



18 febbraio 2020

## Carta &amp; Imballaggi



Fonte: Refinitiv

## Dati di mercato

EPIC/TKR	NDT.MI
Quotazione (€)	3,32
Massimo 12m (€)	4,50
Minimo 12m (€)	2,92
Azioni (mln)	13,1
Mkt Cap (€m)	43
EV (€m)	84
Flottante*	36%
Mercato	AIM italiano

\*Secondo la norma 26 dell'AIM

## Descrizione

Neodecortech è un'azienda italiana verticalmente integrata, che produce carta e stampa carte decorative per l'industria del mobile e della pavimentazione. Il 67% dei ricavi è generato all'estero.

## Informazioni societarie

Presidente	Riccardo Bruno
CEO	Luigi Cologni
CFO	Marco Giussani

+39 035 996 111

[www.neodecortech.it](http://www.neodecortech.it)

## Azionisti di riferimento

Famiglia Valentini	64%
Azimut Capital	5%
ARCA Fondi	3%
Mediolanum	3%

## Analisi

7 settembre Risultati intermedi

## Analista

Jason Streets 020 7194 7622  
[js@hardmanandco.com](mailto:js@hardmanandco.com)

## NEODECORTECH

## In buona posizione per il 2020

A nostro avviso, Neodecortech (NDT) ha conseguito risultati positivi nel 2019, pur in presenza di un difficile contesto economico, con una ripresa dell'operatività in 2H dopo un 1H piuttosto complesso. Le prospettive immediate per il 2020 restano incerte. Abbiamo di conseguenza limato le nostre previsioni. NDT tratta con uno sconto pari a circa il 28% in termini di rapporto EV/EBITDA rispetto alle imprese più affini, una riduzione di oltre il 20% rispetto a questo stesso periodo dell'esercizio precedente. Il passaggio al Mercato Principale dovrebbe contribuire a restringere ulteriormente il gap.

- **Strategia:** NDT fa leva sul proprio modello di integrazione verticale per poter garantire continuità nella fornitura a prezzi accessibili e flessibilità nel soddisfare un mercato in continua evoluzione. L'efficienza dei margini migliora con l'aumentare della capacità produttiva, mentre i nuovi design e prodotti fanno leva sul patrimonio di design italiano della società.
- **Operatività:** Il contesto non è dei più facili in questo momento, con clienti restii a effettuare ordinativi. NDT si sta focalizzando sullo sviluppo dell'offerta di film plastici stampati utilizzati nella produzione di LVT. I prezzi delle materie prime sono diminuiti nel corso del 2019, spingendo gli acquirenti ad attendere ulteriori cali.
- **Valutazione:** NDT tratta a un prezzo contenuto sui multipli da noi previsti. Con uno sconto di circa il 28% in termini di rapporto EV/EBITDA rispetto alle imprese quotate più affini, il mercato sta più che adeguatamente scontando per le sue dimensioni ridotte e per la mancanza di liquidità del mercato secondario. La nostra valutazione centrale in base al metodo DCF è pari a € 5,19 per azione (vedi pag. 22).
- **Rischi:** Il rischio principale nell'immediato è costituito dalle prospettive economiche per il settore delle costruzioni in generale, nell'Europa occidentale in particolare. Anche le oscillazioni dei prezzi delle materie prime e la possibilità di una concorrenza più diretta da parte dei produttori cinesi costituiscono motivi di timore in senso lato nel medio termine.
- **Riepilogo dell'investimento:** NDT è specializzata nella produzione di carta decorativa e film in plastica di altissima qualità, e ha costruito un rapporto consolidato con la propria clientela. La società mira a investire in ulteriori migliorie sui propri impianti e in nuove tecnologie. NDT è approdata sul mercato italiano AIM nel settembre 2017 e intende effettuare il passaggio al Mercato Principale nell'esercizio in corso. Con l'aumentare della familiarità e la maggiore incidenza dei nuovi prodotti sul business, prevediamo una continua riduzione dello sconto valutativo.

## Riepilogo finanziario e valutazione

Chiusura esercizio Dic (€m)	2017	2018	2019	2020E	2021E
Ricavi vendite	128	134	136	143	147
EBITDA	15,2	17,7	15,9	18,7	19,0
EBIT	7,9	10,6	7,1	9,7	10,0
Oneri finanziari netti	-2,7	-3,0	-1,9	-1,9	-1,5
Utile ante imposte	5,2	7,6	5,2	7,8	8,5
Utile netto	4,1	6,0	4,0	6,0	6,7
Utile netto adjusted	4,8	7,3	5,7	6,5	6,7
EPS statuari (€)	0,31	0,46	0,30	0,46	0,51
EPS adjusted (€)	0,36	0,54	0,41	0,47	0,48
Azioni emesse (m)	13	13	13	13	13
P/E (x)	8,1	6,2	8,0	7,1	6,9
EV/EBITDA (x)	5,8	4,7	5,3	4,5	4,4

Fonte: Hardman &amp; Co Research

## Indice

Aggiornamento sull'operatività .....	3
FY19 contesto difficile, NDT batte la concorrenza .....	3
Carte speciali .....	6
Il mercato della carta .....	6
Settori di attività .....	12
Stampa e impregnazione (Confalonieri) .....	12
Carta decorativa (Cartiere di Guarcino) .....	15
Produzione di energia elettrica (Bio Energia Guarcino) .....	16
Sviluppi futuri .....	16
Dati economico-finanziari .....	17
Previsioni .....	18
Prospetti contabili .....	20
Valutazione .....	22
Rischi .....	24
Disclaimer .....	25

## Aggiornamento sull'operatività

### FY19 contesto difficile, NDT batte la concorrenza

*Frenata da un contesto economico internazionale avverso*

L'operatività ha fronteggiato diverse problematiche nel primo semestre del 2019, in un contesto economico internazionale piuttosto sfavorevole. Il secondo semestre ha visto un rafforzamento dell'attività - sostenuta da prezzi più bassi nel settore della carta decorativa e da nuovi prodotti nella Divisione Carta Decorativa Stampata. Il fatturato complessivo nell'esercizio aumenta del 3%. In confronto, nel 2019 Ahlstrom-Munksjö registra ricavi dalla carta decorativa in calo del 7%. Surteco, invece, altra affine di NDT, registra ricavi dalla carta decorativa in lieve flessione nei primi nove mesi, e un contesto di debolezza nel settore dei laminati.

#### Divisione Carta Decorativa Stampata – Neodecortech

Neodecortech incrementa i ricavi dell'11% nell'intero esercizio, trainata dal contributo per 12 mesi di Corbetta (solo quattro mesi nel 2018). Il secondo semestre si è concluso positivamente, con un trend che continua a mostrarsi solido anche nei primi due mesi del 2020; tutto ciò in un contesto di mercato che rimane, tuttavia, molto incerto.

La marginalità di Neodecortech è stata penalizzata dall'aumento nei costi dei servizi (ad esempio spese di consulenza e utenze) e del personale, mentre le materie prime sono rimaste costanti al 56% dei ricavi.

Neodecortech si concentrerà in particolare sui prodotti in film plastici stampati (PPF) e in film plastici stampati laminati (PPLF), segnatamente nella categoria pavimenti vinilici di lusso (LVT) negli Stati Uniti e nel Regno Unito. La società punta inoltre ad ampliare la sua gamma di prodotti in laminato sia in termini di formato che di nuove aree geografiche.

#### Divisione Carta Decorativa - Cartiere

La Divisione Carta ha vissuto un primo semestre complesso, con vendite in calo dell'11%, frenata da un evento atmosferico di febbraio e dal risultante fermo produttivo di 22 giorni. NDT ha ricevuto € 1,4 milioni a titolo di indennizzo assicurativo, ma ha sostenuto costi aggiuntivi di manodopera per il riavvio dell'impianto. Il secondo semestre è stato caratterizzato da una sostanziale stabilità rispetto all'anno precedente, con una diminuzione del 6% dei ricavi della divisione per l'intero esercizio.

I minori costi delle materie prime hanno spinto i margini nel secondo semestre; tuttavia, in previsione di ulteriori cali sul mercato, alcuni clienti hanno ritardato gli ordinativi. I margini complessivi dell'esercizio sono rimasti stabili.

La Divisione registra una crescita del fatturato in Italia, ma un calo significativo in altri paesi europei, particolarmente in Turchia.

Il contesto economico internazionale non è incoraggiante e Cartiere si concentrerà sulla sua leadership del mercato italiano. Senza la prospettiva di ulteriori cali dei prezzi delle fibre in particolare, è lecito attendersi una ricostituzione delle scorte.

#### Divisione Energia

Nel 2019 la Divisione Energia ha generato l'8% di energia in più rispetto all'esercizio precedente, con un aumento del 27%. Verso la fine dell'esercizio, sono state riscontrate alcune problematiche riguardanti la consegna di grassi animali di scarsa qualità; è probabile, comunque, che NDT possa ottenere un risarcimento. I prezzi dell'energia

elettrica erano elevati a inizio anno, ma sono diminuiti costantemente nel primo semestre per appiattirsi al livello più basso nel secondo semestre.

I prezzi più bassi nel 2019 si tradurranno quest'anno in incentivi più consistenti. Si prevede un aumento dei prezzi delle materie prime.

