER BEING REFERRED TO AS “**RELEVANT PERSONS**”). ANY PERSON WHO IS NOT A RELEVANT PERSON SHOULD NOT ACT OR RELY ON THIS DOCUMENT OR ANY OF ITS CONTENTS. THIS DOCUMENT IS NOT ADDRESSED TO ANY MEMBER OF THE GENERAL PUBLIC IN ITALY. UNDER NO CIRCUMSTANCES SHOULD THIS DOCUMENT CIRCULATE AMONG, OR BE DISTRIBUTED IN ITALY TO (I) A MEMBER OF THE GENERAL PUBLIC, (II) INDIVIDUALS OR ENTITIES FALLING OUTSIDE THE DEFINITION OF “QUALIFIED INVESTORS” AS SPECIFIED ABOVE OR (III) DISTRIBUTION CHANNELS THROUGH WHICH INFORMATION IS OR IS LIKELY TO BECOME AVAILABLE TO A LARGE NUMBER OF PERSONS. THIS DOCUMENT IS BEING DISTRIBUTED TO AND IS DIRECTED ONLY AT PERSONS IN MEMBER STATES OF THE EUROPEAN ECONOMIC AREA (“**EEA**”) WHO ARE “QUALIFIED INVESTORS” WITHIN THE MEANING OF ARTICLE 2(1)(E) OF THE PROSPECTUS DIRECTIVE (DIRECTIVE 2003/71/EC), (“**QUALIFIED INVESTORS**”). ANY PERSON IN THE EEA WHO RECEIVES THIS DOCUMENT WILL BE DEEMED TO HAVE REPRESENTED AND AGREED THAT IT IS A QUALIFIED INVESTOR. ANY SUCH RECIPIENT WILL ALSO BE DEEMED TO HAVE REPRESENTED AND AGREED THAT IT HAS NOT RECEIVED THIS DOCUMENT ON BEHALF OF PERSONS IN THE EEA OTHER THAN QUALIFIED INVESTORS OR PERSONS IN THE UK, ITALY AND OTHER MEMBER STATES (WHERE EQUIVALENT LEGISLATION EXISTS) FOR WHOM THE INVESTOR HAS AUTHORITY TO MAKE DECISIONS ON A WHOLLY DISCRETIONARY BASIS. THE COMPANY, VALUE TRACK S.R.L. AND THEIR AFFILIATES, AND OTHERS WILL RELY UPON THE TRUTH AND ACCURACY OF THE FOREGOING REPRESENTATIONS AND AGREEMENTS. ANY PERSON IN THE EEA WHO IS NOT A QUALIFIED INVESTOR SHOULD NOT ACT OR RELY ON THIS DOCUMENT OR ANY OF ITS CONTENTS. THE EXPRESSION “PROSPECTUS DIRECTIVE” MEANS DIRECTIVE 2003/71/EC (AND AMENDMENTS THERETO, INCLUDING THE 2010 PD AMENDING DIRECTIVE, TO THE EXTENT IMPLEMENTED IN THE RELEVANT MEMBER STATE), AND INCLUDES ANY RELEVANT IMPLEMENTING MEASURE IN THE RELEVANT MEMBER STATE AND THE EXPRESSION “2010 PD AMENDING DIRECTIVE” MEANS DIRECTIVE 2010/73/EU. ANY FORECASTS, OPINIONS AND EXPECTATIONS CONTAINED HEREIN ARE ENTIRELY THOSE OF VALUE TRACK S.R.L. AND ARE GIVEN AS PART OF ITS NORMAL RESEARCH ACTIVITY AND SHOULD NOT BE RELIED UPON AS HAVING BEEN AUTHORISED OR APPROVED BY ANY OTHER PERSON. VALUE TRACK S.R.L. HAS NO AUTHORITY WHATSOEVER TO MAKE ANY REPRESENTATION OR WARRANTY ON BEHALF OF THE COMPANY, ITS SHAREHOLDERS, ANY OF ITS ADVISORS, OR ANY OTHER PERSON IN CONNECTION THEREWITH. WHILE ALL REASONABLE CARE HAS BEEN TAKEN TO ENSURE THAT THE FACTS STATED HEREIN ARE ACCURATE AND THAT THE FORECASTS, OPINIONS AND EXPECTATIONS CONTAINED HEREIN ARE FAIR AND REASONABLE, VALUE TRACK S.R.L. HAS NOT VERIFIED THE CONTENTS HEREOF AND ACCORDINGLY NONE OF VALUE TRACK S.R.L., THE COMPANY, ITS SHAREHOLDERS, ANY ADVISORS TO THE COMPANY OR ITS SHAREHOLDERS OR ANY OTHER PERSON IN CONNECTION THEREWITH NOR ANY OF THEIR RESPECTIVE DIRECTORS, OFFICERS OR EMPLOYEES, SHALL BE IN ANY WAY RESPONSIBLE FOR THE CONTENTS HEREOF AND NO RELIANCE SHOULD BE PLACED ON THE ACCURACY, FAIRNESS, OR COMPLETENESS OF THE INFORMATION CONTAINED IN THIS DOCUMENT. NO PERSON ACCEPTS ANY LIABILITY WHATSOEVER FOR ANY LOSS HOWSOEVER ARISING FROM THE USE OF THIS DOCUMENT OR OF ITS CONTENTS OR OTHERWISE ARISING IN CONNECTION THEREWITH. TO THE EXTENT PERMITTED BY LAW AND BY REGULATIONS, VALUE TRACK S.R.L. (OR ITS OFFICERS, DIRECTORS OR EMPLOYEES) MAY HAVE A POSITION IN THE SECURITIES OF (OR OPTIONS, WARRANTS OR RIGHTS WITH RESPECT TO, OR INTEREST IN THE SHARES OR OTHER SECURITIES OF) THE COMPANY AND MAY MAKE A MARKET OR ACT AS A PRINCIPAL IN ANY TRANSACTIONS IN SUCH SECURITIES.