

Neodecortech Spa

Sector: Décor surfaces



Previsione di crescita mid single digit

Neodecortech (NDT) progetta, produce e commercializza carte decorative, *finish foil*, film melamminico ed LVT (Luxury Vinyl Tiles), valorizzando qualsiasi superficie con un tocco tipicamente italiano

MTA all'orizzonte, il contesto di mercato resta sfidante

Neodecortech ha recentemente depositato la richiesta di ammissione alla negoziazione delle azioni e dei warrant della Società su MTA; l'iter dovrebbe completarsi entro primavera.

Per quanto concerne l'attuale contesto operativo, ravvisiamo un indebolimento negli ultimi due mesi del 2019FY a livello di utile netto legato al rinvio di alcuni ordini al 2020 da parte di alcuni clienti. La generazione di cassa netta è rimasta comunque buona e ha consentito di ridurre l'indebitamento netto a circa € 40,5 milioni a fine 2019.

Da sottolineare che Neodecortech ha costantemente superato i suoi "peers". Ahlstrom-Munksjö registra infatti un fatturato in flessione del -6,6% YoY nel 2019, mentre Surteco rileva ricavi in diminuzione del -1,6% in 9M19.

Previsione di crescita mid single digit

Nel 2020E, nonostante una domanda di mercato in crescita low single digit, prevediamo che Neodecortech possa beneficiare del lancio/potenziamento di diversi prodotti quali: 1) film plastici stampati (PPF) e film plastici stampati laminati (PPLF); 2) nuovi formati per laminati; 3) nuovi prodotti anti-impronta, EOS, sia su supporto cartaceo che termoplastico.

Nel complesso, prevediamo **Ricavi-EBITDA-EBIT** in costante crescita con un **CAGR mid single digit** nei prossimi due anni, mentre la **Posizione Finanziaria Netta** dovrebbe diminuire a circa € 35 milioni e a circa € 31 milioni rispettivamente **entro il 2020E e il 2021E** grazie a minori capex.

Fair Value a € 5,00 su base "fully diluted"

Manteniamo sostanzialmente invariata la nostra valutazione a € 5,00 per azione, il che implica multipli fair di 1,1x P/BV e di 5,7x EV/EBITDA Adj. 2020E.

Va notato che tale valutazione è calcolata su base "fully diluted" in quanto l'approssimarsi del translisting al MTA aumenta la probabilità di esercizio del piano ufficiale di stock grant.

Analista

Marco Greco

+39 02 80886654

marco.greco@value-track.com

Fair Value (€)	5,00
Prezzo del titolo (€)	3,50
Cap. di Borsa (€m)(**)	48,3

PRINCIPALI DATI	2019A	2020E	2021E
RICAVI	135,9	142,9	149,3
EBITDA (*)	15,9	18,3	19,7
EBIT (*)	7,1	9,6	11,0
UTILE NETTO (*)	4,0	6,1	7,4
PATRIMONIO NETTO	61,3	65,5	70,8
POS. FIN. NETTA	-40,5	-35,4	-31,4
EPS ADJ. (€)	0,43	0,48	0,54
DPS (€)	0,15	0,15	0,15

Fonte: NDT (storico), Value Track (stime)

(*) 2019A-20E al netto degli oneri di stock grant

RAPPORTI & MULTIPLI	2019A	2020E	2021E
MARGINE EBITDA (%)(*)	11,7	12,8	13,2
MARGINE EBIT (%)(*)	5,2	6,7	7,4
INDEBITAMENTO NETTO /	2,5	1,9	1,6
INDEBITAMENTO NETTO /	0,7	0,5	0,4
EV/EBITDA (x)(*)(**)	5,4	4,6	4,0
EV/EBIT (x)(*)(**)	12,1	8,7	7,2
P/E ADJ. (x)(**)	8,1	7,2	6,5
P/BV (x)(**)	0,75	0,74	0,68

Fonte: NDT (storico), Value Track (stime)

(*) 2019A-20E al netto degli oneri di stock grant

DATI DI BORSA

FAIR VALUE (€)	5,00
QUOTAZIONE (€)	3,50
AZ. IN CIRC. (m)(**)	13,8
CAPITALIZZAZIONE (€m)	48,3
FLOTTANTE (%)	36,1
MEDIA VOL. -20GG ('000)	15,075
RIC / BBG	NDT.MI / NDT IM
RANGE 52 SETT.	3,00-4,50

Fonte: Dati di Borsa

(**) Dati di borsa su base interamente diluita



Descrizione Attività

Neodecortech è uno dei principali produttori di superfici decorative (carta in particolare, ma anche plastica più di recente) utilizzate nel settore dell'interior design e della pavimentazione.

Nello specifico, Neodecortech progetta, sviluppa, produce e commercializza carta decorativa, *finish foil*, film melamminico e film plastici. La visione del Gruppo è quella di valorizzare ogni superficie con un tocco tipicamente italiano.

Principali dati economico-finanziari

€m	2018A	2019A	2020E	2021E
Totale Ricavi	133,4	135,9	142,9	149,3
Var. % YoY	4,4%	1,9%	5,2%	4,5%
EBITDA Reported (*)	17,7	15,9	18,3	19,7
Margine EBITDA Reported	13,3%	11,7%	12,8%	13,2%
EBIT Reported (*)	10,6	7,1	9,6	11,0
Margine EBIT Reported	7,9%	5,2%	6,7%	7,4%
Utile Netto Reported (*)	6,0	4,0	6,1	7,4
Var. % YoY	48,4%	-34,3%	53,6%	21,3%
Pos. Fin. Netta	-44,3	-40,5	-35,4	-31,4
Pos. Fin. Netta / EBITDA (x)	2,5	2,5	1,9	1,6
Capex	-6,5	-8,0	-6,0	-7,0
OpFCF ante imposte	10,3	8,5	10,6	9,6
OpFCF ante imposte su % EBITDA	58,0%	53,2%	57,7%	48,9%

Fonte: Società (storico), Value Track (stime)

(*) Dati 2018A-20E al netto degli oneri di stock grant

Investment case

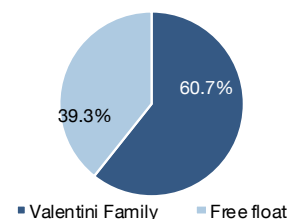
Punti di forza / Opportunità

- ◆ Elevata flessibilità garantita dall'integrazione verticale;
- ◆ Forte attenzione alla qualità e all'innovazione del design;
- ◆ Piena titolarità degli impianti di produzione;
- ◆ Approccio ai clienti basato su co-progettazione/forti alleanze.

Punti di debolezza / Rischi

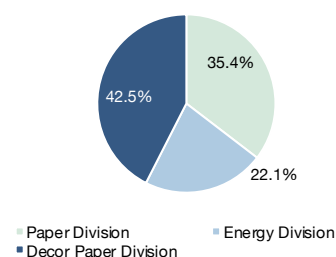
- ◆ Dimensioni molto inferiori rispetto ai concorrenti tedeschi;
- ◆ Flessibilità finanziaria limitata dovuto a una leva finanziaria superiore al previsto;
- ◆ Esposizione ad un numero esiguo di clienti e fornitori.