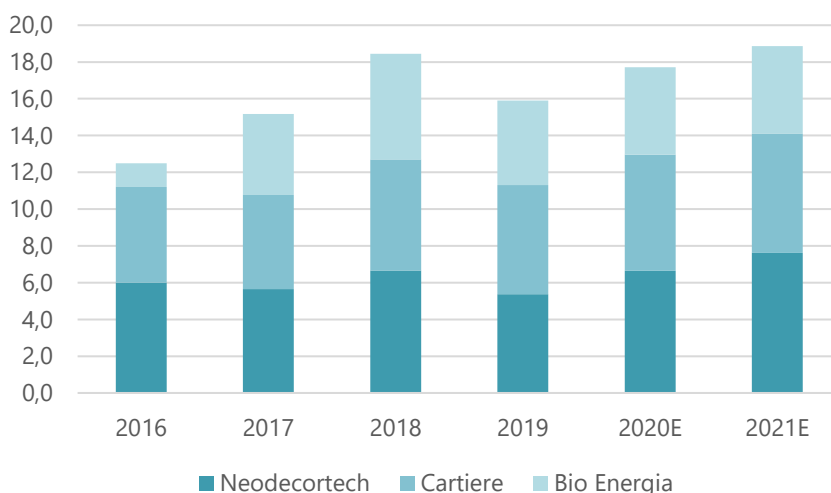
## Redditività

L'EBITDA reported per il 2019, pari a € 15,9 milioni, è in calo del 10% rispetto ai € 17,7 milioni del 2018. Su base rettificata, al netto di assegnazioni di azioni e alcuni costi IPO, l'EBITDA si attesta a € 17,9 milioni, in calo solo del 6% rispetto ai € 19,0 milioni rettificati del 2018. Gli ammortamenti aumentano da € 7,2 milioni a € 8,8 milioni, spingendo l'utile netto verso il basso da € 6,0 milioni a € 4,0 milioni.

## Analisi patrimoniale e finanziaria

L'indebitamento netto scende di € 3,5 milioni a € 40,5 milioni, dopo che NDT ha investito € 7,7 milioni in capex, incassato € 2,4 milioni dalla vendita di polizze assicurative, e distribuito € 2 milioni in dividendi.

Neodecortech: EBITDA per Divisione, 2016-21E (€m)



Fonte: Neodecortech, stime Hardman & Co

*Prevediamo un calo dell'EBITDA del 9% in FY20, e presentiamo una nuova previsione per FY21*

Prevediamo per l'intero esercizio FY20 una crescita del fatturato del 4%, e a seguire un ulteriore aumento del 3% per il 2021. Prevediamo un EBITDA a € 18,7 milioni, l'11% in più rispetto al FY19. Per FY21, stimiamo un EBITDA reported di € 19 milioni.

L'indebitamento era relativamente elevato, al 75% del patrimonio netto, a fine 2018. È sceso al 66% a fine FY19, e dovrebbe continuare a scendere a circa il 48% entro fine 2020 e al 37% entro fine 2021. A ciò contribuisce il previsto capex di € 5 milioni l'anno, ben al di sotto della quota di ammortamento. Il costo degli interessi è ben coperto dal flusso di cassa operativo.

Abbiamo limato le nostre previsioni per poter riflettere le condizioni leggermente più difficili del previsto in FY19, e il contesto di incertezza economica generale che caratterizza l'inizio del 2020. In linea di massima, le nostre previsioni indicano attualmente ricavi in FY20 per € 143 milioni (€ 147 milioni) e € 147 milioni (nessuna previsione precedente) in FY21. L'EBITDA reported diminuisce meno data l'assenza di compensi share-based. Secondo le nostre stime: € 18,7 milioni (€ 19,4 milioni) in FY20 e € 19 milioni in FY21.

## Rischi

Oltre ai normali rischi aziendali, identifichiamo quattro fattori di rischio:

- ▶ L'attività è inevitabilmente sensibile al ciclo economico e in particolare al settore delle costruzioni.
- ▶ Un brusco rallentamento renderebbe le nostre previsioni difficilmente realizzabili. L'aumento dei prezzi delle materie prime non può essere immediatamente trasferito e quindi potrebbe determinare un ritardo nella redditività.
- ▶ I cinesi giocano un ruolo primario all'interno del settore, anche se attualmente sono perlopiù concentrati sul loro mercato interno e su prodotti di qualità inferiore: una variazione che implicasse questi due elementi potrebbe costituire un fattore ulteriore di concorrenza per NDT.
- ▶ Gli azionisti devono rammentare che la loro quota è minoritaria, con la famiglia Valentini che detiene attualmente il controllo del 64%. La famiglia Valentini ha ceduto 1,2 milioni di azioni in ottobre, al prezzo di € 3,40 per azione; la partecipazione dovrebbe ridursi ulteriormente nel tempo, dato che NDT intende emettere equity per investire nella crescita del business.

## Valutazione

NDT tratta con uno sconto significativo rispetto alle imprese quotate più affini - Ahlstrom-Munksjö (Finlandia) e Surteco (Germania) - sebbene entrambe siano in ripresa dopo il calo degli utili registrato nel 2018. Al prezzo corrente, NDT tratta con uno sconto pari al 28% in termini di rapporto EV/EBITDA rispetto alla media delle due imprese affini per FY20, e al 29% per FY21.

La nostra valutazione centrale di € 5,19 per azione in base al metodo DCF porrebbe NDT su sconti pari al 12% e al 9% sulla media dei multipli EV/EBITDA rispettivamente per il 2020 e il 2021, motivati, a nostro avviso, dalle dimensioni più ridotte di NDT.

### *Passaggio al Mercato Principale*

Prevediamo un miglioramento della liquidità di NDT a seguito della riduzione della partecipazione della famiglia Valentini e del previsto passaggio al MTA<sup>1</sup> di Borsa Italiana, possibilmente nel segmento STAR. L'iter si concluderà nella primavera del 2020.

STAR è il segmento di mercato di MTA dedicato alle medie imprese con una capitalizzazione inferiore a € 1 miliardo, che vi aderiscono volontariamente e soddisfano i seguenti requisiti rigorosi:

- ▶ elevati requisiti in materia di trasparenza e di informativa;
- ▶ elevata liquidità (flottante minimo del 35%); e
- ▶ un governo societario in linea con gli standard internazionali (ovvero un insieme di regole che determinano la gestione societaria).

*La nostra valutazione centrale in base al metodo DCF è pari a € 5,19 per azione*

<sup>1</sup> Mercato Telematico Azionario

## Carte speciali

*Opera in tre siti*

NDT è un'azienda ad integrazione verticale, che spazia dalla generazione di energia elettrica alla produzione di carta, fino alla stampa e all'impregnazione della carta. La società è specializzata nella stampa di carta decorativa di primissima qualità e di film a motivi naturali destinati al settore dell'arredamento, compresi mobilifici e aziende produttrici di pavimentazione.

*Leader assoluto nella stampa di carta decorativa in Italia...*

Costituita dalle attività del Gruppo Valentini, la società è oggi focalizzata e cresce in efficienza, sviluppando nuovi prodotti e nuovi mercati in tutto il mondo. L'attività è inevitabilmente legata al ciclo immobiliare e delle costruzioni, ma è generalmente più esposta alle ristrutturazioni che al comparto delle nuove realizzazioni, ciclo ritenuto più sottotono. Con tre quarti dei ricavi generati al di fuori del mercato italiano interno, la società vanta un'ampia platea di clienti.

L'integrazione verticale garantisce sicurezza nell'approvvigionamento ed energia elettrica a prezzi competitivi. Inoltre, tale modello contribuisce a far sì che la società possa restare al passo con le tendenze e rispondere in modo flessibile a un mercato in continua evoluzione. Tanto l'attività di produzione della carta quanto l'unità di produzione di energia elettrica generano vendite anche sul mercato generale, necessitando quindi di efficienza operativa.

*... compete con i maggiori concorrenti in altri Paesi, puntando sulla qualità del prodotto e sull'ampiezza della gamma*

Il mercato della carta decorativa rappresenta una quota minoritaria del mercato della carta speciale, a sua volta una parte esigua del mercato globale della carta e del packaging. NDT è leader nella stampa di carta decorativa in Italia, ma ha dimensioni ridotte rispetto ai suoi maggiori concorrenti, in gran parte aziende private provenienti dalla Germania. La società compete puntando sulla qualità del prodotto e sull'ampia gamma. Vanta oltre 900 modelli a catalogo e ne aggiunge costantemente di nuovi. Ha inoltre sviluppato un film laminato a base PVC (con polipropilene e polietilene in dirittura di arrivo) destinato al mercato delle piastrelle in vinile di fascia alta (LVT).

L'intensità di capitale dell'impresa costituisce una barriera significativa all'ingresso sul mercato. La ricostruzione delle attività dell'impresa costerebbe il triplo del valore netto contabile. Trattasi di un deterrente importante per i nuovi operatori che entrano nel mercato.

