

Neodecortech Spa

Sector: Décor surfaces



Lottando con le unghie e con i denti

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

Mercato di riferimento fiacco in 1H19

Il mercato della carta decorativa soffre attualmente di un calo della domanda, iniziato in 4Q18 e proseguito in 1H19. Ahlstrom-Munksjö e Surteco (i due leader del mercato europeo nel settore) registrano un calo in tale business del 15,1% (EBITDA) e del 9,9% (EBIT) YoY in 1H.

Ma Neodecortech fa meglio della concorrenza

I risultati conseguiti da Neodecortech in 1H19 superano di gran lunga quelli della concorrenza, grazie alla sua focalizzazione su nicchie a più alto valore aggiunto e alla sua struttura verticalmente integrata.

- ◆ I ricavi delle vendite crescono del +2,2% YoY, (-4,2% a perimetro omogeneo) con la Divisione Energia (+8,6% YoY) a piena capacità, la Carta Decorativa (+11,6% YoY) che beneficia del consolidamento degli asset CorbettaFia, mentre la Cartiera è in calo dell'11%, anche per effetto di un fermo produttivo durato due settimane;
- ◆ EBITDA Adj. a € 8,5mn, -2,7% YoY, anche a causa della diminuzione dei prezzi delle materie prime. L'EBITDA Reported è in calo del 13,6% YoY, dato gravato da oneri derivanti dal piano di stock grant;
- ◆ Debito netto €48,3mn, con una riduzione di €4,9mn rispetto all'1H18.

Revisione delle stime 2019E-20E

Neodecortech prevede un outlook positivo per la seconda metà dell'anno, trainato da una ripresa del fatturato già realizzata nei mesi di luglio e agosto. Pertanto, la necessaria revisione al ribasso delle nostre stime 2019E-20E non è significativa. Le nostre stime aggiornate prevedono infatti:

- ◆ Ricavi netti in crescita a un CAGR 2018A-20E pari al 6,7%;
- ◆ EBITDA Adjusted a € 19,0mn e € 19,7mn nel 2019E-20E, grazie alla crescita dei Film Plastici e ai prezzi delle materie prime in calo;
- ◆ Utile netto in crescita ad un CAGR 2018A-20E del 6,2%;
- ◆ Posizione finanziaria netta in diminuzione a €38,8mn entro il 2020E.

Fair Value € 5,20 per azione

Il titolo NDT ai prezzi attuali risulta, a nostro avviso, sottovalutato. Ciò detto, rivediamo la nostra valutazione "fair" del titolo a € 5,20 per azione (in calo rispetto al precedente € 5,40), il che implica multipli fair di 1,0x P/BV e di 5,5x EV/EBITDA Adj. 2020E. Se consideriamo l'esercizio del piano di stock grant, che prevede l'emissione di ulteriori 690k azioni, come se fosse già finalizzato, il fair value p.a. si attesterebbe a € 4,94.

Analista

Marco Greco

+39 02 80886654

marco.greco@value-track.com

Fair Value (€)	5.20
Market Price (€)	3.82
Market Cap. (€m)	50.0

KEY FINANCIALS (€m)	2018A	2019E	2020E
REVENUES	133.4	139.8	151.7
EBITDA (*)	17.7	17.3	19.7
EBIT (*)	10.6	8.9	11.1
NET PROFIT (*)	6.0	5.2	6.8
EQUITY	58.6	61.8	66.6
NET FIN. POS.	-44.3	-42.8	-38.3
EPS ADJ. (€)	0.46	0.57	0.61
DPS (€)	0.15	0.15	0.15

Source: NDT (historical figures), Value Track (estimates)

(*) 2018A-19E al netto degli oneri di stock grant (see pag. 12)

RATIOS & MULTIPLES	2018A	2019E	2020E
EBITDA MARGIN (%)(*)	13.3	12.4	13.2
EBIT MARGIN (%)(*)	7.9	6.4	7.4
NET DEBT / EBITDA (x)(*)	2.5	2.5	2.0
NET DEBT / EQUITY (%)	76	69	58
EV/EBITDA (x)(*)	5.1	5.4	4.6
EV/EBIT (x)(*)	8.6	10.4	8.1
P/E ADJ. (x)	6.9	7.6	6.9
P/BV (x)	0.9	0.8	0.8

Source: NDT (historical figures), Value Track (estimates)

(*) 2018A-19E al netto degli oneri di stock grant (see pag. 12)

STOCK DATA

FAIR VALUE (€)	5.20
MARKET PRICE (€)	3.82
SHS. OUT. (m)	13.1
MARKET CAP. (€m)	50.0
FREE FLOAT (%)	27.2
AVG. -20D VOL. ('000)	18.553
RIC / BBG	NDT.MI / NDT IM
52 WK RANGE	2.66-4.32

Source: Stock Market Data



Business Description

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.

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

Key Financials

€mn	2017A	2018A	2019E	2020E
Totale Ricavi	127.7	133.4	139.8	151.7
Var. % YoY	10.5%	4.4%	4.8%	8.5%
EBITDA Reported (*)	14.2	17.7	17.3	19.7
Margine EBITDA Reported	11.1%	13.3%	12.4%	13.2%
EBIT Reported (*)	7.9	10.6	8.9	11.1
Margine EBIT Reported	6.2%	7.9%	6.4%	7.4%
Utile Netto Reported (*)	4.1	6.0	5.2	6.8
Var. % YoY	-8.8%	48.4%	-13.2%	30.1%
PFN	-46.9	-44.3	-42.8	-38.8
PFN / EBITDA (x)	3.3	2.5	2.5	2.0
Capex	-7.6	-6.5	-8.5	-9.0
OpFCF ante imposte	2.9	10.3	7.1	10.3
OpFCF ante imposte su % EBITDA	20.3%	58.0%	41.3%	52.4%

Source: Company SpA (historical figures), Value Track (estimates)

(*) 2018A-19E figures after stock grant charges (see pag 12)

Investment case

Investment case

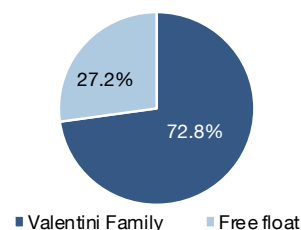
Punti di forza / Opportunità

- ◆ 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

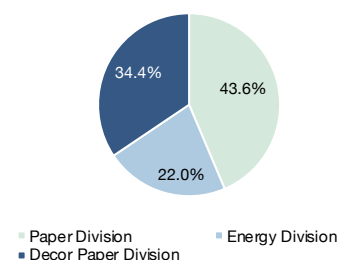
- ◆ Dimensioni molto inferiori rispetto ai concorrenti tedeschi;
- ◆ Flessibilità finanziaria limitata dovuto a una leva finanziaria superiore al previsto;
- ◆ Esposizione ad un numero esiguo di clienti e fornitori.