Assetto Azionario (fully diluted)



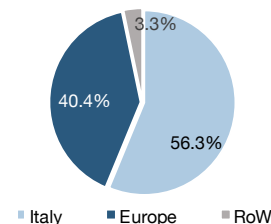
Fonte: Neodecortech SpA

Ripartizione fatturato per settore di attività



Fonte: Neodecortech SpA

Ripartizione fatturato per area geografica



Fonte: Neodecortech SpA

Multipli azionari @ €5,0 Fair Value

(dati fully diluted)	2019A	2020E
EV / FATTURATO (x)	0,78	0,73
EV / EBITDA ADJ. (x)	6,7	5,7
EV / EBIT ADJ. (x)	14,9	10,9
EV / CAP. INV. (x)	1,0	1,0
OpFCF Yield (%)	8,0	10,1
P / E ADJ. (x)	16,5	11,0
P / BV (x)	1,1	1,1
Div. Yield (%)	2,9	2,9

Fonte: Value Track

Risultati 2019FY

Nel complesso, i dati finanziari 2019FY recentemente approvati dalla società sono in linea con le nostre stime, sebbene registriamo negli ultimi due mesi dell'anno un indebolimento della generazione di utile netto legato al rinvio di alcuni ordini al 2020 da parte di diversi clienti. La generazione di cassa netta è stata comunque buona e ha consentito di ridurre l'indebitamento netto a dispetto di investimenti per € 10 milioni.

Dati principali 2019FY

- ◆ I ricavi totali crescono leggermente di +1,8% YoY;
- ◆ L'EBITDA adjusted (al lordo dei costi di translisting al MTA e degli oneri di stock grant) scende del -5,9% YoY a € 17,9 milioni (Margine EBITDA adjusted al 12,0%);
- ◆ L'utile netto adjusted è in calo di circa -22% YoY a € 5,7 milioni;
- ◆ L'indebitamento netto scende a circa € 40,5 milioni a fine 2019.

Gruppo Neodecortech: Principali dati economico-finanziari 2018FY e 2019FY

€m	2018FY	2019FY	Variazione YoY (%)
Totale Ricavi	133,7	135,9	1,8%
EBITDA	17,7	15,9	-10,4%
EBITDA Adj.	19,0	17,9	-5,9%
EBIT	10,6	7,1	-32,6%
Utile Netto	6,0	4,0	-34,3%
Utile Netto Adj.	7,3	5,7	-22,3%
Posizione Finanziaria Netta	-44,0	-40,5	n.s.

Fonte: Neodecortech, Analisi Value Track

Top Line trainata da Energia e Carta Decorativa

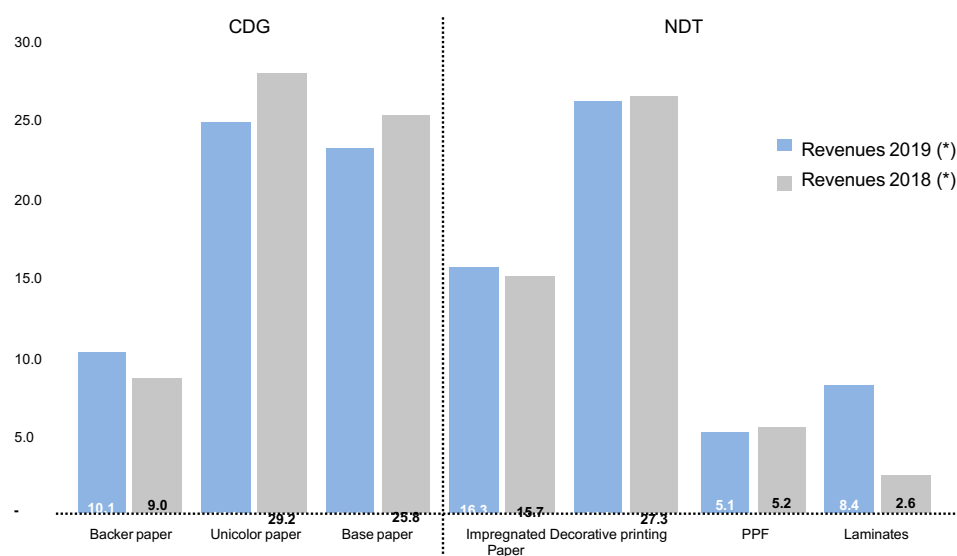
I ricavi 2019FY crescono del +1,8% YoY e sono equamente ripartiti tra i due semestri come nel 2018FY. L'evoluzione dei ricavi totali è il risultato dell'evoluzione a velocità differenziata delle tre Business Unit:

- ◆ **Energia.** I ricavi lordi aumentano del +1,1% YoY grazie ai maggiori volumi (la produzione di energia è passata da circa 140.000 MWh nel 2018FY a circa 151.160 MWh nel 2019FY, avvicinandosi così alla piena capacità produttiva), compensando i minori prezzi unitari dell'energia;
- ◆ **Produzione di carta.** Il settore della carta ha registrato un calo significativo nel 2019FY (-6,3% YoY) a causa sia di un fermo produttivo straordinario di tre settimane in 1H sia della debole domanda di mercato;
- ◆ **Carta decorativa.** I ricavi crescono del +10,9% YoY, trainati in larga parte dal contributo dell'intero esercizio dei prodotti laminati del nuovo marchio Texte. Ciò è frutto dell'acquisizione del ramo d'azienda da CorbettaFia Srl in 2018FY.

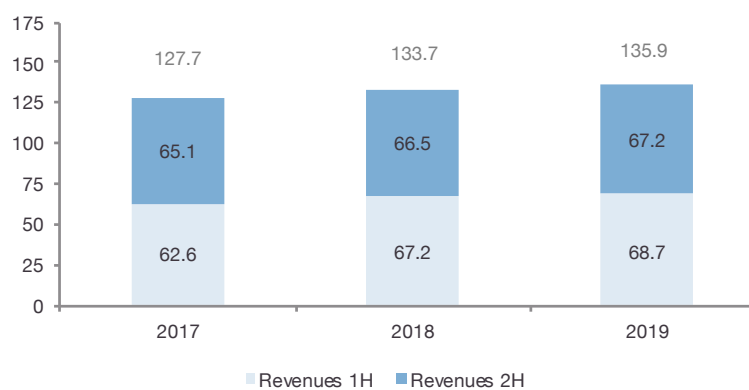
Gruppo Neodecortech: Ripartizione Top Line per divisione 2018-19

€m, IAS	2018FY	2019FY	Var. % YoY
Divisione Energia	31,4	31,7	1,1%
Divisione Carta	65,4	61,3	-6,3%
Divisione Carta Decorativa	50,9	56,5	10,9%
Ricavi Lordi	147,7	149,4	1,2%
Elisioni infragruppo	-16,8	-13,6	
Ricavi Netti	130,9	135,9	1,8%
Ricavi diversi	2,6	--	n.s.
Totale Ricavi	133,7	135,9	1,8%

Fonte: Neodecortech, Analisi Value Track

Gruppo Neodecortech: Ripartizione ricavi per prodotto 2018-2019


Fonte: Neodecortech, Analisi Value Track (*) escluso impianto di cogenerazione - Dati aggregati

Gruppo Neodecortech: Ripartizione ricavi per semestre 2017-2019


Fonte: Neodecortech, Analisi Value Track

Miglioramento della redditività ben ripartito tra le divisioni

L'EBITDA e l'EBIT reported evidenziano una diminuzione double digit YoY, ma se escludiamo quasi € 2 milioni di costi non operativi relativi al processo di IPO e alla contabilizzazione delle stock grant, l'EBITDA si riduce del 5,9% YoY, a € 17,9 milioni.