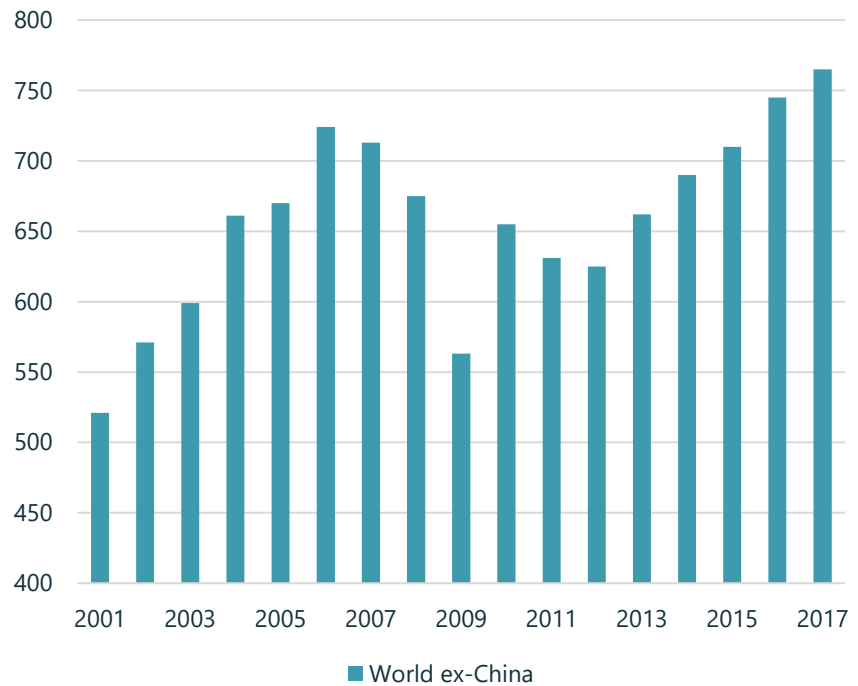
## Il mercato della carta

*Crescita e calo della produzione di carta decorativa nel periodo tra il 2001 e il 2017*

NDT si posiziona in un'area estremamente ristretta e di nicchia del mercato della carta. Circa il 7% dei 400 milioni di tonnellate del mercato globale della carta, esclusa la Cina, è rappresentato da carta speciale, e il mercato della carta decorativa, che si attesta a 745.000 tonnellate, ne rappresenta solo una quota esigua, costituendo circa lo 0,2% del mercato mondiale complessivo.

La carta decorativa ha registrato un ciclo produttivo classico: tra il 2001 e il 2006 la crescita annua in termini di tonnellaggio è stata pari al 6,8%; successivamente, nel contesto del rallentamento dell'economia globale, ha toccato il fondo, arrivando al 2,6% annuo nel 2012; tra il 2012 e il 2017 (gli ultimi dati a nostra disposizione), la produzione è risalita al 4,5% annuo. Il picco raggiunto nel 2006 è stato superato solo nel 2016.

## Il mercato globale (Cina esclusa) della carta decorativa (in tonnellate)



Fonte: Ricerca di mercato 2017 sulla carta decorativa, Ahlstrom-Munksjö

*Al di fuori della Cina, il mercato è dominato dall'Europa occidentale e, in particolare, dalla Germania*

Quando si parla del mercato della carta decorativa, è implicito escludere la Cina. Ciò è dovuto in parte al fatto che la Cina produce carta di qualità molto inferiore, e quindi non è in concorrenza diretta con realtà come NDT, e in parte al suo gigantismo (il Paese produce circa la metà del tonnellaggio totale globale), ma quasi tutta la produzione viene assorbita dal mercato interno. Le uniche aree esportatrici nette sono Cina ed Europa occidentale.

Al di fuori della Cina, il mercato è trainato dall'Europa occidentale, in particolare dalla Germania. Parte della produzione è realizzata nell'Europa dell'Est, una minima parte invece nel resto del mondo.

Future Market Insights prevede una crescita del mercato globale della carta decorativa del 5,4% l'anno fino al 2027. La crescita dovrebbe essere trainata dall'accelerazione dell'urbanizzazione e dalla predilezione dei consumatori per il design moderno che utilizza i laminati.

*Parti del mondo differenti hanno tradizioni diverse nella scelta del rivestimento dei pavimenti*

Una quota importante del mercato della carta decorativa viene assorbita dalla pavimentazione, e in parti del mondo differenti esistono tradizioni diverse in merito alla scelta del rivestimento per pavimenti. In gran parte dell'emisfero australe e dell'Asia-Pacifico, i pavimenti in ceramica dominano il mercato.

In Nord America, la moquette fa la parte del leone (come nel Regno Unito), con appena il 14% in legno o laminato. In Europa e nell'ex Unione Sovietica i rivestimenti sono più variegati, e il legno/laminato rappresenta una quota di mercato del 20-25%.

Il mercato dei pavimenti in laminato ha registrato un tasso di crescita modesto dal 2008, con l'Asia in rapida ascesa (2,0% annuo) tallonata dall'Europa (1,3%), con una crescita complessiva del mercato pari all'1,6% annuo.

L'Europa rappresenta circa il 60% del mercato, l'Asia il 30% e le Americhe appena il 10%.

*Isolamento da congiunture negative a livello globale*

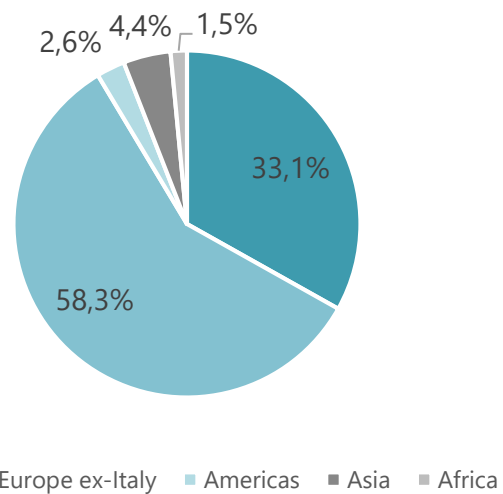
### Sensitività economica

Il mercato della carta decorativa è legato inevitabilmente all'attività economica globale, in particolare al settore dell'edilizia. Il settore chiave è quello delle ristrutturazioni piuttosto che delle nuove abitazioni, dato che pavimenti e arredi vengono sottoposti costantemente a sostituzione. Ciò potrebbe garantire un certo grado di isolamento dalla congiuntura economica mondiale in quanto, in periodi recessivi, la tendenza è quella di concentrarsi maggiormente sulle ristrutturazioni che sulla realizzazione di nuove costruzioni.

Alla stregua del mercato, NDT è una realtà globale: nel 2019 un terzo del fatturato è stato realizzato in Italia, un ulteriore 60% circa nel resto d'Europa, il 3% nelle Americhe, il 4% in Asia, e la quota residua in Africa.

Nella Divisione Carta, solo l'Italia registra un miglioramento delle vendite, in quanto NDT è riuscita ad aumentare la propria penetrazione a livello nazionale tra i principali costruttori di pannelli. Nel secondo semestre, le vendite alla Turchia hanno subito un forte calo, dovuto al crollo dell'economia e del valore della valuta nazionale. Nella carta decorativa, sia l'Italia sia l'Europa hanno incrementato le vendite, mentre il resto del mondo ha fatto registrare una contrazione. La crescita in Italia è stata trainata dall'ampliamento della base clienti e dalle vendite di PPF.

Neodecortech: destinazione dei ricavi, 2019



Fonte: Neodecortech

*Le aziende tedesche la fanno da padrone*

### La concorrenza

La concorrenza per NDT è rappresentata dalle aziende tedesche, la maggior parte delle quali private. I quattro top player sul mercato globale della carta decorativa annoverano un'azienda polacca (con un nome che dà adito a confusione), Malta Décor, e tre aziende tedesche.

Il fatturato delle prime quattro aziende è pari all'87% di quello delle prime nove. La quota di NDT è appena del 5%. Ci sono altre due imprese italiane di dimensioni minori. I due player maggiori, al pari di NDT, competono con una vasta gamma di carte. I player minori tendono ad essere maggiormente di nicchia.

Nella stampa e nell'impregnazione, il quadro è molto simile. Tre dei primi quattro classificati in base al fatturato sono tedeschi, mentre il quarto è polacco.

In questo comparto, le prime quattro aziende assommano il 78% dei ricavi dei primi 10 player. NDT detiene appena il 2% della quota di mercato.



*Prevediamo una crescita più rapida rispetto al mercato da parte di NDT*

### Prospettive di crescita

Le dimensioni di NDT sono tali che le sue iniziative individuali sono probabilmente più significative del mercato nel suo complesso. Prevediamo una crescita più rapida rispetto al mercato da parte della società per le ragioni di seguito esposte: in particolare, gli investimenti in nuove capacità ed efficienza, e lo sviluppo di nuovi prodotti.

*Una volta che un produttore può contare su un fornitore affidabile per un tale prodotto di nicchia, non cambierà nel breve*

### Concentrazione di clienti e fornitori

NDT vanta una rete vasta e diversificata di clienti; i primi 10 rappresentano oltre la metà del fatturato, i primi cinque il 38%. Lo consideriamo un punto di forza piuttosto che un fattore di debolezza. Ha un rapporto consolidato con i propri clienti, mantenendo un legame simbiotico nello sviluppo e nella fornitura di nuovi prodotti. Una volta che un produttore può contare su un fornitore affidabile per un tale prodotto di nicchia, non cambierà nel breve.

Sul versante dei fornitori, è ragionevole concentrare il proprio potere d'acquisto, e i primi cinque fornitori (ad esclusione dell'energia) rappresentano quasi la metà di tutti gli input di NDT; i primi 10 rappresentano oltre il 70%.