Struttura azionaria



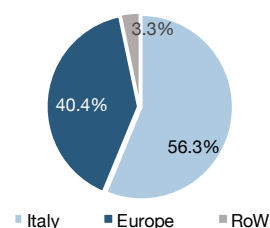
Source: Neodecortech SpA

Sales breakdown by Business Unit



Source: Neodecortech SpA

Sales breakdown by geography



Source: Neodecortech SpA

Multipli azionari @ €5.20 Fair Value

	2019E	2020E
EV / SALES (x)	0.79	0.72
EV / EBITDA ADJ.(x)	5.8	5.5
EV / EBIT ADJ. (x)	10.5	7.4
EV / CAP.EMP. (x)	1.1	1.0
OpFCF Yield (%)	6.4	9.5
P / E ADJ. (x)	10.4	9.3
P / BV (x)	1.1	1.0
Div. Yield. (%)	2.9	3.6

Source: Value Track

Mercato di riferimento fiacco in 1H19

Mercato di nicchia senza colossi

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

- ◆ Tasso di crescita mid single digit;
- ◆ 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.

Si tratta di un mercato di nicchia molto ricercato, dove ogni specialità cartaria ha una propria peculiarità produttiva che non consente di sfruttare sinergie entrando in più di un mercato contemporaneamente.

Di conseguenza, un simile mercato non si addice ai grandi produttori/stampatori di carta, anche se notiamo che i leader europei del settore quali Ahlstrom-Munksjö e Surteco vantano una dimensione che si avvicina al quadruplo di Neodecortech (NDT). Ma vedremo in seguito che NDT gode attualmente dei vantaggi nell'essere un player più piccolo, più flessibile e reattivo alle oscillazioni del mercato e meno correlato all'intero mercato stesso.

Domanda fiacca negli ultimi tre trimestri

Numerosi sono gli indizi che indicano quanto il settore della carta decorativa soffra attualmente di un calo della domanda, iniziato in 4Q18 e proseguito in 1H19, 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 1H19, è utile valutare i risultati conseguiti da Neodecortech rispetto ai benchmark di settore sopra citati:

- ◆ **Ahlstrom-Munksjö** ha registrato in 1H19 un calo top line del 4,2% YoY nella divisione Carta Decorativa (circa il 20% delle vendite totali), con prezzi di vendita più elevati più che compensati da minori volumi di vendita. L'**EBITDA** è diminuito più che proporzionalmente del **15,1%** per attestarsi a € 15,7 milioni, pari al 7,2% delle vendite nette, in gran parte riconducibile ai minori volumi di vendita e all'aumento dei costi variabili.
- ◆ **Surteco**, allo stesso modo, ha subito in 1H19 un rallentamento nello sviluppo della carta decorativa e una scarsità nella domanda di pavimenti laminati. Un contesto che ha determinato una flessione nei ricavi (circa il 70% delle vendite totali) e nell'**EBIT** delle attività decorative rispettivamente del 3,4% e del **9,9% YoY**.

Imprese affini Neodecortech: Andamento Carta Decorativa 1H18-1H19

€m	1H18	1H19	YoY
Ahlstrom Munksjö			
Ricavi Netti	227,7	218,1	-4,2%
EBITDA	18,5	15,7	-15,1%
Margine EBITDA	8,1%	7,2%	n.s.
Surteco			
Ricavi Netti	262,6	253,7	-3,4%
EBIT	19,2	17,3	-9,9%
Margine EBIT	7,3%	6,8%	n.s.

Fonte: Ahlstrom-Munksjö, Surteco, Analisi Value Track

Neodecortech sovraperforma il mercato

In base alle citate osservazioni sul mercato di riferimento, non sorprende che i dati finanziari 1H19 di Neodecortech recentemente approvati siano in flessione YoY. Occorre però sottolineare che **Neodecortech, a nostro avviso, evidenzia un andamento migliore del mercato** stesso almeno in termini di evoluzione della redditività. Infatti:

- ◆ I Ricavi Totali, ovvero il Valore della Produzione, aumentano del 2,2% YoY attestandosi a € 68,7 milioni (€ 64,4 milioni, -4,2% a perimetro omogeneo), rispetto al -3,8% del mercato (media di Surteco e Ahlstrom-Munksjö);
- ◆ L'EBITDA Adj. si attesta a € 8,5 milioni, pressoché piatto YoY (-2,7% più precisamente), grazie al posizionamento nella fascia alta di mercato e a un'efficace gestione degli acquisti di materie prime, che compensa la leva operativa che incide negativamente sulla divisione Cartiera. L'EBITDA Reported comunque diminuisce del 13,6% YoY a € 7,1 milioni, gravato da € 1,1 milioni di oneri non monetari relativi a stock grant;
- ◆ L'Indebitamento Netto a chiusura periodo si attesta a circa € 48,3 milioni rispetto ai € 53,2 milioni di fine giugno 2018.

Gruppo Neodecortech: Principali dati economico-finanziari 1H18 e 1H19

(€m)	1H18	1H19	Variazione YoY (%)
Totali Ricavi (V.d.P.)	67,2	68,7	2,2%
EBITDA	8,2	7,1	-13,6%
EBITDA Adj.	8,7	8,5	-2,7%
Utile Netto	2,7	1,1	-59,4%
Utile Netto Adj.	3,2	2,3	-28,3%
Posizione Finanziaria Netta	-53,2	-48,3	n.s.

Fonte: Neodecortech, Analisi Value Track

Crescita Top Line trainata dalle divisioni Energia e Carta Decorativa

Complessivamente, i ricavi totali registrano una crescita low single digit pari a € 68,7 milioni rispetto ai € 67,2 milioni in 1H18, trainati principalmente dalla divisione Energia.

- ◆ I **ricavi da Energia** si attestano a € 15,6 milioni, in crescita dell'8,6% YoY spinti dall'effetto volume. La produzione di energia, infatti, si avvicina alla piena capacità in 1H19, mentre l'incentivo delle materie prime risulta lievemente inferiore YoY.
- ◆ La **produzione di carta** rimane fiacca alla stregua del 2H18, con una flessione nei ricavi dell'11,0% YoY a € 32,1 milioni, dovuto al rallentamento della domanda (anche per via dell'atteggiamento attendista da parte dei clienti con l'andamento delle materie prime sulla riduzione dei prezzi), e di un temporaneo fermo produttivo a partire dal febbraio 2019 per effetto di una grandinata.
- ◆ **La Carta Decorativa** registra ricavi per € 28,7 milioni, +11,6% YoY (€ 24,5 milioni, ossia -5,0% a perimetro costante). Nonostante il rallentamento generale della domanda dei mercati internazionali, Neodecortech è riuscita a contrastare tale tendenza, accelerando l'offerta di tutte le varianti di film plastici stampati (+12,3% YoY) e consolidando le nuove attività acquisite ex CorbettaFia.