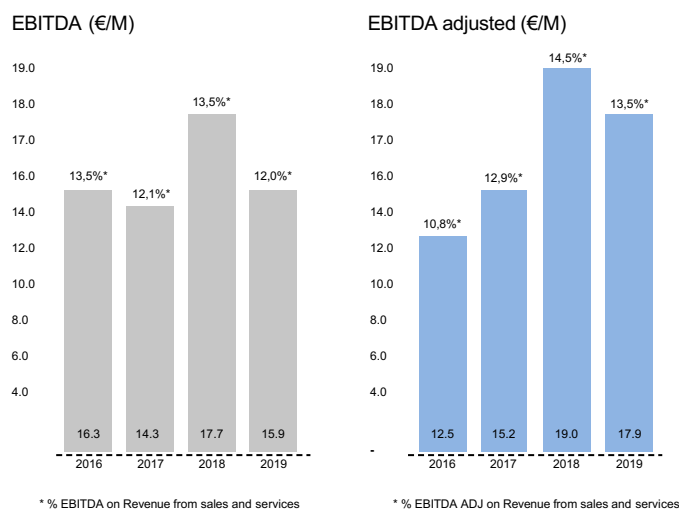
Si segnala che: 1) le materie prime rimangono la voce di costo più rilevante, rappresentando oltre i due terzi dei costi operativi totali, e si mantengono sostanzialmente stabili YoY; 2) la diminuzione dell'EBITDA adjusted di Gruppo è attribuibile principalmente a BEG (minori incentivi) e CdG (minore domanda di mercato).

Gruppo Neodecortech: Redditività 2018FY e 2019FY

€m	2018FY	2019FY	Variazione YoY (%)
EBITDA	17,7	15,9	-10,4%
EBITDA Adj.	19,0	17,9	-5,9%
EBIT	10,6	7,1	-32,6%

Fonte: Neodecortech, Analisi Value Track

Gruppo Neodecortech: Evoluzione EBITDA 2016-2019



Fonte: Neodecortech, Analisi Value Track (*) escluso impianto di cogenerazione - Dati aggregati

Gruppo Neodecortech: Ripartizione ricavi ed EBITDA per divisione 2018-2019

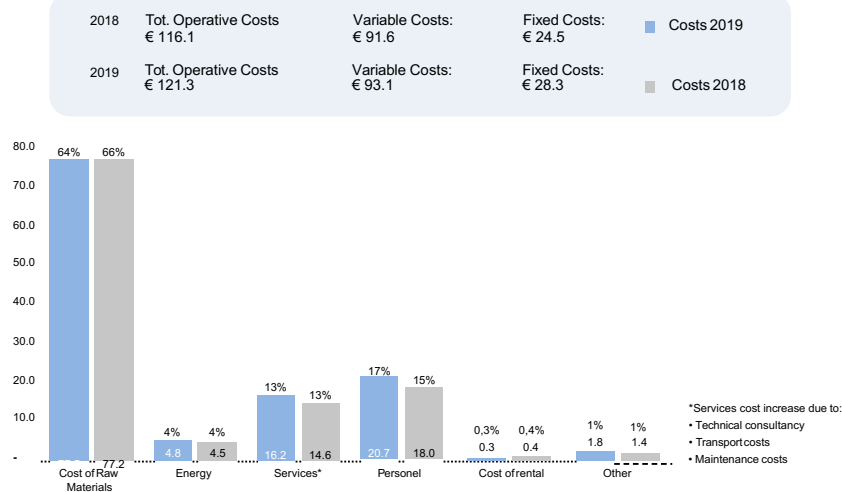
€m, IASB	2018FY	2019FY	Var. % YoY
Divisione Energia			
EBITDA Adj. (€m)	5,7	4,6	-20,1%
Margine EBITDA (%)	18,3%	14,5%	
Divisione Carta			
EBITDA Adj. (€m)	6,1	5,9	-2,0%
Margine EBITDA (%)	9,3%	9,7%	
Divisione Carta Decorativa			
EBITDA Adj. (€m)	7,2	7,4	2,0%
Margine EBITDA (%)	14,2%	13,0%	

Fonte: Neodecortech, Analisi Value Track

Focus sulla ripartizione dei costi operativi

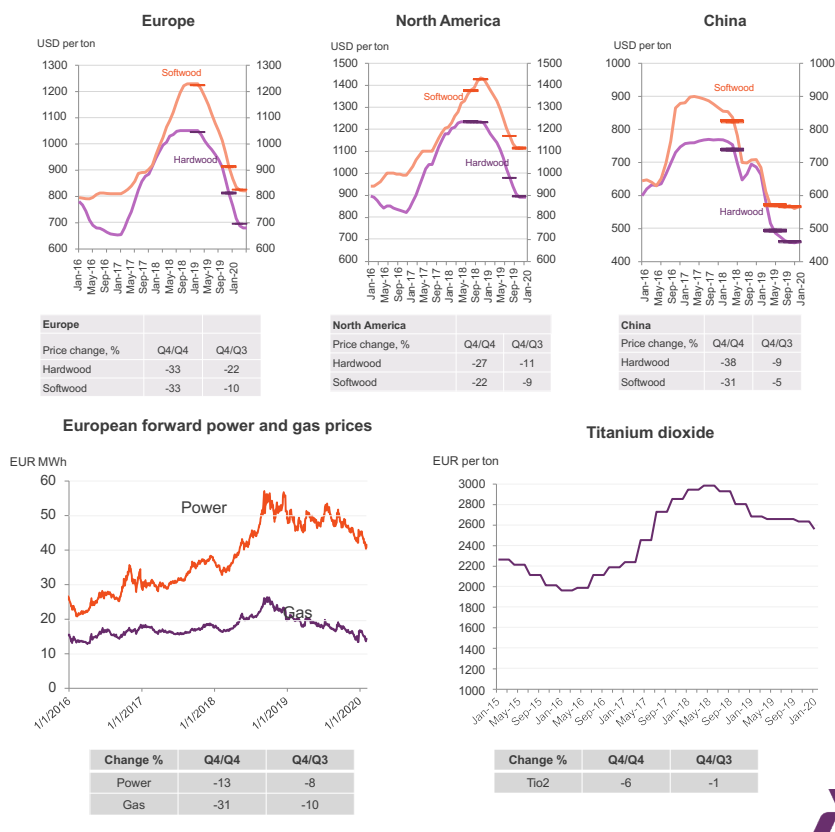
L'esposizione ai prezzi delle materie prime rappresenta una delle caratteristiche principali dell'attività di Neodecortech, in quanto esse costituiscono quasi i due terzi dei costi operativi totali del Gruppo. In FY19 tali costi sono rimasti sostanzialmente stabili, mentre il costo del lavoro è cresciuto (oneri stock grant + manodopera supplementare) con i costi di translisting al MTA.