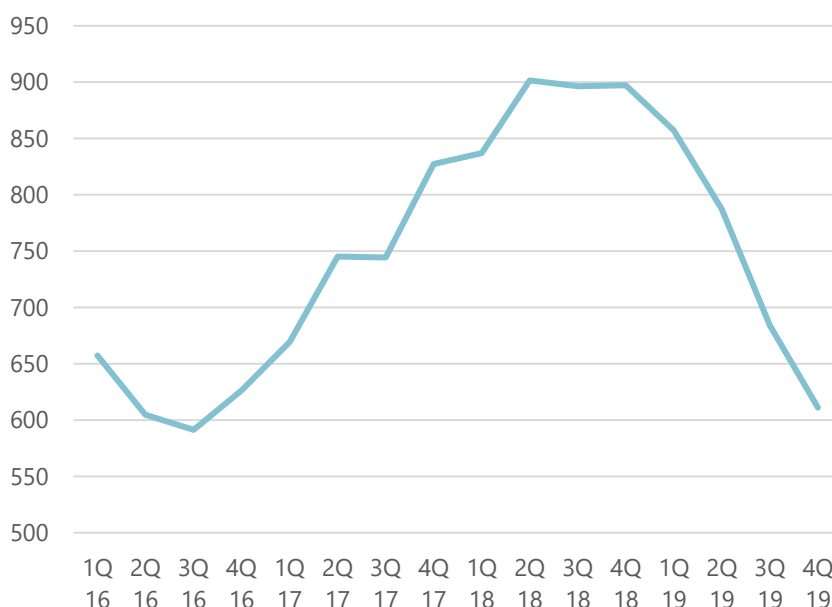
*Due prezzi chiave per NDT sono quelli di TiO<sub>2</sub> e cellulosa*

### Prezzi delle materie prime

I prezzi rappresentano un input importante per NDT. Per quanto concerne la produzione di carta, i due prezzi chiave sono quelli del biossido di titanio (TiO<sub>2</sub>) e della cellulosa. Nel 2019, NDT ha speso € 37,6 milioni in materie prime per Cartiere di Guarcino su un totale ricavi (al lordo delle elisioni infragruppo) di € 61,3 milioni. In altri termini, il 61% dei ricavi è costituito puramente da apporti di materiale. La cellulosa rappresenta il 14% dei ricavi, mentre il TiO<sub>2</sub> incide per il 30%.

I prezzi della cellulosa, sostanzialmente stabili nel 2015 e nel 2016, hanno registrato una crescita costante nel 2017 e per tutto il 2018 (in €). I prezzi delle fibre corte sono passati da circa € 630 (tutti i prezzi sono riferiti all'unità tonnellata metrica) a inizio 2017 a € 830 a fine 2017, per toccare circa € 900 nel terzo e quarto trimestre del 2018. Nel 2019 i prezzi hanno subito un drastico calo, raggiungendo circa € 600 a fine anno.

Prezzi della cellulosa a fibra corta (€ per tonnellata)



Fonte: FOEX

In genere, le fibre corte provengono da Brasile e Indonesia. Le fibre lunghe, invece, provengono generalmente dalla Scandinavia, e sono passate da € 750 a € 850 nel 2017, prima di superare i € 1.000 nel 2018, a causa delle avverse condizioni climatiche verificatesi nel Nord Europa e della domanda sostenuta proveniente dalla Cina. Nel 2019, il prezzo delle fibre lunghe è sceso nuovamente al di sotto di € 800 a tonnellata, dovuto in parte allo stallo commerciale tra Stati Uniti e Cina.

I prezzi del TiO<sub>2</sub> hanno seguito una tendenza analoga: i prezzi, che erano in discesa, hanno iniziato a salire da un minimo della metà del 2016 di € 2 al kg a € 2,25 al kg a inizio 2017, per poi passare a € 2,80 a fine 2017. Nel 2018 prezzo ha raggiunto un picco di poco inferiore a € 3 in 2Q, prima di scendere lievemente e raggiungere una media di € 2,8 in 4Q. Il calo dei prezzi è proseguito fino all'inizio del 2019 e, come ampiamente previsto, si è stabilizzato per il resto dell'anno. Rimane comunque elevato rispetto ai livelli storici.

#### Prezzi TiO<sub>2</sub> (€ per kg)



Fonte: ICIS

*I costi delle materie prime per le attività di impregnazione rappresentano circa un terzo dei ricavi; due terzi per il settore della carta decorativa*

In qualche misura, l'evoluzione dei prezzi delle materie prime influisce solo sui tempi di redditività. Gli aumenti dei prezzi impatteranno con un certo ritardo, così come il calo dei prezzi. Tutti i concorrenti di NDT subiscono lo stesso impatto, ed è improbabile che vi sia una sostituzione del prodotto nel breve termine. Chiaramente, in una prospettiva più a lungo termine, qualora i prezzi dovessero aumentare in maniera sproporzionata, ciò potrebbe determinare un impatto strutturale sulla domanda di carta decorativa, ma non ci aspettiamo un cambiamento di tale portata.

Nelle tabelle seguenti viene indicata l'incidenza del costo delle materie prime sui ricavi nel settore carta.

#### Cartiere di Guarcino, costo delle materie prime in % dei ricavi

	2017	2018	2019
Cellulosa	21%	21%	14%
TiO <sub>2</sub>	37%	32%	30%
Altro	9%	9%	17%
Cartiere di Guarcino	67%	63%	61%

Fonte: Neodecortech

Alla fine del primo semestre 2018, il 90% degli aumenti di prezzo dal 2017 è stato trasferito ai clienti NDT. La società ha scelto di non trasferire tutti gli aumenti di prezzo, grazie ai miglioramenti significativi registrati nella produttività, non volendo sottoporre i clienti primari a una pressione eccessiva. L'impatto del calo del prezzo del TiO<sub>2</sub> è ben evidente, in quanto è sceso dal 37% dei ricavi nel 2017 al 32% nel 2018 e al 30% nel 2019.

Tale flessione nel 2019 ha visto la percentuale di pasta di cellulosa scendere al 14% nel 2019 e la percentuale di TiO<sub>2</sub> al 30%, con le materie prime che rappresentano il 61% dei ricavi.

Si prevede un rimbalzo dei prezzi della cellulosa nel 2020.

Per quanto riguarda l'attività di stampa decorativa, l'impatto del prezzo delle materie prime è stato piuttosto neutro, con un costo complessivo dei materiali che si è mantenuto stabile al 56% dei ricavi. In 1H'19, tale dato è salito al 57%, con l'entrata in funzione dell'attività dei laminati.

Neodecortech: costo delle materie prime in % dei ricavi			
	2017	2018	2019
Resine	11%	10%	10%
Inchiostri	4%	3%	3%
PVC	4%	4%	3%
Carta grezza	35%	34%	29%
Laminato	0%	2%	7%
Altro	1%	3%	2%
Neodecortech	54%	56%	56%

Fonte: Neodecortech

### Costi dell'energia

Per il settore della produzione di energia elettrica, il quadro non è così chiaro. NDT è passata dall'utilizzo di olio di palma nel 2015 all'impiego di olio di sego. L'olio di sego è molto meno volatile grazie agli incentivi statali, che variano in base all'attuale prezzo dell'energia. Bio Energia Guarcino riceve ulteriori incentivi se utilizza grassi animali approvati e a basso impatto ambientale.

NDT utilizza poco meno della metà dell'energia elettrica prodotta da Bio Energia Guarcino; se aumenta il prezzo dell'energia elettrica, il gruppo trarrà beneficio dalle vendite di energia elettrica alla rete, sebbene tale aumento verrebbe in parte compensato da una diminuzione degli incentivi.

Nel 2018, Bio Energia ha prodotto il 27% di energia in più con un costo dei grassi animali approssimativamente identico, e ulteriori efficienze nel 2019 hanno visto un aumento dell'8% della produzione di energia elettrica e un aumento dei costi del combustibile inferiore al 4%.

## Settori di attività

NDT è attiva in tre settori: stampa e impregnazione, produzione di carta decorativa e produzione di energia elettrica.

### Stampa e impregnazione (Confalonieri)

*L'attività più importante è quella di stampa e impregnazione*

Il più importante dei tre settori di NDT è rappresentato dalla stampa e dall'impregnazione di carte decorative. L'attività ha sede a Filago, Bergamo, circa 50 km a nord-est di Milano, sotto il marchio Confalonieri. L'impianto realizza 51 prodotti, suddivisi in quattro categorie principali, con oltre 900 tipologie di decori differenti:

- ▶ stampa decorativa;
- ▶ finish foil;
- ▶ film melamminico; e

La parte più cospicua – la stampa decorativa – produce carte stampate di alta qualità destinate ai produttori di pannelli a base lignea. Le carte stampate riproducono fedelmente le superfici naturali, quali legno o pietra, e sono fissate a un pannello a base lignea, come truciolare o MDF. Si tratta, in effetti, di un rivestimento artificiale moderno, a costi molto più contenuti. Tali soluzioni vengono utilizzate nell'industria del mobile e delle pavimentazioni.

Il film melamminico è una carta decorativa stampata, impregnata di resina melamminica. Ciò conferisce alla superficie la resistenza ai graffi o ai danni causati da eventuali sostanze chimiche. Anch'esso viene venduto ai produttori di mobili e pavimenti.

Il finish foil è un ulteriore passo avanti e cerca di replicare non solo l'aspetto dei materiali naturali, ma anche la percezione tattile.

I PPF e PPLF per LVT producono ancora una volta l'aspetto di materiali naturali ma, invece di essere stampati su carta, vengono stampati su un supporto plastico. Realizzati originariamente ed esclusivamente su PVC, NDT ha sviluppato un prodotto a base di film in polipropilene e polietilene, con un impatto ambientale molto inferiore. Gli LVT sono utilizzati principalmente nelle pavimentazioni, ma anche su alcune superfici verticali.