Gruppo Neodecortech: Ripartizione Top Line per divisione 2017-2018

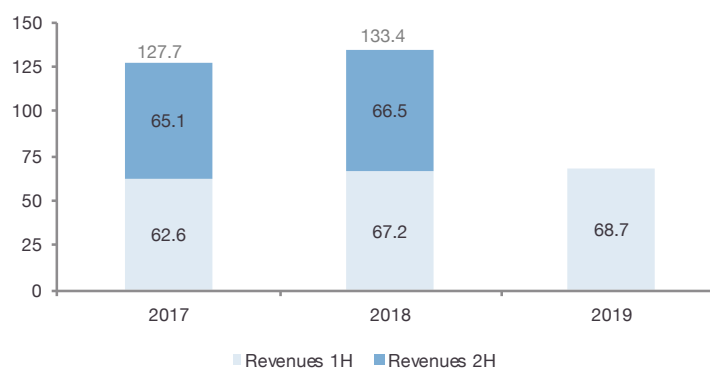
€m, IAS	1H18	1H19	Var. % YoY
Divisione Energia	14,3	15,6	8,6%
Divisione Carta	36,1	32,1	-11,0%
Divisione Carta Decorativa	25,8	28,7	11,6%
Ricavi Lordi	76,2	76,5	0,4%
Elisioni infragruppo	-9,0	-7,8	n.s.
Totale Ricavi	67,2	68,7	2,2%

Fonte: Neodecortech, Analisi Value Track

Gruppo Neodecortech: Analisi dei volumi di produzione 2014-1H18A

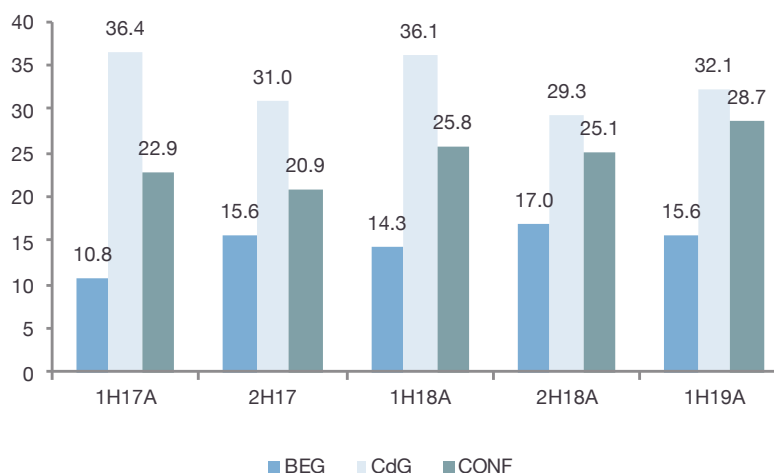
	1H18A	1H19	Var. % YoY
CONF (Neodecortech SpA)			
Stampato (m mq)	54,8	47,9	-12,6%
Impregnazione (m mq)	21,3	21,6	1,4%
Film plastici (m mq)	2,8	3,1	10,7%
Laminato (m mq)	--	1,8	n.s.
CdG			
Volumi di carta (tonnellate)	19.153	17.500	-8,6% (*)
BEG			
Elettricità prodotta (MWh)	64.865	74.040	14,1%

Fonte: Neodecortech, Analisi Value Track (*) impattato dal temporaneo fermo produttivo nel febbraio 2019

Gruppo Neodecortech 2017-1H19: Evoluzione dei ricavi consolidati di Gruppo


Fonte: Neodecortech, Analisi Value Track

Ricavi lordi di Gruppo suddivisi per legal entity



Fonte: Neodecortech, Analisi Value Track

Evoluzione della redditività impattata dal “piano di stock grant”

L'EBITDA Adj. si attesta a € 8,5 milioni, sostanzialmente piatto YoY, grazie principalmente al posizionamento nella fascia alta di mercato di NDT e alla diminuzione dei prezzi delle materie prime (vedi paragrafo successivo su questo punto), che ha compensato la leva operativa che impatta negativamente sulla divisione Cartiera.

L'EBITDA e l'EBIT Reported, tuttavia, flettono rispettivamente del 13,6% e del 37,9% YoY, gravati da oneri di quotazione per oltre € 1,4 milioni e da spese sostenute per il piano di stock grant, in quanto i relativi obiettivi finanziari sono stati raggiunti da NDT.

Gruppo Neodecortech: Evoluzione EBITDA, EBIT

(€m)	1H18	1H19	Variazione YoY (%)
EBITDA	8,2	7,1	-13,6%
<i>Margine EBITDA su % Ric. Tot.</i>	<i>12,2%</i>	<i>10,3%</i>	<i>-1,9%</i>
EBITDA Adj.	8,7	8,5	-2,7%
<i>Margine EBITDA Adj. su % Ric. Tot.</i>	<i>11,4%</i>	<i>11,1%</i>	<i>-3,1%</i>
EBIT	4,7	2,9	-37,9%
<i>Margine EBIT su % Ric. Tot.</i>	<i>5,2</i>	<i>4,3</i>	<i>-17,2%</i>

Fonte: Neodecortech, Analisi Value Track

Per quanto riguarda le varie legal entity, si segnala ancora una volta che l'Energia risulta il comparto più performante (EBITDA Adj. +16,9% YoY, margine del 13,6%, +100bps), seguito dalla Carta Decorativa (EBITDA Adj. +3,4% YoY, margine del 13,9%, ancora il più alto del Gruppo), che beneficia dell'acquisizione di attività ex CorbettaFia. Il settore della Carta, al contrario, risente di un andamento piuttosto debole, come accennato poc'anzi.

Gruppo Neodecortech: Ripartizione ricavi ed EBITDA per divisione 1H18-1H19

€m, IASB	1H18	1H19	Var. % YoY
Divisione Energia			
Ricavi (€m)	14,3	15,6	8,6%
EBITDA Adj. (€m)	1,8	2,1	16,9%
Margine EBITDA Adj. (%)	12,6%	13,6%	+100bps
Divisione Carta			
Ricavi (€m)	36,1	32,1	-11,0%
EBITDA Adj. (€m)	3,0	2,3	-22,5%
Margine EBITDA Adj. (%)	8,3%	7,3%	-100bps
Divisione Carta Decorativa			
Ricavi (€m)	25,8	28,7	11,6%
EBITDA Adj. (€m)	3,9	4,0	3,4%
Margine EBITDA Adj. (%)	15,1%	13,9%	-120bps

Fonte: Neodecortech, Analisi Value Track

Effetti contrastanti dei costi per le materie prime

Materie prime come il biossido di titanio (TiO₂), le resine, la pasta di legno, la carta grezza e l'olio di sego rimangono la voce di costo più rilevante, che rappresenta oltre la metà dei costi operativi totali.