Gruppo Neodecortech: Costi operativi per categoria (€m) 2018-19



Fonte: Neodecortech

Materie prime: Evoluzione del prezzo della cellulosa, dell'energia e del titanio



Fonte: Ahlstrom-Munksjö

Forte generazione di cassa nel 2019

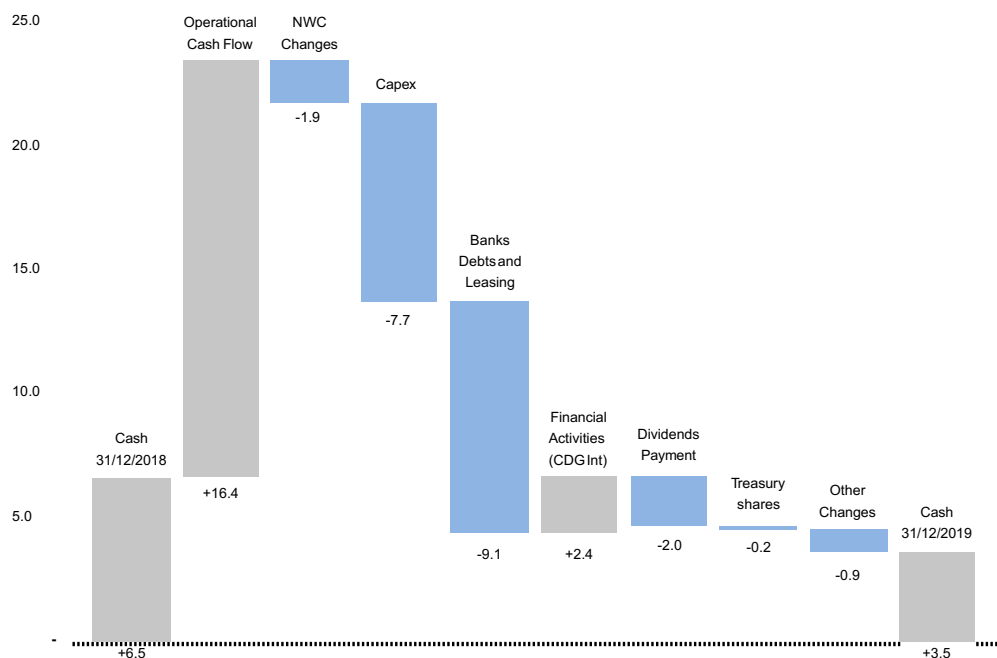
L'Indebitamento Finanziario Netto di Gruppo è sceso a € 40,5 milioni a fine 2019, con una diminuzione di circa € 3,5 milioni YoY, in quanto gli esborsi capex (€ 7,7 milioni), le imposte di cassa, gli oneri finanziari netti e i dividendi sono stati compensati dalla generazione di flussi di cassa operativi e dalla cessione di alcune attività finanziarie minori.

Gruppo Neodecortech: Rendiconto finanziario 2018-2019FY

€m	2018FY	2019FY
EBITDA	17,7	15,9
Fabbisogno CC Op.	0,5	0,2
Capex	-7,7	-7,7
Variazione fondi	0,7	0,1
OpFCF ante imposte	11,2	8,5
Imposta di cassa	-1,6	-1,3
OpFCF netto imposte	9,6	7,2
Componenti economici diversi (incl. inv. fin.)	-2,1	0,2
Attività finanziaria	-2,9	-1,9
Apporto di capitale	0,0	0,0
Dividendi corrisposti	-2,0	-2,0
Flusso di cassa generato	2,6	3,5

Fonte: Neodecortech, Analisi Value Track

Gruppo Neodecortech: 2019 Analisi flussi di cassa



Fonte: Neodecortech

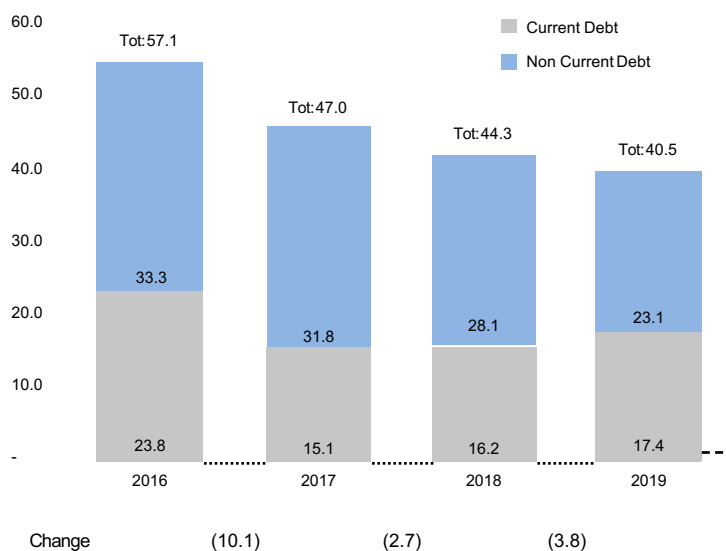
Di conseguenza, Neodecortech si attesta attualmente a un rapporto indebitamento netto/EBITDA di circa 2,5x. Il capitale investito è pari a circa il 40% dell'indebitamento netto e al 60% del patrimonio netto.

Neodecortech: Struttura patrimoniale 2017-2018

€m	2018FY	2019FY
Capitale Circolante	26,5	26,3
Attivo Fisso Netto	84,0	83,7
Accantonamenti	8,1	8,2
Totale Capitale Investito	102,9	101,8
Patrimonio netto di pertinenza del Gruppo	58,6	61,3
Pos. Fin. Netta [Indebitamento Netto (-) Disponibilità liquide (+)]	-44,3	-40,5

Fonte: Neodecortech, Analisi Value Track

Neodecortech: Struttura dell'indebitamento netto 2016-2019



Fonte: Varie

Andamenti contrastanti per i “peers” di Neodecortech

Il settore della carta decorativa soffre attualmente di un calo di domanda, iniziato in 4Q18 e proseguito in FY19, per effetto sia del peggioramento dei risultati economici in diversi contesti geografici che delle aspettative di prezzi delle materie prime più bassi, che hanno indotto a rinviare diverse decisioni di acquisto. Alla luce di tale scenario e al fine di valutare meglio la performance di Neodecortech in FY19, è utile valutare i risultati conseguiti da Neodecortech rispetto ai benchmark di settore sopra citati. Nel dettaglio:

- ◆ **Ahlstrom-Munksjö** registra un calo top line del -9,6% YoY in **4Q2019** nella divisione carta decorativa, per via dei prezzi di vendita più bassi e dei minori volumi di vendita. L'**EBITDA** diminuisce più che proporzionalmente (**-27,0% YoY** a € 8,4 milioni) anche per effetto di costi variabili relativamente più elevati.