### Laminati, sotto il marchio TEXTE

*Le vendite di PPLF consoliderebbero la posizione di NDT come uno dei leader a livello europeo nel mercato dei laminati*

Nel settembre 2018, NDT ha acquisito il ramo d'azienda di Corbetta, società appartenente all'azionista di riferimento di NDT, il Gruppo Valentini. La società è specializzata nella produzione di laminati CPL. Corbetta ha realizzato un fatturato di circa € 8 milioni in FY17, con un margine EBITDA leggermente positivo. I ricavi in FY18 raggiungono € 2,6 milioni, mentre l'EBITDA si attesta a € 0,7 milioni. Il corrispettivo, comprensivo dell'indebitamento assunto con il ramo d'azienda, è stato pari a circa € 2,5 milioni.

A inizio 2020, NDT ha avviato la piena produzione di laminati in formato larghezza di 142 cm (oltre ai tradizionali 130 cm di larghezza). Le dimensioni maggiori le consentono di rifornire il mercato dei piani da cucina.

### PPF & PPLF, sotto il marchio PLANA

Nel 2015, NDT ha esteso l'attività dalla stampa esclusivamente su carta alla stampa su film plastico: sia i film plastici stampati (PPF) che i film plastici stampati laminati (PPLF) per piastrelle in vinile di lusso (LVT).

Oltre allo stabilimento di produzione di laminati di Casoli di Atri, presso lo stabilimento di Filago è possibile laminare il PPF con un film plastico trasparente per ottenere un film composito che, una volta goffrato e laccato, produce PPLF. Il nuovo prodotto è stato lanciato nel gennaio 2019 e consente ai produttori di pavimentazioni, che non fanno tuttora parte a pieno titolo della catena produttiva LVT, di accedere al mercato dei pavimenti vinilici di fascia alta.

Con ulteriori investimenti in un impianto più grande a fine 2019, che dovrebbe essere completato entro marzo 2020, NDT sarà in grado di servire non solo i mercati della pavimentazione, ma anche l'utilizzo verticale (ad es. porte) e i veicoli da diporto (ad es. roulotte).

NDT pone grandi aspettative nelle vendite di PPLF, in quanto consoliderebbe la sua posizione di leader a livello europeo in questo nuovo segmento di mercato, caratterizzato da una crescita a due cifre e da margini consistenti.

## Il processo

*Investimenti in R&S: approccio importante al business*

Un elemento importante nell'approccio al business da parte di NDT è l'investimento in R&S. La società sviluppa i propri prodotti, realizzando costantemente nuovi design e lavorando a stretto contatto con la propria clientela. Questo aiuta la società anche nello sviluppo di nuovi prodotti, quali il PPLF.

Come per qualsiasi attività di design, la moda riveste un ruolo importante. NDT partecipa a importanti fiere internazionali e il suo retaggio italiano costituisce un evidente vantaggio nel mondo del design.

Una volta ultimato, il disegno viene trasferito su cilindri di stampa utilizzati nel processo a rotocalco; solitamente vengono adoperati tre cilindri per motivo. Ciascun cilindro costa diverse migliaia di euro e NDT ne possiede oltre 3.000. L'incisione dei cilindri è una delle poche operazioni che NDT esternalizza. Si tratta di un processo di precisione, necessario per fornire l'alta qualità dell'immagine richiesta nella stampa decorativa. Il costo del disegno e del cilindro comporta che, per risultare conveniente dal punto di vista economico, ogni tiratura deve essere molto prolungata o ripetuta con regolarità.

NDT utilizza stampanti digitali per produrre nuovi campioni o pannelli singoli.

Vi sono sette macchine da stampa di varia capacità e quattro linee di impregnazione. Ha una capacità produttiva annua di 18.000 tonnellate. Nel 2017, la produzione è stata di 7.750 tonnellate di carta e plastica stampate e 2.550 tonnellate di carta impregnata, pari a circa il 60% della capacità produttiva. All'aumentare delle vendite, il miglioramento dell'efficienza dovrebbe spingere i margini operativi verso l'alto.

## Indicatori finanziari

Nel 2017, il settore ha registrato un fatturato di € 43,8 milioni, con un margine EBITDA del 12,9%. Nel 2018, il fatturato è salito a € 50,9 milioni, mentre l'EBITDA è cresciuto del 18% a € 6,7 milioni. L'incremento è stato trainato dall'apporto di Corbetta (consolidata per quattro mesi) e da maggiori vendite, in particolare di PPF (+44%) e della divisione core delle stampe decorative (+13%). Il 2019 si è rivelato un anno molto più sfidante.

Confalonieri: ricavi, EBITDA ed EBIT (2019 vs. 2018, €m)			
	2018	2019	Variazione
Ricavi	50,9	56,5	+11%
EBITDA	6,7	5,4	-19%
Margine EBITDA	13,1%	9,5%	-27bps
Ammortamenti	-2,4	-2,8	+19%
EBIT	4,3	2,6	-40%

---

*Fonte: Neodecortech*

NDT rileva che nei primi mesi del 2019 la totalità dei clienti nel mercato della stampa decorativa ha registrato un calo del fatturato a due cifre, per via dell'incertezza del contesto macroeconomico. Il fatturato complessivo del primo semestre flette del -8% (ex-Corbetta), mentre l'EBITDA scende a € 2,6 milioni, da € 3,6 milioni. Il secondo semestre ha mostrato qualche segnale di miglioramento con ricavi ex-Corbetta pressoché stabili, trainati da una forte performance nei servizi di impregnazione per conto terzi.

NDT adotta un approccio coerente e di successo verso tali avversità, focalizzandosi sulle aree a maggior crescita di marginalità del PPF e del PPLF. Nella seconda metà del 2019, la società ha installato o ampliato le linee di produzione nello stabilimento di Filago; ha potenziato la linea di impregnazione; ha ampliato la linea di goffratura per PPLF; ha installato una linea di laccatura per i nuovi prodotti a bassa pressione EOS simili al prodotto TITAN (anti-impronta), che ha registrato una diffusione estremamente ampia.

Le tendenze positive registrate in 2H sono tuttora in corso a inizio 2020.

## Carta decorativa (Cartiere di Guarcino)

*Produce un'ampia gamma di carte decorative*

Cartiere di Guarcino è situato a Guarcino, circa 100 km ad est di Roma. L'azienda conta 171 dipendenti e ha una capacità produttiva di 50.000 tonnellate all'anno. L'anno scorso ha prodotto 42.000 tonnellate di carta speciale. Per contestualizzare meglio, i due maggiori produttori europei di carta decorativa vantano una capacità di circa 190.000 tonnellate ciascuno.

L'azienda produce carte decorative per laminazione ad alta e bassa pressione, nonché per pavimenti. Realizza un'ampia gamma di carte decorative: carte base stampa, carte bilancianti, carte underlay, carte da bordatura e carte unicolori.

Ai fini di reporting, il prodotto è suddiviso in tre categorie:

- ▶ carte base;
- ▶ carte unicolori; e
- ▶ carte bilancianti.

Le carte base sono ciò che gli stampatori come NDT utilizzano per produrre i loro effetti di texture naturali. Hanno una superficie liscia e lucida, che meglio si adatta al processo di stampa nel sistema in rotocalco di alta qualità.

Le carte unicolori sono fogli monocromatici, non lucidi, ma opachi e a bassa porosità. Le carte vengono utilizzate dai laminatori per produrre pannelli ad alta e bassa pressione.

Le carte bilancianti, la parte più piccola dell'attività, sono di natura più industriale. Sono utilizzate sul lato inferiore dei laminati per pavimenti per compensare la tendenza dello strato di resina melamminica a restringersi man mano che si indurisce.

Il business della carta è, per sua natura, più che altro un prodotto di base, anche nel mercato di nicchia delle carte decorative. I margini EBITDA sono inevitabilmente più esigui, pari a circa il 9%. È inoltre un'attività ad alta intensità energetica e idrica. La società deve porre la massima attenzione per far sì che l'acqua che scorre attraverso i suoi impianti non risulti più inquinata di quando vi è entrata. I problemi di approvvigionamento idrico sorti nel novembre 2018 hanno provocato due settimane di mancata produzione in quell'esercizio.

Cartiere di Guarcino: ricavi, EBITDA ed EBIT (2017 vs. 2018, €m)

	2017	2018	Variazione
Ricavi	65,4	61,3	-6%
EBITDA	6,1	5,9	-2%
Margine EBITDA	9,3%	9,7%	+43bps
Ammortamenti	-2,3	-3,0	+33%
EBIT	3,8	2,9	-23%

Fonte: Neodecortech

Come per Confalonieri, il contesto economico non è stato particolarmente benigno nel 2019. Molti clienti hanno ritardato gli ordinativi in previsione di prezzi delle materie prime più deboli, che si traducono in prezzi della carta più bassi. I ricavi del primo semestre diminuiscono dell'11%, con un EBITDA in calo del 22%, pari a € 2,3 milioni. Con il destocking quasi concluso, la domanda è tornata a livelli più normali e la performance del secondo semestre è risultata più significativa, con un EBITDA in rialzo a € 3,6 milioni e risultati sostanzialmente piatti YoY. I volumi di vendita sono cresciuti del 5% in 2H, ma sono rimasti piatti per via del calo dei prezzi delle materie prime.

## Produzione di energia elettrica (Bio Energia Guarcino)

*La fornitura captive di Bio Energia Guarcino è fondamentale per la sostenibilità commerciale della cartiera*

Bio Energia Guarcino produce energia elettrica e termica a zero emissioni di CO<sub>2</sub> tramite l'utilizzo di tre motori diesel endotermici alimentati da olio di sego. Ha una capacità produttiva di nove tonnellate di vapore e 20 MWh. La produzione di carta richiede l'impiego di una grande quantità di energia, e il costo dell'energia elettrica in Italia è estremamente oneroso rispetto ad altri paesi produttori di carta; pertanto, la fornitura captive di Bio Energia Guarcino è fondamentale per la sostenibilità commerciale della cartiera.