Di conseguenza, l'esposizione alla volatilità dei prezzi delle materie prime costituisce una delle caratteristiche principali dell'attività di Neodecortech.

Fortunatamente, tale volatilità in 1H19 è stata positiva e ha favorito leggermente i margini. Infatti, l'incidenza sui ricavi totali in 1H19 è stata pari a circa il 56,5% rispetto al 61,2% in 1H18. Il rovescio della medaglia è rappresentato dall'atteggiamento attendista che la tendenza al ribasso dei prezzi delle materie prime ha generato sui clienti della divisione Carta, riducendone gli ordini, in attesa di beneficiare di prezzi più bassi nei trimestri successivi.

Gruppo Neodecortech: Evoluzione delle spese per materie prime

€m, IAS	1H18	1H19	Var. YoY
Carta grezza	2,0	1,7	-15,2%
Resine	2,7	2,9	6,2%
Biossido di titanio	12,2	9,0	-26,2%
Pasta di legno	7,0	6,3	-10,0%
Olio di sego	9,3	9,4	1,2%
Altro / Elisioni	7,9	9,0	13,9%
Totale (es. elisioni)	41,1	38,8	-5,6%
% dei Ricavi totali	61,2%	56,5%	

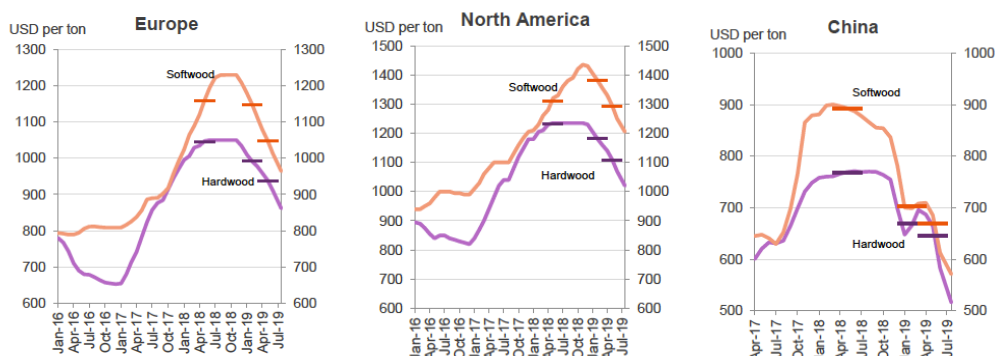
Fonte: Neodecortech, Analisi Value Track

Cellulosa

Per quanto riguarda il prezzo della cellulosa, a fine 2018, sia il prezzo della fibra lunga che quello della fibra corta hanno iniziato a diminuire, proseguendo tale tendenza anche in 1H19 (-10% 2Q19 vs 2Q18), nonostante la strenua resistenza dei principali venditori ad abbassare i prezzi e i volumi ridotti.

Pasta di legno: Evoluzione dei prezzi 2016-19 (USD/tonnellata, EUR/tonnellata)

Fibra lunga & fibra corta



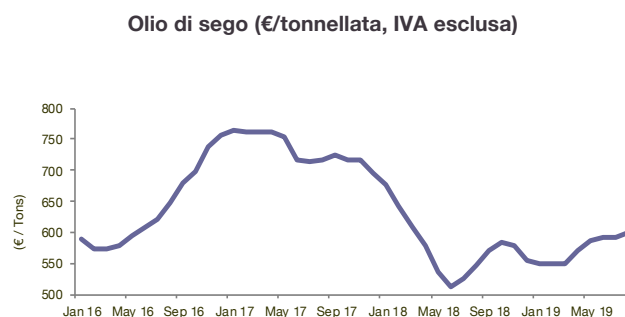
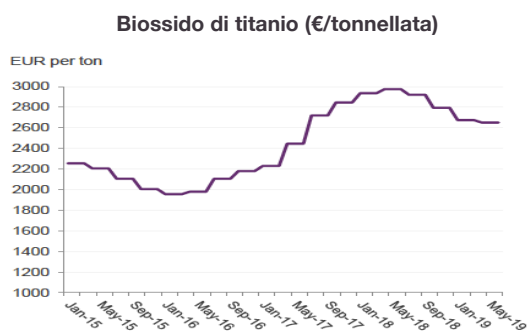
Fonte: Ahlstrom-Munksjö

Biossido di titanio e olio di sego

Il prezzo del TiO₂ ha raggiunto il livello più alto mai registrato in 1H18, attestandosi a circa € 3.000/tonnellata. Da allora, ha iniziato una flessione dei prezzi superiore al 10%, proseguendo tale discesa per tutto il periodo 1H19.

Per quanto riguarda l'olio di sego, il prezzo è diminuito nella prima parte dell'anno per poi riprendere lievemente in 2Q. Il prezzo medio di mercato in 1H19 si è attestato a € 566/tonnellata (IVA inclusa) rispetto ai € 591 milioni/tonnellata in 1H18.

Evoluzione del biossido di titanio e dell'olio di sego



Fonte: Varie

Dall'EBITDA all'Utile Netto

L'Utile Netto Adjusted si attesta a € 2,3 milioni, -28,3% YoY, mentre l'Utile Netto Reported è in calo di circa il 60% a € 1,1 milioni, più che proporzionale rispetto all'EBITDA, per effetto della crescita degli oneri D&A, trainati da investimenti nelle attività operative e dall'integrazione di CorbettaFia.

Gruppo Neodecortech: Risultati 1H18-1H19 dall'EBITDA all'utile netto

€m, IAS	1H18	1H19	Var. % YoY
EBITDA Reported	8,2	7,1	-13,6%
Quote di ammortamento (imm. mat.)	-3,1	-3,7	22,1%
Quote di ammortamento (imm. immat.)	-0,4	-0,4	n.s.
EBIT	4,7	2,9	-37,9%
Attività finanziaria	-1,3	-1,0	-21,2%
Imposte	-0,7	-0,8	17,7%
Utile Netto Reported	2,7	1,1	-59,8%
Utile Netto Adjusted	3,2	2,3	-28,3%

Fonte: Neodecortech, Analisi Value Track

Generazione di cassa negativa in 1H19 per effetto della stagionalità

La prima parte dell'anno rappresenta un periodo tipicamente di consumo di cassa per Neodecortech, e l'1H19 ha seguito tale regola fedelmente. L'indebitamento netto di Gruppo si attesta infatti a fine giugno 2019 a € 48,3 milioni, superiore di circa € 4 milioni rispetto ai € 44,3 milioni registrati a dicembre 2018, ma inferiore di € 5 milioni rispetto al valore registrato a fine giugno 2018, trainato da:

- ◆ La tipica stagionalità del capitale circolante, che ha generato un assorbimento di cassa di € 5,3 milioni nonostante minori crediti (sono state effettuate alcune operazioni di factoring);
- ◆ € 3,8 mn in esborsi Capex utilizzati interamente per migliorie sui macchinari;
- ◆ € 2,1 milioni in distribuzione dividendo.