Nell'intero esercizio **2019**, i ricavi netti flettono del -6,6% YoY, riducendo l'**EBITDA** del -**19,4%** a € 29,9 milioni (7,1% del fatturato).

- ◆ **Surteco** non ha ancora reso noti i dati relativi a FY19. In **3Q19** i ricavi delle attività decorative (circa il 75% del fatturato totale) aumentano del 2,5% YoY, mentre l'**EBIT** sale del +42,7% a € 9,6 milioni.

Nei **nove mesi del 2019**, i ricavi scendono del -1,6% YoY, ma ciò non ha impedito a Surteco di aumentare l'**EBIT** del **3,9%** rispetto all'esercizio precedente.

Imprese affini Neodecortech: Andamento Carta Decorativa Ahlstrom Munksjö

€m	4Q18 (pro forma)	4Q19	YoY
Ricavi Netti	115,1	104,1	-9,6%
EBITDA	11,5	8,4	-27,0%
Margine EBITDA	10,0%	8,0%	n.s.

€m	FY18	FY19	YoY
Ricavi Netti	451,9	422,1	-6,6%
EBITDA	37,1	29,9	-19,4%
Margine EBITDA	8,2%	7,1%	n.s.

Fonte: Ahlstrom-Munksjö, Analisi Value Track

Imprese affini Neodecortech: Andamento Carta Decorativa Surteco

€m	3Q18	3Q19	YoY
Totale Ricavi	125,4	128,5	2,5%
EBIT	6,8	9,6	42,7%
Margine EBIT	5,4%	7,5%	n.s.

€m	1Q18-3Q18	1Q19-3Q19	YoY
Totale Ricavi	397,1	390,7	-1,6%
EBIT	25,9	26,9	3,9%
Margine EBIT	6,5%	6,9%	n.s.

Fonte: Surteco, Analisi Value Track

Previsioni per il 2020

Evoluzione della domanda di mercato

La società ha recentemente lasciato intendere che la domanda del mercato globale della stampa decorativa (Cina esclusa) nel 2020 potrebbe crescere di circa l'1%-3% YoY, verosimilmente con qualche leggero calo nelle aree geografiche interessate da incertezze macroeconomiche. Si prevede una crescita più sostenuta in settori quali le superfici super opache e i materiali vinilici, verso i quali Neodecortech ha spostato i suoi investimenti produttivi più recenti.

Priorità di Neodecortech

Neodecortech ha recentemente depositato la richiesta di ammissione alla negoziazione delle azioni e dei warrant della Società sul MTA; l'iter dovrebbe completarsi entro primavera.

Per quanto riguarda lo sviluppo dell'attività, nonostante la crescita single digit della domanda di mercato, Neodecortech dovrebbe continuare a valutare/perseguire alcune opportunità di investimento nel settore delle nuove tecnologie, delle migliorie agli impianti e dell'espansione dei mercati (Germania e Stati Uniti potrebbero essere le aree ideali per rafforzare la propria presenza).

Opportunità di investimento

Area	Logica di investimento
Nuove tecnologie	Ulteriori investimenti in laminazione film Stampa digitale
Migliorie agli impianti	Aumentare l'efficacia di processo Aumentare la qualità del prodotto Adottare la tecnologia Industria 4.0
Espansione sul mercato	Aumentare la quota di mercato Acquisire nuovi mercati

Fonte: Neodecortech, Analisi Value Track

Più nello specifico, per quanto riguarda i prodotti storici (carta stampata ed impregnata), Neodecortech ha annunciato che intende rafforzare la propria crescita:

- ◆ Aumentando l'offerta e introducendo entro marzo 2020 tutte le varianti offerte nell'ambito del film stampato plastico o PPF (plastic printed film) e del film stampato plastico laminato o PPLF (plastic printed laminated film) da impiegare per la produzione della nuova categoria di flooring che è l'LVT (luxury vinyl tiles), in particolare in quelle aree geografiche dove tale prodotto è molto apprezzato: USA e Regno Unito;
- ◆ Ampliando la famiglia dei Laminati con il lancio di un nuovo formato (142 cm, produzione avviata a gennaio, oltre ai 130 cm) e con nuovi principali clienti in aree geografiche al momento non coperte;
- ◆ Introducendo entro marzo 2020 la nuova famiglia dei Prodotti anti-impronta, EOS, sia su supporto cartaceo che termoplastico.

Previsioni finanziarie 2020E-21E

Stiamo rivedendo le nostre previsioni finanziarie 2020E-21E per tener conto di:

- ◆ Un approccio più cauto all'evoluzione della domanda di mercato, quasi interamente compensato da un più rigido controllo sui costi;
- ◆ Altri oneri straordinari nel 2020E relativi al translisting al MTA;
- ◆ Ammortamenti più elevati relativi agli investimenti effettuati nel 2018-19;
- ◆ Riduzione prevista del capex, in quanto il piano d'investimenti a breve termine si sta avviando a conclusione.

Nel complesso, nei prossimi due anni prevediamo **ricavi** in costante crescita con un **CAGR mid single digit**, sostenuti da nuovi prodotti a livello di carta decorativa. BEG e CdG, al contrario, dovrebbero rimanere quasi piatti. **Anche l'EBITDA-EBIT dovrebbe crescere** grazie soprattutto alla maggiore incidenza del settore dei film plastici ad alta redditività e alle materie prime attualmente sotto controllo. La **Posizione Finanziaria Netta** è prevista in diminuzione di circa **€ 35 milioni** e di circa **€ 31 milioni** rispettivamente **entro il 2020E e il 2021E** grazie a minori oneri di capex. Tale dato comporterebbe una riduzione dell'indebitamento netto/EBITDA nell'ordine del 1,6x entro il 2021E, consentendo così una maggiore flessibilità.