La società stima un risparmio di quasi € 5 milioni l'anno grazie alla gestione della propria centrale elettrica, che rappresenterebbe il costo aggiuntivo per l'acquisto di energia elettrica dalla rete.

Nel primo semestre del 2017, sulla centrale ha pesato il periodo di fermo produzione. Da allora le operazioni sono riprese a pieno regime. Nel 2018, ha prodotto 140.000 MWh, con un aumento del 27% rispetto al 2017. A fronte di un minor costo del carburante, l'EBITDA aumenta del 30% a € 5,7 milioni. Nel 2019 ha prodotto 151.000 MWh, in crescita dell'8%; con maggiori costi di input e minori incentivi, l'EBITDA scende a € 4,6 milioni.

A inizio 2019, i prezzi dell'energia erano nettamente più elevati (67,65 €/MWh), ma il prezzo è sceso per tutto il primo semestre e ha oscillato intorno ai 50 €/MWh nel corso del secondo semestre. Prevediamo, pertanto, un nuovo aumento degli incentivi nel 2020.

## Sviluppi futuri

NDT ha tre piani di investimento specifici per il futuro:

- ▶ Il primo riguarda un investimento di € 10 milioni per apportare migliorie agli impianti. La società mira a migliorare la capacità produttiva della sua cartiera, riducendo la variabilità di peso e di dimensioni della carta. Intende inoltre migliorarne la planarità e stampabilità.
- ▶ In secondo luogo, la società intende investire € 15 milioni nell'internazionalizzazione, non per trasferire la produzione all'estero, bensì per incrementare la propria attività di vendita sul mercato internazionale. L'investimento verrebbe utilizzato per rafforzare la rete di vendita e nell'acquisizione di piccole realtà locali, che potrebbero aumentare la propria penetrazione sui mercati internazionali. L'area di riferimento è la Germania. La società mira inoltre ad espandersi in mercati quali Turchia, Russia e Nord e Sud America. Le acquisizioni verrebbero pagate con un mix di contanti e azioni.
- ▶ Infine, ulteriore obiettivo è la valorizzazione delle proprie capacità di stampa. La società intende investire € 10 milioni nella stampa digitale e nella laminazione PPF. Nel comparto della stampa digitale è alla ricerca di metodi per rendere commerciabili i piccoli lotti di stampa ed espandere il proprio portafoglio prodotti.



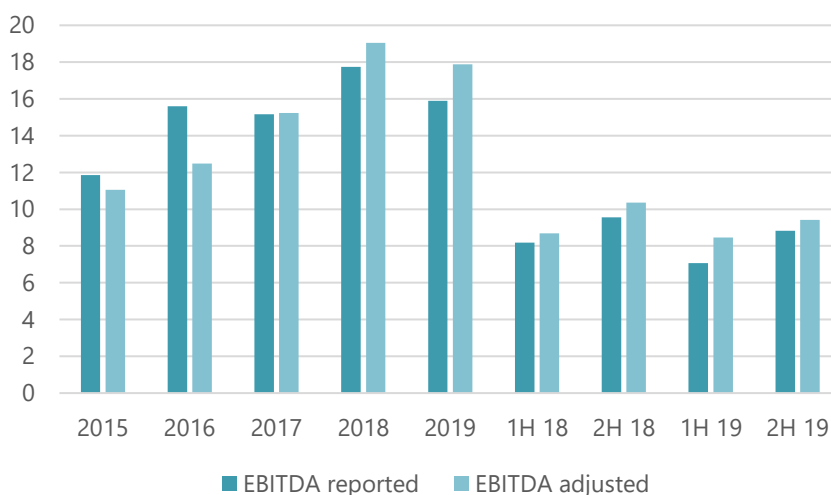
## Dati economico-finanziari

*NDT può ritenersi una new entry in Borsa, essendo approdata sul mercato italiano AIM nel settembre 2017.*

NDT opera nella sua configurazione attuale solo dal giugno 2017, dopo l'acquisizione da parte di Confalonieri della cartiera (Cartiere di Guarcino) e dell'attività di produzione di energia (Bio Energia Guarcino), con la nuova denominazione di Neodecortech in vista dell'IPO nel settembre 2017. I dati formali del gruppo includono quindi solo la cartiera e la centrale elettrica per sei mesi del 2017.

La società apporta alcune rettifiche all'EBITDA e all'utile netto per meglio rappresentare l'andamento sottostante del gruppo.

Neodecortech: EBITDA, reported e adjusted, 2015-19 (€m)



Fonte: Hardman & Co Research

Le principali rettifiche dell'esercizio 2016 comprendono proventi straordinari da rimborsi assicurativi per € 2,2 milioni, proventi da operazioni per € 1,9 milioni, utili su cambi per € 0,25 milioni e sopravvenienze attive per € 0,67 milioni. Gli oneri straordinari includono sopravvenienze passive per € 1,3 milioni, costi capitalizzati per servizi generali per € 0,4 milioni, che rappresentano la quota parte dei costi capitalizzati per R&S relativi a Cartiere di Guarcino, e maggiori costi energetici per € 0,8 milioni.

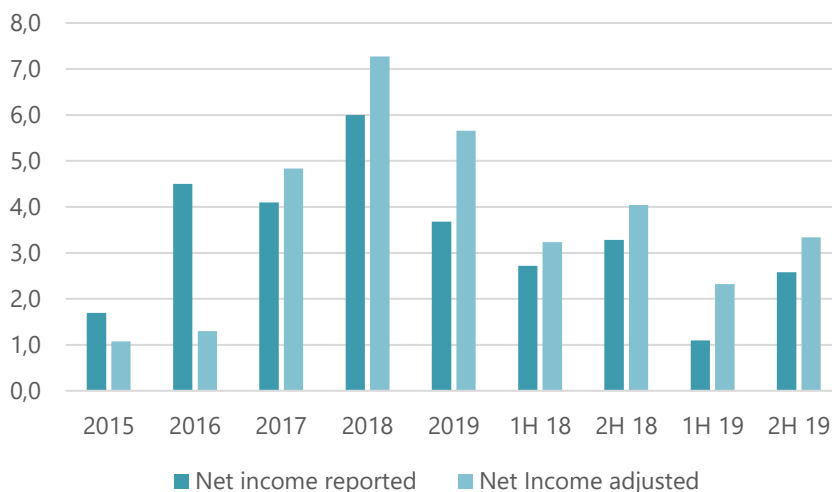
Le rettifiche del 2017 comprendono rapporti commerciali con un fornitore che hanno generato proventi per € 0,65 milioni, sopravvenienze attive per € 0,3 milioni e costi capitalizzati per servizi generali per € 0,4 milioni, che rappresentano la quota parte dei costi capitalizzati per R&S relativi a Cartiere di Guarcino. Le rettifiche per oneri straordinari nel 2017 includono sopravvenienze passive per € 1,2 milioni, esodi incentivati per € 0,1 milioni e risarcimenti verso clienti per € 0,2 milioni.

Per il 2018, le principali rettifiche riguardano i costi derivanti dall'IPO (600k) e l'accantonamento per stock grant (€700k). Tali rettifiche sono state riproposte nel 2019, con stock grant per € 975 mila nel periodo e ulteriori € 1,0 milione in costi IPO, oltre ai costi aggiuntivi in vista del passaggio al MTA.

Le stesse rettifiche hanno un impatto sull'utile netto. Una volta chiarite le cifre, i progressi compiuti dalla società diventano evidenti, in particolare per quanto riguarda i dati del primo semestre. Ciò deriva del miglioramento dell'efficienza degli impianti e dalle dimensioni crescenti del business. A tal proposito, il 2019 ha visto una lieve battuta

d'arresto nei precedenti progressi, in un contesto di mercato molto sfidante, ma con un netto miglioramento registrato nel secondo semestre.

Neodecortech: utile netto, reported e adjusted, 2015-19 (€m)



Fonte: Hardman & Co Research

## Previsioni

Per il 2020 prevediamo: un aumento dei ricavi nel settore della carta di circa il 3% in concomitanza con l'andamento del ciclo dei prezzi delle materie prime; risultati sostanzialmente piatti per Bio Energia Guarcino; una crescita dei ricavi di Confalonieri del 7% (mantenendo di fatto il run rate nella seconda metà del 2019). Manteniamo pressoché costante l'ipotesi di margine EBITDA per quanto riguarda la carta, prevediamo un leggero miglioramento dell'energia, per via di incentivi maggiori, e vediamo ulteriori miglioramenti organici nella carta decorativa, nel suo passaggio verso prodotti a più elevata marginalità.

La quota di ammortamento sale a € 9,1 milioni nel 2020E, superiore ai circa € 5 milioni in investimenti normali che la società prevede di effettuare per la manutenzione dell'impianto.

Prevediamo che l'aliquota d'imposta permanga al 21% circa.

Non sono previste rettifiche ai piani di stock grant nel 2020 e nel 2021.

Tutti i piani di investimento di NDT non potevano essere finanziati con la sola liquidità generata internamente. Le acquisizioni possono essere finanziate con nuove azioni e la società ha la facoltà di aumentare il capitale sociale fino a un massimo di € 10 milioni. Ha inoltre emesso un warrant gratuito per ogni azione. Quattro warrant possono essere convertiti in un'azione al prezzo di € 4 ciascuna. Essendo "out of the money", non sono inclusi nei nostri calcoli dell'EPS.