Si segnala che la Posizione Finanziaria Netta non comprende un credito finanziario di € 1,7 milioni nei confronti della controllante non quotata.

Gruppo Neodecortech: Rendiconto finanziario 1H18-1H19

€m	1H18	1H19
EBITDA	8,2	7,1
Fabbisogno CC Op.	-7,4	-5,3
Capex	-4,2	-3,8
Variazione fondi	0,6	0,0
OpFCF ante imposte	-2,8	-2,0
Imposta di cassa	-0,7	-0,8
OpFCF netto imposte	-3,4	-2,8
Componenti economici diversi (incl. inv. fin.)	0,5	1,8
Attività finanziaria	-1,3	-1,0
Dividendi corrisposti	-2,1	-2,1
Flusso di cassa generato	-6,3	-4,0

Fonte: Neodecortech, Analisi Value Track

Neodecortech: Struttura patrimoniale 1H18-1H19

€m	1H18	1H19
Capitale Circolante	33,9	28,5
Attivo Fisso Netto	81,6	86,3
Accantonamenti	7,0	7,9
Totale Capitale Investito	108,4	106,9
Patrimonio netto di pertinenza del Gruppo	55,2	58,6
Pos. Fin. Netta [Indebitamento Netto (-) Disponibilità liquide (+)]	-53,2	-48,3

Fonte: Neodecortech, Analisi Value Track

Stime 2019E-20E: Leggera revisione al ribasso

2H19 prende il via con un rialzo della domanda

Neodecortech prevede un outlook positivo per la seconda metà dell'anno, trainato da una ripresa del fatturato già realizzata nei mesi di luglio e agosto.

La necessaria revisione al ribasso delle nostre stime 2019E non è dunque significativa, almeno se si guardano i dati relativi al Top Line e all'EBITDA Adjusted. Per quanto riguarda l'EBITDA Reported, includiamo l'intero onere da stock grant (ulteriori € 200 k potrebbero essere computati in 2H19), mentre al di sotto del livello di EBITDA, stiamo rivedendo al rialzo gli oneri D&A per effetto del piano Capex.

Le pagine seguenti riportano in maggior dettaglio i key driver delle nostre nuove stime 2019E-20E.

Neodecortech: Nuove vs. precedenti previsioni 2018E-19E

€m	2019E			2020E		
	Precedente	Nuovo	Variazione	Precedente	Nuovo	Variazione
Ricavi delle vendite di Gruppo	141,3	137,1	-3,0%	150,9	149,7	-0,8%
Totale ricavi di Gruppo	143,3	139,8	-2,4%	152,9	151,7	-0,8%
EBITDA Adj. (ante oneri stock grant)	19,5	19,0	-2,6%	19,8	19,7	-0,5%
EBITDA Rep. (al netto oneri stock grant)	18,8	17,3	-8,0%	19,8	19,7	-0,5%
EBIT	11,4	8,9	-21,9%	11,9	11,1	-6,7%
Utile Netto	7,0	5,2	-25,1%	7,5	6,8	-8,7%
Utile Netto Adj.	7,6	6,6	-13,4%	8,1	7,4	-8,0%
OpFCF netto imposte	8,6	5,7	-2,8	8,8	8,6	-0,2
Posizione Finanziaria Netta (*)	-40,4	-42,8	-2,4	-36,2	-38,8	-2,6

Fonte: Analisi Value Track (*) Escluso il credito finanziario di € 1,7 milioni nei confronti della controllante non quotata

Neodecortech: Previsioni sui principali dati economico-finanziari 2018A-20E

(€m)	2018A	2019E	2020E
Totale Ricavi	133,7	139,8	151,7
EBITDA Reported (*)	17,7	17,3	19,7
EBIT Reported (*)	10,6	8,9	11,1
Utile Netto Reported (*)	6,0	5,2	6,8
OpFCF netto imposte	8,8	5,7	8,6
Posizione Finanziaria Netta (**)	-44,3	-42,8	-38,8

Fonte: Neodecortech, Analisi Value Track (*) Al netto degli oneri di stock grant

(**) Escluso il credito finanziario di € 1,7 milioni nei confronti della controllante non quotata

Ricavi +6,7% CAGR 2018A-2020E

Neodecortech si sta adoperando al fine di migliorare ulteriormente il proprio posizionamento sul mercato e la propria posizione competitiva, focalizzandosi sulle nicchie di fascia alta con indici di redditività superiori alla media (es. Film Plastici).

Alcuni esempi delle misure avviate di recente dall'azienda sono state intraprese presso lo stabilimento di Filago:

- ◆ L'ampliamento della linea di impregnazione;
- ◆ Una nuova linea di goffratura per il PPLF;
- ◆ L'installazione di una linea di laccatura per i nuovi prodotti a bassa pressione EOS (con caratteristiche anti-impronta analoghe a quelle dei laminati).

La linea di impregnazione ampliata è entrata in funzione a settembre, mentre le due linee successive dovrebbero essere operative rispettivamente per novembre e dicembre.

Pertanto, ci attendiamo ricavi in crescita con un **CAGR del 6,7% 2018A-2020E** a circa € 151,7 milioni nel 2020E, trainati dal trend di espansione e (in FY2019) dal consolidamento dell'attività di CorbettaFia per dodici mesi rispetto ai quattro mesi di consolidamento in FY2018.

Per quanto riguarda le varie legal entity, si segnala quanto segue:

Divisione Carta Decorativa

Prevediamo che entro il 2020E, la divisione Carta Decorativa sia sostenuta da prodotti ad alto margine quali i film plastici PPF+PPLF, dal consolidamento degli asset CorbettaFia e dall'acquisizione di nuovi clienti sia nel settore della laminazione che in quello dell'impregnazione.

Divisione Carta

Per il 2019E, ci aspettiamo un calo dei ricavi del -7,5% YoY, in ripresa in 2H19 dal rallentamento della domanda e dalla chiusura degli impianti nel febbraio 2019, mentre prevediamo una ripresa dell'attività produttiva entro il 2020E fino a circa € 65,7 milioni, recuperando così il livello dei ricavi del 2018A.

Divisione Energia

Riteniamo che la divisione Energia sia prossima alla piena capacità. Ci aspettiamo, comunque, una crescita abbastanza stabile dei ricavi 2019E-2020E (+2,5% YoY), in quanto l'aumento del volume di produzione residuo dovrebbe essere compensato dal valore unitario dell'incentivo, che dovrebbe diminuire di circa € 7 a MWh.