Neodecortech: Nuove vs. precedenti stime 2020E-21E

€m	2020E			2021E		
	Precedente	Nuovo	Variazione	Precedente	Nuovo	Variazione
Ricavi delle vendite di Gruppo	147,7	139,9	-5,3%	152,6	145,4	-4,7%
Totale ricavi di Gruppo	149,7	142,9	-4,6%	155,4	149,3	-3,9%
EBITDA Adj. (ante oneri straordinari)	19,0	18,9	-0,7%	20,4	19,7	-3,3%
EBITDA Rep. (al netto oneri straordinari)	19,0	18,3	-3,7%	20,4	19,7	-3,1%
EBIT	10,5	9,6	-8,6%	11,6	11,0	-4,6%
Utile ante imposte	7,9	7,8	-1,2%	9,0	9,5	5,0%
Utile Netto	6,3	6,1	-3,7%	6,9	7,4	7,0%
Utile Netto Adjusted	6,9	6,5	-6,0%	6,9	7,4	7,0%
OpFCF netto imposte	8,6	8,8	0,2	9,5	7,6	-2,0
Posizione Finanziaria Netta	-37,5	-35,4	2,1	-32,6	-31,4	1,2

Fonte: Analisi Value Track

Gruppo Neodecortech: Ripartizione Top Line per divisione 2019A-2021E

€m, IAS	2019A	2020E	2021E
Divisione Energia	31,7	32,1	32,1
Divisione Carta	61,3	63,1	65,0
Divisione Carta Decorativa	56,5	62,0	66,2
Ricavi Lordi	149,4	157,1	163,2
Elisioni infragruppo	-13,6	-14,2	-13,9
Totale Ricavi	135,9	142,9	149,3

Fonte: Neodecortech, Analisi Value Track

Gruppo Neodecortech: Evoluzione del P&L 2018A-21E

(€m)	2018A	2019A	2020E	2021E
Ricavi Lordi	147,7	149,4	157,1	163,2
Elisioni	-14,3	-13,6	-14,2	-13,9
Ricavi Netti	133,4	135,9	142,9	149,3
Materie prime	-77,2	-77,5	-81,2	-84,3
Costo del lavoro	-18,0	-20,7	-20,0	-20,5
Altro Opex	-20,5	-21,7	-23,5	-24,7
EBITDA	17,7	15,9	18,3	19,7
Ammortamenti & Accantonamenti	-7,2	-8,8	-8,7	-8,7
EBIT	10,6	7,1	9,6	11,0
Interessi passivi/attivi	-3,0	-1,9	-1,8	-1,6
Utile ante imposte	7,6	5,2	7,8	9,5
Imposte	-1,6	-1,2	-1,8	-2,1
Azionisti terzi	0,0	0,0	0,0	0,0
Utile Netto	6,0	4,0	6,1	7,4

Fonte: Analisi Value Track

Gruppo Neodecortech: Evoluzione dello stato patrimoniale 2018A-21E

(€m)	2018A	2019A	2020E	2021E
Attivo Fisso Netto	84,0	83,7	81,0	79,3
Capitale Circolante	26,5	26,3	28,0	31,3
Accantonamenti	7,8	8,2	8,2	8,4
Totale Capitale Investito	102,6	101,8	100,9	102,2
Patrimonio netto di pertinenza del Gruppo	58,6	61,3	65,5	70,8
Pos. Fin. Netta [Indebitamento Netto (-) Disponibilità liquide (+)]	-44,0	-40,5	-35,4	-31,4

Fonte: Analisi Value Track

Gruppo Neodecortech: Evoluzione del rendiconto finanziario 2018A-21E

(€m)	2018A	2019A	2020E	2021E
EBITDA	17,7	15,9	18,3	19,7
Fabbisogno capitale circolante	0,5	0,2	-1,7	-3,3
Capex	-6,5	-8,0	-6,0	-7,0
Variazione fondi	1,0	0,4	-0,1	0,2
OpFCF ante imposte	12,7	8,5	10,6	9,6
Imposta di cassa	-1,6	-1,2	-1,8	-2,1
OpFCF netto imposte	11,1	7,2	8,8	7,6
Apporto di capitale	0,0	0,0	0,0	0,0
Componenti economici diversi (incl. inv. fin.)	-3,2	0,3	0,0	0,0
Attività finanziaria	-3,0	-1,9	-1,8	-1,6
Dividendi corrisposti	-2,0	-2,0	-1,9	-2,0
Flusso di cassa generato	2,9	3,5	5,1	4,0

Fonte: Analisi Value Track

Valutazione

Sulla base delle nostre stime riviste, dei multipli aggiornati dei peers e del risultato DCF, abbiamo calcolato un fair equity value a € 5,00 per azione su base “fully diluted” (ipotizzando circa 0,7 milioni di nuove azioni da emettere, da assegnare a key manager nell’ambito del piano di stock grant), sostanzialmente allineato al nostro precedente € 5,20 previsto a settembre sulla base del numero di azioni in circolazione.

Al fair value, il titolo verrebbe scambiato a 5,7x EV/EBITDA, 10,6x P/E e 1,1 P/B 2020E. Segue un’analisi di sensitività dei multipli impliciti di borsa Neodecortech nella fascia di prezzo delle azioni da € 3,8 a € 6,2.

Neodecortech: Analisi di sensitività dei multipli impliciti di borsa nella fascia di prezzo delle azioni da € 3,8 a € 6,2

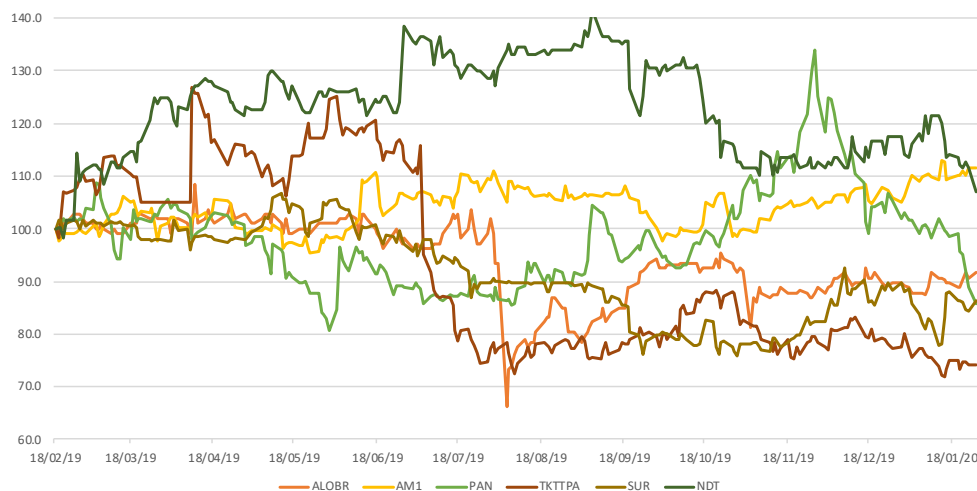
Quotazioni azionarie	Capitalizzazione di Borsa (€m)	EV / Fatturato		EV / EBITDA		EV / EBIT		P / E		P / B	
		2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
€ 3,8	€ 52	0,6	0,6	4,8	4,2	9,1	7,6	8,1	7,1	0,8	0,7
€ 4,2	€ 58	0,7	0,6	5,1	4,5	9,7	8,1	8,9	7,8	0,9	0,8
€ 4,6	€ 63	0,7	0,6	5,4	4,8	10,3	8,6	9,8	8,6	1,0	0,9
€ 5,0	€ 69	0,7	0,7	5,7	5,1	10,9	9,1	10,6	9,3	1,1	1,0
€ 5,4	€ 74	0,8	0,7	6,0	5,4	11,4	9,6	11,4	10,1	1,1	1,1
€ 5,8	€ 80	0,8	0,7	6,3	5,6	12,0	10,1	12,3	10,8	1,2	1,1
€ 6,2	€ 86	0,8	0,8	6,6	5,9	12,6	10,6	13,1	11,6	1,3	1,2

Fonte: Analisi Value Track (*) Interamente diluito

Valutazione in base a multipli

Per gran parte degli ultimi dodici mesi, il titolo Neodecortech ha superato i principali affini quali Surteco e Ahlstrom-Munksjö. Ahlstrom-Munksjö ha annullato la propria sottoperformance solo di recente.