## Neodecortech

Previsioni settoriali					
Chiusura esercizio Dic (€m)	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>Ricavi</b>					
Neodecortech	43,8	50,9	56,5	60,4	63,4
Cartiere di Guarcino	56,4	50,8	47,0	48,4	49,9
Bio Energia Guarcino	23,2	29,2	29,5	29,5	29,5
Altro	4,0	2,6	2,9	4,7	4,2
<b>Totale</b>	<b>127,5</b>	<b>133,5</b>	<b>135,9</b>	<b>143,0</b>	<b>147,0</b>
<b>Crescita</b>					
Neodecortech		16,1%	10,9%	7,0%	5,0%
Cartiere di Guarcino		-10,0%	-7,5%	3,0%	3,0%
Bio Energia Guarcino		25,8%	0,9%	0,0%	0,0%
<b>Totale</b>		<b>4,6%</b>	<b>2,7%</b>	<b>4,2%</b>	<b>2,8%</b>
<b>EBITDA (adjusted)</b>					
Neodecortech	5,6	6,7	5,4	7,0	7,6
Cartiere di Guarcino	5,1	6,1	5,9	6,9	6,6
Bio Energia Guarcino	4,4	5,7	4,6	4,8	4,8
Altro	0,0	-0,5			
<b>Totale</b>	<b>15,2</b>	<b>18,0</b>	<b>15,9</b>	<b>18,7</b>	<b>19,0</b>
rettifica	0,1	1,1	2,0	0,5	
<b>EBITDA adjusted</b>	<b>15,2</b>	<b>19,0</b>	<b>17,9</b>	<b>19,2</b>	<b>19,0</b>
<b>Margine EBITDA</b>					
Neodecortech	12,9%	13,1%	9,5%	11,6%	12,0%
Cartiere di Guarcino	7,6%	9,3%	9,7%	11,0%	10,2%
Bio Energia Guarcino	16,7%	18,3%	14,5%	15,0%	15,0%
Altro					
<b>Totale</b>	<b>11,9%</b>	<b>13,4%</b>	<b>11,6%</b>	<b>13,1%</b>	<b>12,9%</b>

Fonte: Hardman & Co Research

## Prospetti contabili

Conto economico					
Chiusura esercizio Dic (€m)	2017	2018	2019	2020E	2021E
Ricavi	127,5	133,5	135,9	143,0	147,0
Costi operativi	-112,3	-115,8	-120,0	-124,3	-128,0
Utile lordo	15,2	17,7	15,9	18,7	19,0
Ammortamenti	-6,3	-7,2	-8,8	-9,0	-9,0
Svalutazione	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	7,9	10,6	7,1	9,7	10,0
Oneri finanziari netti	-2,7	-3,0	-1,9	-1,9	-1,5
Utile ante imposte	5,2	7,6	5,2	7,8	8,5
Imposte	-1,1	-1,6	-1,2	-1,8	-1,8
Utile netto	4,1	6,0	4,0	6,0	6,7
Utile netto adjusted	4,8	7,3	5,7	6,5	6,7
Numero di azioni (m)	13,1	13,1	13,1	13,1	13,1
N. azioni interamente diluito (m)	13,3	13,5	13,6	13,8	13,8
EPS statutari (€)	0,31	0,46	0,30	0,46	0,51
EPS adjusted (€) interamente diluito	0,36	0,54	0,41	0,47	0,48
DPS (€)	0,110	0,153	0,145	0,150	0,144
Margine utile lordo	11,7%	13,4%	11,6%	13,1%	12,9%
Margine EBIT	6,1%	7,9%	5,2%	6,8%	6,8%
Aliquota fiscale	22%	21%	24%	23%	21%
Crescita dei ricavi	12%	3%	3%	4%	3%
Crescita dell'EBITDA	-3%	18%	-11%	18%	2%
Crescita dell'utile ante imposte	-13%	47%	-32%	50%	9%

Fonte: Hardman & Co Research

Rendiconto finanziario					
Chiusura esercizio Dic (€m)	2017	2018	2019	2020E	2021E
EBITDA	15,2	17,7	15,9	18,7	19,0
Capitale circolante	-2,6	0,0	-1,9	-2,4	-3,3
Capex	-7,6	-7,7	-7,7	-5,0	-6,0
Altro	-3,1	0,5	0,3	0,0	0,0
Free cash flow operativo	1,9	10,5	6,6	11,3	9,7
Alienazioni			2,4		
Imposte	-0,8	-0,3	-0,7	-1,8	-1,8
Interessi	-1,8	-1,7	-1,5	-1,9	-1,5
Dividendi	-1,0	-2,0	-2,0	-2,0	-1,9
Patrimonio netto	11,4	-0,1	-0,2		
Indebitamento	-3,1	-6,2	-7,6		
Flusso di cassa netto	6,6	0,2	-3,0	5,7	4,5

Fonte: Hardman & Co Research

Stato patrimoniale					
@ 31 Dic (€m)	2017	2018	2019	2020E	2021E
Immobili, impianti e macchinari	72,6	76,7	78,9	80,0	82,0
Avviamento	1,3				
Attività immateriali	3,3	3,5	2,9	2,9	2,9
Altre attività non correnti	3,7	3,9	2,0	4,1	4,1
Immobilizzazioni	80,9	84,0	83,7	87,0	89,0
Crediti commerciali	26,3	24,1	19,2	21,0	22,1
Rimanenze	32,1	35,9	39,1	41,2	44,3
Altri crediti correnti	7,8	5,8	4,9	5,0	5,0
Cassa e mezzi equivalenti	6,1	6,5	3,5	9,2	13,7
Attivo circolante	72,3	72,3	66,8	76,4	85,2
Totale attività	153,2	156,3	150,5	163,4	174,2
Debiti commerciali	-33,6	-33,2	-31,3	-32,7	-33,6
Altri debiti	-3,6	-4,3	-4,7	-5,0	-5,0
Debiti tributari	-1,2	-1,9	-0,5	-0,5	-0,5
Indebitamento	-22,0	-22,7	-20,5	-20,5	-20,5
Passività correnti	-60,5	-62,0	-57,0	-58,6	-59,5
Fondi di quiescenza	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9
Altri accantonamenti	-0,5	-0,7	-0,9	-0,9	-0,9
Passività per imposte differite	-3,5	-4,3	-4,4	-4,4	-4,4
Debito a lungo termine	-31,8	-27,9	-23,6	-23,6	-23,6
Passività non correnti	-38,7	-35,7	-31,8	-31,8	-31,8
Totale passività	-99,2	-97,7	-88,8	-90,4	-91,3
Attività nette	54,0	58,6	61,7	73,0	82,9
Capitale sociale	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2
Riserve	37,8	42,4	45,5	56,8	66,7
Totale patrimonio netto	54,0	58,6	61,7	73,0	82,9
Valore netto contabile per azione (€)	4,1	4,5	4,7	5,57	6,3
Indebitamento netto	-46,9	-44,0	-40,5	-34,9	-30,3
Debito/patrimonio netto	87%	75%	66%	48%	37%

Fonte: Hardman &amp; Co Research

## Valutazione

*La metodologia di valutazione più semplice è il confronto tra imprese affini...*

La metodologia di valutazione più semplice è quella di confrontare la valutazione della società con imprese quotate affini. Nel caso di NDT, esistono imprese affini, ma sostanzialmente di dimensioni maggiori e inevitabilmente, quantunque le operazioni siano simili, esse non sono identiche. Le due imprese più affini, a nostro avviso, sono Ahlstrom-Munksjö, quotata in Finlandia, e Surteco, quotata in Germania. La prima è produttrice di carta speciale, ma non stampatrice, e appena il 16% circa del suo fatturato è generato da carte decorative. La seconda realizza fogli decorativi su carta e plastica. I multipli di valutazione sono riportati nella tabella seguente.

Il "Neodecortech @ value" è la valutazione al nostro valore centrale in base al metodo DCF di € 5,19 per azione, in calo rispetto al precedente € 5,27, riflettendo le nostre previsioni di un EBITDA leggermente ridotto.

### Confronto delle valutazioni tra imprese affini

Società	Quotazione (€)	Mkt cap (€m)	EV (€m)	EV/EBITDA 2020E (x)	EV/EBITDA 2021E (x)	P/E 2020E (x)	P/E 2021E (x)	Crescita 2020/19E	Crescita 2021/20E
Neodecortech	3,32	43	84	4,7	4,5	7,1	6,1	-22%	14%
Neodecortech @ value	5,71	75	115	6,5	6,1	11,6	9,8	-22%	14%
Ahlstrom-Munksjö	14,3	1.777	2769	7,1	6,8	12,8	11,1	n.s.	15%
Surteco	22,5	352	534	6,1	5,9	11,8	11,0	46%	7%

Fonte: Hardman & Co Research; sulla base delle quotazioni al 13/02/20

NDT tratta con uno sconto di circa il 28% sulla media dei multipli EV/EBITDA di entrambe le imprese affini e ancor più sui multipli P/E. Parte può essere ragionevolmente attribuito alla minore liquidità delle azioni e alle dimensioni del business in senso lato, e la valutazione al nostro valore centrale in base al metodo DCF sembra essere più prossima a ciò che si può ritenere ragionevole. Ovviamente, le minori dimensioni offrono a NDT anche la possibilità di crescere più rapidamente grazie alla capacità di muoversi con maggiore agilità.