Gruppo Neodecortech: Ripartizione Top Line per divisione 2018A-2020E

€m, IAS	2018A	2019E	2020E
Divisione Energia	31,4	32,3	33,0
Divisione Carta	65,4	60,5	65,7
Divisione Carta Decorativa	50,9	60,0	68,0
Ricavi Lordi	147,7	152,8	166,6
Elisioni infragruppo	-16,8	-15,7	-16,9
Ricavi Netti	130,9	137,1	149,7
Ricavi diversi	2,6	2,7	2,0
Totale Ricavi	133,7	139,8	151,7

Fonte: Neodecortech, Analisi Value Track

Costi e redditività

Prevediamo che il margine EBITDA rimanga nel range del 12,4% a partire dal 2019E, con l'**EBITDA Adjusted in termini assoluti (al lordo dei costi di stock grant)** stimato a € 19,0 milioni a partire dal 2019E, a € 19,7 milioni a partire dal 2020E. Questo è dato principalmente da:

- ◆ **Maggiore incidenza del segmento dei Film Plastici ad alta redditività.** Infatti, il PPF e il PPLF rappresentano i prodotti a marginalità più alta per il LVT, circa il 14% per quanto riguarda la Carta Decorativa 2019E-2020E all'interno della gamma di prodotti del Gruppo Neodecortech;
- ◆ **Materie prime attualmente sotto controllo.** La loro incidenza sui ricavi totali dovrebbe attestarsi attorno al 56% nel 2019E. Infatti, i prezzi del biossido di titanio sono diminuiti in 1H19, mentre è proseguita la fase di destocking nella seconda parte del 2018. Per il secondo semestre, si prevede un livello dei prezzi tendenzialmente stabile.

Per quanto riguarda la cellulosa, dopo la flessione registrata in 1H19, le trattative rimangono tese, con i buyer che chiedono riduzioni da un lato e una forte resistenza da parte dei principali venditori dall'altro. Il prezzo dell'olio di sego è in leggero aumento.

Sulle stime dell'EBIT, si sottolinea che l'aumento dei costi D&A 2019E è trainato dagli investimenti in nuove installazioni/ampliamenti di vari siti produttivi.

Per quanto riguarda il risultato economico, l'**utile netto è previsto in crescita con un CAGR a circa 6,2% 2018A-20E**, rallentando in qualche modo la crescita vertiginosa degli ultimi anni.

Gruppo Neodecortech: Evoluzione del P&L 2017A-20E

(€m)	2017A	2018A	2019E	2020E
Ricavi netti di Gruppo	123,5	130,9	137,1	149,7
Var. % YoY	15,7%	6,0%	4,7%	9,2%
Totale Ricavi	127,7	133,4	139,8	151,7
EBITDA	14,2	17,7	17,3	19,7
EBITDA Adj.	15,2	19,0	19,0	19,7
Ammortamenti	-6,3	-7,2	-8,4	-8,6
EBIT	7,9	10,6	8,9	11,1
Margine EBIT (%)	8,1%	7,9%	6,4%	7,4%
Proventi (Oneri) Finanziari Netti	-2,7	-2,9	-2,2	-2,6
Utile ante imposte	5,2	7,6	6,7	8,5
Imposte	-1,1	-1,6	-1,4	-1,7
Aliquota fiscale (%)	-21,6%	-20,9%	-21,4%	-20,2%
Utile Netto	4,1	6,0	5,2	6,8
Utile Netto Adj.	4,8	7,3	6,6	7,4

Fonte: Analisi Value Track

Generazione di cassa e posizione finanziaria netta

Per i prossimi due anni, prevediamo un **free cash flow operativo** al netto delle imposte pari a circa € 14,3 milioni, dopo circa € 17,5 milioni in investimenti valutati cumulativamente. Ciò si traduce in un rapporto di conversione di cassa prossimo al 47%.

Gruppo Neodecortech: Evoluzione del rendiconto finanziario 2017A-20E

(€m)	2017A	2018A	2019E	2020E
EBITDA	14,2	17,7	17,3	19,7
Fabbisogno capitale circolante	-4,2	0,5	-1,7	-0,3
Capex	-7,6	-6,5	-8,5	-9,0
Variazione fondi	-0,3	-1,4	0,0	0,0
OpFCF ante imposte	2,1	10,3	7,1	10,3
Imposta di cassa	-1,1	-1,6	-1,4	-1,7
OpFCF netto imposte	1,0	8,7	5,7	8,6
Apporto di capitale	11,2	0,0	0,0	0,0
Componenti economici diversi (incl. inv. fin.)	1,8	-1,1	0,0	0,0
Attività finanziaria	-2,7	-3,0	-2,2	-2,6
Dividendi corrisposti	-1,0	-2,0	-2,0	-2,0
Flusso di cassa generato	10,2	2,6	1,5	4,0

Fonte: Analisi Value Track

Di conseguenza, la **Posizione Finanziaria Netta** dovrebbe diminuire a circa € **38,8 milioni entro il 2020E** grazie alla citata generazione di cassa.

Tale dato comporterebbe una riduzione dell'indebitamento netto/EBITDA nell'ordine del 2,0x entro il 2020E, consentendo così una maggiore flessibilità.

Si segnala che la Posizione Finanziaria Netta non comprende un credito finanziario di € 1,7 milioni nei confronti della controllante non quotata.

Gruppo Neodecortech: Evoluzione dello stato patrimoniale 2017A-20E

(€m)	2017A	2018A	2019E	2020E
Capitale Circolante	26,9	26,5	28,1	28,5
Attivo Fisso Netto	80,9	84,0	85,1	86,5
Accantonamenti	6,9	7,6	8,6	9,5
Totale Capitale Investito	100,9	102,9	104,7	105,4
Patrimonio netto di pertinenza del Gruppo	54,0	58,6	61,8	66,6
Pos. Fin. Netta [Indebitamento Netto (-) Disponibilità liquide (+)] (*)	-46,9	-44,3	-42,8	-38,8

Fonte: Analisi Value Track

(*) Escluso il credito finanziario di € 1,7 milioni nei confronti della controllante non quotata

Valutazione

I nostri calcoli di valutazione si basano sul numero di azioni in circolazione (si veda l'Appendice per un cenno sul numero di azioni fully diluted), e portano ad un **fair value di € 5,20 per azione**, rivisto al ribasso rispetto al precedente valore (€ 5,40 - aprile 2019).