Neodecortech vs. “peers”: Evoluzione del titolo Febbraio 2019 - Febbraio 2020



Fonte: S&P Capital IQ

Sebbene Neodecortech abbia ottenuto in media risultati migliori rispetto agli affini, il titolo viene tuttora trattato con uno sconto significativo a circa 4,4x EV/EBITDA_{20E} e 6,9x P/E_{20E} vs. gli affini, rispettivamente a 5,6x e 12,0x.

Neodecortech vs. affini: Multipli di borsa

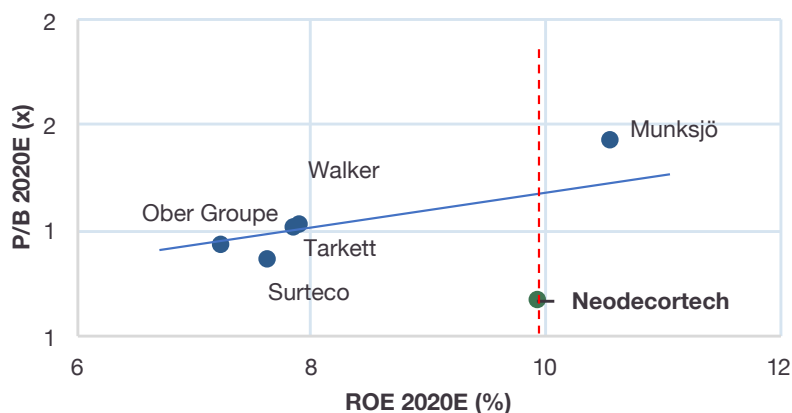
Società	EV / EBITDA (x)		EV / EBIT (x)		P / E (x)		EV / OpFCF (x)(*)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
Surteco	5,6	5,2	10,6	9,6	11,7	11,2	10,0	9,3
Walker	5,2	4,8	8,6	7,9	13,7	12,1	8,3	7,4
Tarkett	5,8	5,3	11,4	10,3	13,6	10,4	10,4	9,0
Gruppo Panaria	5,0	na	13,9	na	5,7	na	8,2	na
Munksjö	6,6	5,8	12,5	10,2	14,4	11,3	10,1	8,5
Ober Groupe	n.s.	n.s.	14,3	11,3	13,1	13,1	na	na
Media	5,6	5,3	11,9	9,8	12,0	11,6	9,4	8,5
Mediano	5,6	5,3	11,9	10,2	13,4	11,3	10,0	8,7
Neodecortech	4,4	3,9	8,4	6,9	6,9	6,1	6,5	6,0
Sconto vs. media	-22%	-27%	-29%	-29%	-43%	-48%	-30%	-30%
Sconto vs. mediano	-22%	-26%	-30%	-32%	-48%	-46%	-34%	-31%

Fonte: Consensus di mercato, Analisi Value Track (** OpFCF definito come (EBITDA-CAPEX)

La sottovalutazione del titolo NDT rispetto ai principali affini internazionali può essere meglio compresa osservando il multiplo P/BV 2020E. NDT viene infatti scambiato a 0,7x nonostante un ROE del 10,0%, mentre Ahlstrom-Munksjö passa di mano con un P/BV a circa 2x con un ROE simile (10,6%).

Un fair value di 1,0x-1,1x P/BV_{20E} darebbe di conseguenza un **fair value interamente diluito di € 4,75 - € 5,22** per ogni azione NDT.

Neodecortech vs. affini: P/BV vs. ROE 2020E



Fonte: Consensus di mercato, Analisi Value Track

Modello Discounted Cash Flow

La valutazione DCF del patrimonio netto di Neodecortech si basa su un WACC dell'8,2% che converge progressivamente a lungo termine verso il 9,2% circa, ovvero il costo del capitale proprio unlevered.

Questo è il risultato di un approccio CAPM ampliato sulla base di un premio per il rischio azionario italiano del 7,37% e un premio aggiuntivo di "liquidità" del 2,0% al fine di remunerare gli investitori che operano sul mercato azionario "sottile" dell'AIM Italia.

Il Perpetuity Growth Rate (PGR) è fissato al 2,0% e applicato ai dati 2028E, in quanto abbiamo utilizzato proiezioni di bilancio esplicite a far data dall'esercizio 2019E per arrivare al 2027E.

Sulla base di tali ipotesi, si ricava un **valore DCF di € 5,11 per azione su base "fully diluted"**.

Neodecortech: Tabella riassuntiva Modello Discounted Cash Flow

€m	
VA dei flussi di cassa futuri FY18E-FY27E	50,5
VA del Terminal Value con PGR al 2%	60,5
Fair Enterprise Value	11,0
EV/EBITDA implicito '20E (x)	6,1x
Posizione finanziaria netta 2019A	-40,5
Fair Equity Value (€m)	70,5
Numero di azioni interamente diluito (mn)	13,8
Fair Equity Value per azione (€)	5,11

Fonte: Analisi Value Track

Appendice: Neodecortech in breve

Leader nel settore delle superfici decorative

Con sede a Filago (BG) e tre stabilimenti produttivi interamente di proprietà situati in Italia, **Neodecortech opera nella nicchia delle superfici decorative** offrendo un'ampia gamma di soluzioni per l'industria dell'interior design e della pavimentazione. Anche se il ciclo produttivo si sviluppa interamente in Italia, **l'Italia rappresenta meno del 30% dei ricavi di Neodecortech.**

Fino alla finalizzazione della recente IPO, il Gruppo era detenuto interamente dalla famiglia Valentini. Il Top Management è, tuttavia, composto da manager esterni che vantano un'esperienza consolidata nel settore.

Offerta: 51 prodotti suddivisi in sei categorie



Décor Papers

Semi-finished products used for High and Low Pressure Laminates and flooring divided into three main product types:

- base papers;
- unicolours;
- backing papers.



Decorative printed papers

Produced in woodgrain, stone and fancy designs, due to become the surfaces used in the furniture and flooring industries.



Finish Foils

Finish foils meeting the need for surfacing materials offering an authentic look, texture realism and affordable manufacturing cost.



Melamine Films

Melamine films are decorative papers impregnated with thermoplastic resins that convert into strong and durable surfaces for the furniture and flooring industries.