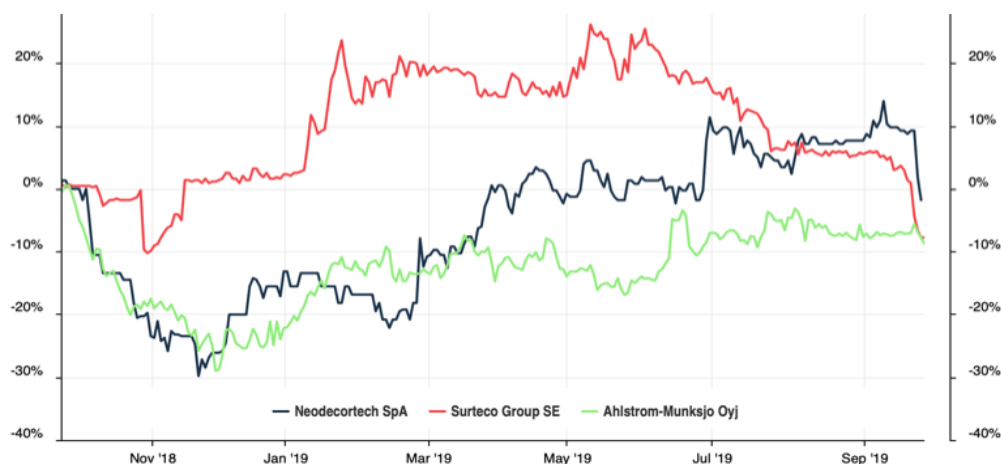
P/BV impliciti per il 2019E e 2020E a € 5,20 per azione sono rispettivamente 1,1x e 1,0x, mentre l'EV/EBITDA Adj. 2019E e 2020E sarebbero rispettivamente 5,8x e 5,5x.

Se si considera l'esercizio del piano di stock grant come se fosse già finalizzato, ulteriori 690k azioni verrebbero emesse, con un fair value "post stock grant" che si attesterebbe a € 4,94 per azione.

Valutazione in base ai multipli dei peers

Le azioni NDT hanno reagito negativamente alla pubblicazione dei risultati 1H19, ritracciando lievemente al di sotto di €4,0, livello di del prezzo IPO. Di conseguenza, Neodecortech tratta a valori fortemente scontati rispetto ai principali peers (es. Surteco e Ahlstrom-Munksjo).

Neodecortech vs. affini: Andamento delle quotazioni azionarie sett. 2018 - sett. 2019



Fonte: S&P Capital IQ

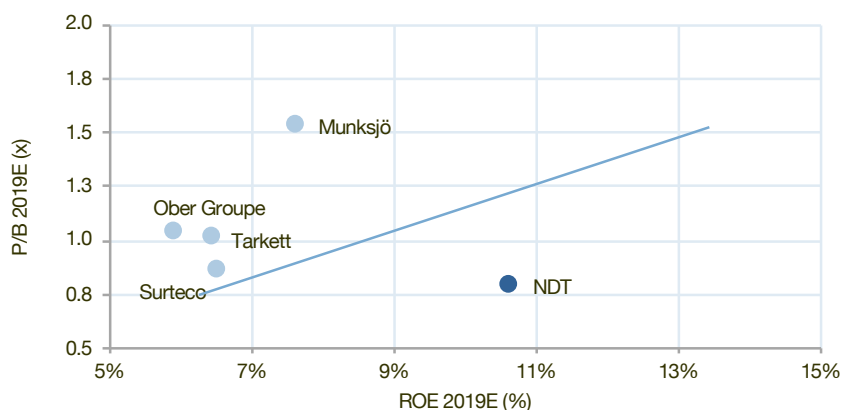
Neodecortech vs. peers: Multipli di borsa

Società	EV / EBITDA (x)		EV / EBIT (x)		P / E (x)		EV / OpFCF (x)(**)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
Ahlstrom Munksjö	7,7	6,3	14,9	10,8	20,0	11,1	17,8	11,2
Ober Groupe	9,2	8,5	17,0	14,7	17,5	14,0	11,2	10,5
Gruppo Panaria	6,9	5,1	n.s.	14,1	27,0	6,1	11,2	8,3
Surteco	5,7	5,2	12,0	9,8	13,2	10,6	10,8	9,0
Tarkett	5,8	5,0	11,6	9,1	15,6	9,5	10,2	8,4
Walker Greenbank	5,3	5,3	9,1	7,7	11,5	13,2	6,7	7,6
Media	6,8	5,9	12,9	11,0	17,5	10,7	11,3	9,2
Mediano	6,4	5,3	12,0	10,3	16,6	10,9	11,0	8,7
Neodecortech (*)	4,9	4,6	8,8	8,1	7,6	6,9	10,3	8,1
% Sconto vs. media	-28%	-23%	-32%	-27%	-56%	-38%	-9%	-12%
% Sconto vs. mediano	-23%	-14%	-27%	-21%	-53%	-41%	-6%	-7%

Fonte: Consensus del mercato, Analisi Value Track (*) Calcolato su EBITDA Adj., EBIT Adj. Utile Netto Adj. (**) OpFCF definito come (EBITDA-CAPEX)

La sottovalutazione del titolo NDT rispetto ai principali peers internazionali è, ancora una volta, evidente se si considera il multiplo P/BV 2019E. NDT tratta infatti a 0,8x, nonostante un ROE dell'11% circa (calcolato sull'Utile Netto Adj. 2019E), mentre Ahlstrom-Munksjö tratta a un P/BV pari a 1,5x con un ROE single digit.

Neodecortech vs. affini: P/BV vs. ROE 2019E



Fonte: Consensus di mercato, Analisi Value Track

Discounted Cash Flow

Calcoliamo il valore DCF di Neodecortech sulla base di un WACC 2019E del 9,38%, che converge progressivamente a lungo termine verso il 10,0% circa, ovvero il costo del capitale proprio unlevered. Questo è il risultato di un approccio CAPM “extended” basato su un premio per il rischio azionario italiano dell'8,59% e un premio aggiuntivo del 2,0% al fine di remunerare gli investitori che operano sul mercato azionario dell'AIM Italia, di per sé poco liquido. 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 ottiene un valore DCF di **€ 5,43 per azione** (€ 5,16 per azione se si considera l'esercizio del piano di stock grant come già finalizzato).

Neodecortech: Tabella riassuntiva Modello Discounted Cash Flow

€m	
VA dei flussi di cassa futuri FY18E-FY27E	54,9
VA del Terminal Value con PGR al 2%	59,1
Fair Enterprise Value	114,0
EV/EBITDA implicito '20E (x)	5,8x
Posizione finanziaria netta 2019E	-42,8
Fair Equity Value (€m)	71,2
Fair Equity Value per azione (€)	5,43

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

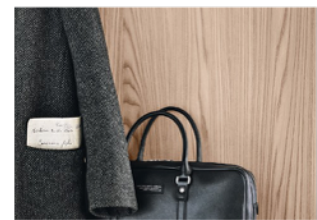
Semi-finished products used for High and Low Pressure Laminates and flooring divided into three main product types:

- 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: una nicchia controllata da “players” 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:

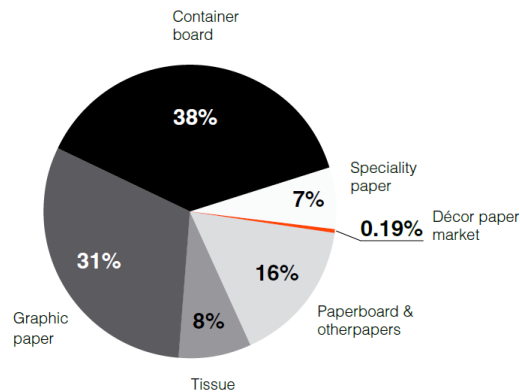
- ◆ Tasso di crescita mid single digit (es. Cina);
- ◆ Barriere d'ingresso elevate e controllate (in Europa) da player tedeschi;
- ◆ Esposizione a mercati finali ciclici quali la produzione di arredi e pannelli per pavimentazione.

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.

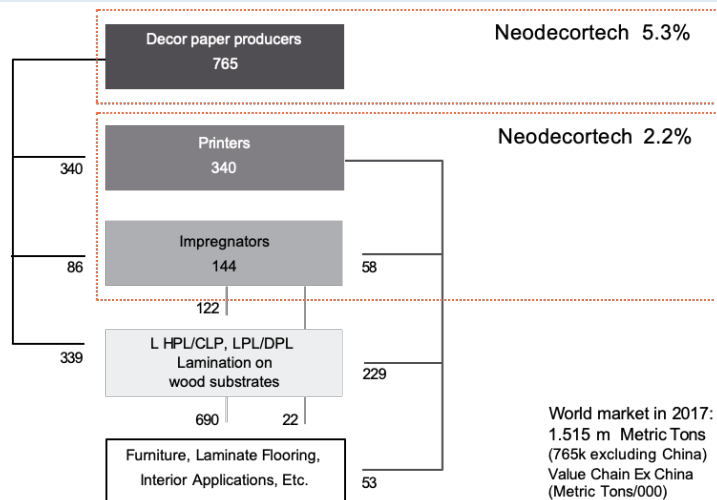
Una citazione a parte va riservata agli operatori cinesi che, negli ultimi anni, hanno immesso unicamente sul mercato interno la capacità produttiva di materiali, commercializzando prodotti di qualità inferiore, almeno finora.

Il mercato della carta decorativa: 0,19% del totale Carta e Cartone (es. Cina)



Fonte: Ricerche di mercato sulla carta decorativa 2017 – Munksjo

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



Fonte: Ricerche di mercato sulla carta decorativa 2017 - 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 entità 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 Guarmino 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 Guarmino SpA (**CdG**);
- ◆ **Stampa e impregnazione.** Consiste nella stampa/impregnazione di carta decorativa (e Film Plastici). Da ricordare anche l'attività di laminazione acquisita da CorbettaFia. Tali attività sono gestite da Neodecortech SpA (già Confalonieri S.p.A., **CONF**).

Gruppo Neodecortech: Impianti ed operazioni

GUARCINO EP		PAPER MILL PM	
ENERGY PLANT		PAPER MILL	
Total Area	9.000 sqm	Total Area	136.000 sqm
Covered Area	1.000 sqm	Covered Area	25.000 sqm
Reconstruction Value	≈ 30 mln	Reconstruction Value*	≈ 94 mln
Fixed Assets (Net Book Value)	≈ 15 mln	Fixed Assets (Net Book Value)	≈ 33 mln
Number of Employees	2	Number of Employees	171
Number of shifts	3-7/24	Number of shifts	3-7/24
		Production SBU	
		Cartiere di Guarmino	42.000 ton
BERGAMO PI		CASOLI DI ATRI L	
PRINTING AND IMPREGNATION		LAMINATION	
Total Area	100.000 sqm	Total Area	18.000 sqm
Covered Area	39.000 sqm	Covered Area	6.000 sqm
Reconstruction Value*	≈ 104 mln	Reconstruction Value	≈ 21 mln
Fixed Assets (Net Book Value)	≈ 23 mln	Fixed Assets (Net Book Value)	≈ 2 mln
Number of Employees	156	Number of Employees	33
Number of shifts	3-5/24	Number of shifts	3-5/24
Impregnation SBU	2.550 ton	Production	1.400 ton
Printing SBU	7.750 ton		

Fonte: Neodecortech

La produzione di ogni entità 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).

Appendice: Possibile aumento del numero di azioni emesse

Il capitale sociale di Neodecortech è attualmente costituito da 13,1 milioni di azioni ordinarie in circolazione, ma tale numero potrebbe variare in futuro per effetto di: 1) warrant in circolazione, 2) piano di stock grant e 3) eventuale aumento di capitale "riservato". Più nel dettaglio:

Warrant ed eventuale apporto di capitale "riservato"

Già dal 3Q18 l'azienda ha approvato:

- ◆ L'emissione "a titolo gratuito" (ossia senza pagamento) di 13.077.500 warrant, in ragione di un warrant per ogni azione detenuta (escluse le azioni proprie detenute dalla Società), che attribuiscono il diritto di sottoscrivere 3.269.375 azioni Neodecortech S.p.A., ovvero una nuova azione ogni quattro warrant al prezzo di esercizio di € 4,0. La scadenza dei Warrant è fissata al 2020;
- ◆ La possibilità per il Consiglio di Amministrazione di richiedere fino a € 10 milioni di apporto di capitale "riservato" in caso di opportunità di crescita per linee esterne.

Piano di Stock Grant Plan ai key manager

Il Piano di Stock Grant prevede l'emissione di un massimo di 689.608 azioni ordinarie da assegnare ad alcuni dirigenti con responsabilità strategiche, subordinatamente al raggiungimento di determinati risultati economici e finanziari, a condizione che il valore di mercato delle azioni non sia superiore a € 5,0 milioni.

Il Piano si sviluppa come segue:

- i) Un massimo di 60% delle azioni del Piano è subordinato al raggiungimento di determinati obiettivi finanziari (EBITDA e Utile Netto) in 2017FY e 2018FY. Calcoliamo che tali obiettivi siano stati raggiunti;
- ii) È prevista l'assegnazione di un massimo di 40% delle azioni del Piano qualora la società sia ammessa al MTA entro il 26 marzo 2020, ovvero entro 30 mesi dal primo giorno di quotazione su AIM Italia avvenuto a partire dal 26 settembre 2017. Poiché l'Assemblea degli Azionisti della società ha recentemente approvato la richiesta di passaggio al MTA, riteniamo che vi sia un'alta probabilità che anche questo obiettivo possa essere raggiunto.

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 FINANCIAL 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.