PPF & PPLF for luxury vinyl tiles

Printed plastic films offering the same high resemblance to natural materials than Decorative papers in spite of being produced on a plastic substrate. They are employed in the production of high performance flooring materials (LVT) and vertical surfaces.



Laminates

Decorative Laminates are surfacing materials produced in continuous with our décor papers that cover a huge number of applications thanks to their resistance, flexibility and superb appearance.

Fonte: Neodecortech

Mercato di riferimento: estremamente ricercato, di piccole dimensioni, controllato da operatori tedeschi

Neodecortech opera in nicchie molto ricercate, dove ogni specialità cartaria ha una propria peculiarità produttiva che non consente di sfruttare sinergie entrando in più di un mercato contemporaneamente. Di conseguenza, tali mercati non si addicono ai grandi produttori/stampatori di carta.

Le caratteristiche principali del mercato della **Carta Decorativa** sono:

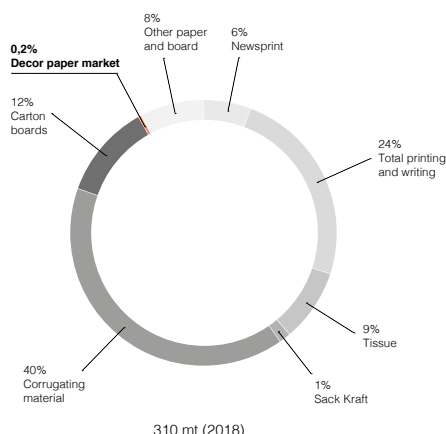
- ◆ Tasso di crescita mid single digit (es. Cina);
- ◆ Barriere d'ingresso elevate e controllate (in Europa) da player tedeschi;
- ◆ Esposizione a mercati finali ciclici quali la produzione di arredi e pannelli per pavimentazione.

L'altro mercato a cui è esposto Neodecortech, quello dei **Film Plastici**, è caratterizzato da:

- ◆ Significativi investimenti tecnologici;
- ◆ Elevato tasso di crescita previsto per il futuro;
- ◆ Redditività sostenuta.

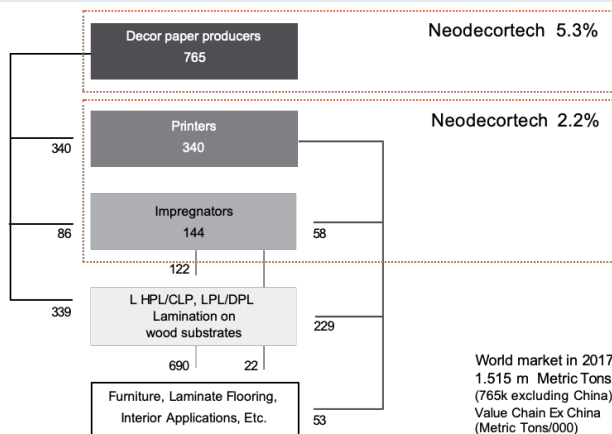
Una citazione a parte va riservata agli operatori cinesi che, negli ultimi anni, hanno immesso unicamente sul mercato interno la capacità produttiva.

Il mercato della carta decorativa: 0,2% del totale Carta e Cartone



Fonte: Ricerche di mercato sulla carta decorativa 2019 - Poyry

Mercato globale tonnellate/000 (es. Cina) Produzione di carta decorativa



Fonte: Ricerche di mercato sulla carta decorativa 2018 - Munksjo

Modello di business verticalmente integrato gestito da tre (e mezzo) entità sinergiche

Neodecortech gestisce un modello di business verticalmente integrato, ovvero non solo stampa carta decorativa (e Film Plastici), ma produce internamente gran parte della carta decorativa che stampa e la maggior parte dell'energia necessaria nel processo produttivo, caratteristica essenziale per essere competitivi a livello di costi. Ciò viene effettuato da **tre entity altamente sinergiche**, dove l'unità a monte funge da fornitore di quella a valle:

- ◆ **Impianto di cogenerazione.** Fornisce energia elettrica e termica principalmente alla cartiera del Gruppo. L'attività è gestita dalla legal entity denominata Bio Energia Guarcino Srl (**BEG**);
- ◆ **Cartiera.** Si occupa della produzione di carte decorative per laminazione ad alta e bassa pressione e per soluzioni di pavimentazione. L'attività è gestita da Cartiere di Guarcino SpA (**CdG**);
- ◆ **Stampa e impregnazione.** Consiste nella stampa/impregnazione di carta decorativa (e Film Plastici). L'attività è gestita da Neodecortech S.p.A. (già Confalonieri S.p.A., **CONF**).

A queste entità si aggiunge anche l'attività di laminazione recentemente acquisita da CorbettaFia.

Gruppo Neodecortech: Impianti ed operazioni

GUARCINO (FR) EP		PAPER MILL PM	
ENERGY PLANT		PAPER MILL	
Total Area	9.000 sqm	Total Area	144.000 sqm
Covered Area	1.000 sqm	Covered Area	21.000 sqm
Reconstruction Value	€ 22 mln	Reconstruction Value*	€ 97 mln
Fixed Assets (Net Book Value)	€ 13,3 mln	Fixed Assets (Net Book Value)	€ 36 mln
Number of Employees	2	Number of Employees	166
Number of shifts	3-7/24	Number of shifts	3-7/24
		Production SBU	
		Cartiere di Guarcino	36.546 ton
FILAGO (BG) PI		CASOLI DI ATRI (TE) L	
PRINTING AND IMPREGNATION		LAMINATION	
Total Area	96.978 sqm	Total Area	18.000 sqm
Covered Area	37.732 sqm	Covered Area	6.037 sqm
Reconstruction Value*	€ 108 mln	Reconstruction Value	€ 22 mln
Fixed Assets (Net Book Value)	€ 24,6 mln	Fixed Assets (Net Book Value)	€ 3,6 mln
Number of Employees	181	Number of Employees	29
Number of shifts	3-5/24	Number of shifts	3-5/24
Impregnation SBU	2.947 ton	Production	1.400 ton
Printing SBU	6.456 ton		

Fonte: Neodecortech (*) Come da rapporto di valutazione assicurativa

La produzione di ogni entity non utilizzata internamente viene commercializzata a terzi sul mercato di riferimento. Ciò testimonia la competitività dei prodotti Neodecortech.

I principali vantaggi dell'integrazione verticale possono essere riassunti come segue:

- ◆ Maggiore efficienza operativa / flessibilità;
- ◆ Efficienza in termini di costi, grazie alle importanti sinergie infragruppo e alla riduzione dei costi di acquisto;
- ◆ Riduzione del time-to-market;
- ◆ Profilo di rischio più basso (ovvero nessuna discontinuità operativa in caso di interruzione dell'attività).

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. **NEODECORTECH S.P.A. (THE “COMPANY”) IS / HAS BEEN IN THE PAST A RESEARCH CLIENT OF VALUE TRACK S.R.L.** HOWEVER THIS DOCUMENT HAS BEEN PRODUCED INDEPENDENTLY OF AND ITS SHAREHOLDERS, AND 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.