### DCF

*...mentre la forma oggettiva è un DCF*

La forma oggettiva di valutazione è il calcolo del valore attuale dei flussi di cassa (Discounted Cash Flow, DCF). Le problematiche con il metodo DCF sono ben note, in particolare l'enorme sensibilità sia ai tassi di crescita ipotizzati sia al tasso di attualizzazione utilizzato. Tendiamo ad adottare un'ipotesi centrale del 10% del costo del patrimonio netto e a valutare il capitale dell'azienda. Per il calcolo delle perpetuity, utilizziamo di norma anche un tasso di crescita nominale del 3%, equivalente a una stima prudente di lungo periodo della crescita nominale del PIL. Per NDT, ipotizziamo una crescita dei flussi di cassa tra il 2021 (il nostro ultimo anno di previsione) e il 2025 del 5% per il nostro caso centrale.

### Valutazione DCF

€m	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Ricavi	133,7	137,2	143,0	147,0	154,3	162,1	170,2	178,7
EBITDA	18,0	15,9	18,7	19,0	19,9	20,9	22,0	23,1
Capitale circolante	0,0	-1,9	-2,4	-3,3	-3,5	-3,7	-3,9	-4,0
Capex	-7,7	-7,7	-5,0	-6,0	-8,0	-8,4	-8,8	-9,3
Imposte	-0,3	-0,7	-1,8	-1,8	-1,9	-2,0	-2,1	-2,2
Flusso di cassa netto	10,0	5,6	9,5	7,9	6,6	6,9	7,3	7,6
Fattore di attualizzazione	10%	0,9	1,0	1,1	1,3	1,4	1,5	1,7
Flussi di cassa attualizzati			9,2	6,9	5,2	5,0	4,8	4,6

Fonte: Hardman & Co Research

Sommatória DCF	
Componenti di valore	€m
2020-25E	35,7
dal 2026E in poi	67,1
Totale	102,9
meno l'indebitamento netto fine 2020E	-34,9
Valore del capitale	68,0
Valore del capitale per azione (€)	5,19

Fonte: Hardman & Co Research

La nostra valutazione centrale in base al metodo DCF è pari a € 5,19

Il nostro range di valori previsti, in base al metodo DCF, dà un valore compreso tra € 3,12 a € 8,57 per azione, con un valore centrale, ad un tasso di crescita a medio termine del 5% e utilizzando il nostro tasso di attualizzazione del 10%, di € 5,19.

Tabella sensitività DCF				
Tasso di attualizzazione/crescita a medio termine	3%	4%	5%	6%
8%	7,24	7,67	8,11	8,57
10%	4,60	4,89	5,19	5,50
12%	3,12	3,34	3,57	3,80

Fonte: Hardman & Co Research

Infine, si segnala che la nostra stima del valore contabile della società per il 2020 è pari a € 5,57 per azione e che il costo di sostituzione delle attività è sostanzialmente più elevato.

## Rischi

Oltre ai normali rischi commerciali, i quattro rischi chiave che osserviamo per NDT sono la congiuntura economica, i prezzi delle materie prime, la concorrenza cinese e la condizione di socio di minoranza.

- ▶ La società è evidentemente esposta al ciclo economico, e una decisa flessione, soprattutto nel settore delle costruzioni renderebbe le nostre previsioni difficilmente realizzabili. L'indebitamento di NDT è ben strutturato e, a nostro avviso, non dovrebbero esserci problemi nell'ipotesi di una recessione di breve durata.
- ▶ I prezzi delle materie prime, come notato poc'anzi, dovrebbero rappresentare unicamente un problema di tempistica sulla redditività, dato che la movimentazione dei prezzi viene trasferita in entrambe le direzioni. Tuttavia, nell'ipotesi di aumento sostenuto dei prezzi, i prodotti NDT potrebbero essere soggetti a sostituzione.
- ▶ La Cina è il principale produttore di carta decorativa, con circa la metà dell'output totale a livello globale. Attualmente, la sua produzione tende ad essere di qualità inferiore e viene assorbita prevalentemente dal mercato interno. In futuro, una diminuzione della domanda e/o un salto di qualità potrebbero rendere la Cina un concorrente più forte per i produttori dell'Europa occidentale.
- ▶ Gli azionisti di NDT devono rammentare di essere azionisti di minoranza; la famiglia Valentini controlla oggi il 64% del capitale azionario, avendo ceduto 1,2 milioni di azioni al prezzo di € 3,40 in ottobre 2019.



## Disclaimer

*Hardman & Co provides professional independent research services and all information used in the publication of this report has been compiled from publicly available sources that are believed to be reliable. However, no guarantee, warranty or representation, express or implied, can be given by Hardman & Co as to the accuracy, adequacy or completeness of the information contained in this research and they are not responsible for any errors or omissions or results obtained from use of such information. Neither Hardman & Co, nor any affiliates, officers, directors or employees accept any liability or responsibility in respect of the information which is subject to change without notice and may only be correct at the stated date of their issue, except in the case of gross negligence, fraud or wilful misconduct. In no event will Hardman & Co, its affiliates or any such parties be liable to you for any direct, special, indirect, consequential, incidental damages or any other damages of any kind even if Hardman & Co has been advised of the possibility thereof.*

*This research has been prepared purely for information purposes, and nothing in this report should be construed as an offer, or the solicitation of an offer, to buy or sell any security, product, service or investment. The research reflects the objective views of the analyst(s) named on the front page and does not constitute investment advice. However, the companies or legal entities covered in this research may pay us a fixed fee in order for this research to be made available. A full list of companies or legal entities that have paid us for coverage within the past 12 months can be viewed at <http://www.hardmanandco.com/legals/research-disclosures>. Hardman may provide other investment banking services to the companies or legal entities mentioned in this report.*

*Hardman & Co has a personal dealing policy which restricts staff and consultants' dealing in shares, bonds or other related instruments of companies or legal entities which pay Hardman & Co for any services, including research. No Hardman & Co staff, consultants or officers are employed or engaged by the companies or legal entities covered by this document in any capacity other than through Hardman & Co.*

*Hardman & Co does not buy or sell shares, either for their own account or for other parties and neither do they undertake investment business. We may provide investment banking services to corporate clients. Hardman & Co does not make recommendations. Accordingly, they do not publish records of their past recommendations. Where a Fair Value price is given in a research note, such as a DCF or peer comparison, this is the theoretical result of a study of a range of possible outcomes, and not a forecast of a likely share price. Hardman & Co may publish further notes on these securities, companies and legal entities but has no scheduled commitment and may cease to follow these securities, companies and legal entities without notice.*

*The information provided in this document is not intended for distribution to, or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would be contrary to law or regulation or which would subject Hardman & Co or its affiliates to any registration requirement within such jurisdiction or country.*

*Some or all alternative investments may not be suitable for certain investors. Investments in small and mid-cap corporations and foreign entities are speculative and involve a high degree of risk. An investor could lose all or a substantial amount of his or her investment. Investments may be leveraged and performance may be volatile; they may have high fees and expenses that reduce returns. Securities or legal entities mentioned in this document may not be suitable or appropriate for all investors. Where this document refers to a particular tax treatment, the tax treatment will depend on each investor's particular circumstances and may be subject to future change. Each investor's particular needs, investment objectives and financial situation were not taken into account in the preparation of this document and the material contained herein. Each investor must make his or her own independent decisions and obtain their own independent advice regarding any information, projects, securities, tax treatment or financial instruments mentioned herein. The fact that Hardman & Co has made available through this document various information constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any financial instrument is suitable or appropriate for you. Each investor should consider whether an investment strategy of the purchase or sale of any product or security is appropriate for them in the light of their investment needs, objectives and financial circumstances.*

*This document constitutes a 'financial promotion' for the purposes of section 21 Financial Services and Markets Act 2000 (United Kingdom) ('FSMA') and accordingly has been approved by Capital Markets Strategy Ltd which is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (FCA).*

*No part of this document may be reproduced, stored in a retrieval system or transmitted in any form or by any means, mechanical, photocopying, recording or otherwise, without prior permission from Hardman & Co. By accepting this document, the recipient agrees to be bound by the limitations set out in this notice. This notice shall be governed and construed in accordance with English law. Hardman Research Ltd, trading as Hardman & Co, is an appointed representative of Capital Markets Strategy Ltd and is authorised and regulated by the FCA under registration number 600843. Hardman Research Ltd is registered at Companies House with number 8256259.*

*(Disclaimer Version 8 – Effective from August 2018)*

## Status of Hardman & Co's research under MiFID II

*Some professional investors, who are subject to the new MiFID II rules from 3rd January, may be unclear about the status of Hardman & Co research and, specifically, whether it can be accepted without a commercial arrangement. Hardman & Co's research is paid for by the companies, legal entities and issuers about which we write and, as such, falls within the scope of 'minor non-monetary benefits', as defined in the Markets in Financial Instruments Directive II.*

*In particular, Article 12(3) of the Directive states: 'The following benefits shall qualify as acceptable minor non-monetary benefits only if they are: (b) 'written material from a third party that is commissioned and paid for by a corporate issuer or potential issuer to promote a new issuance by the company, or where the third party firm is contractually engaged and paid by the issuer to produce such material on an ongoing basis, provided that the relationship is clearly disclosed in the material and that the material is made available at the same time to any investment firms wishing to receive it or to the general public...'*

*The fact that Hardman & Co is commissioned to write the research is disclosed in the disclaimer, and the research is widely available.*

*The full detail is on page 26 of the full directive, which can be accessed here: <http://ec.europa.eu/finance/docs/level-2-measures/mifid-delegated-regulation-2016-2031.pdf>*

*In addition, it should be noted that MiFID II's main aim is to ensure transparency in the relationship between fund managers and brokers/suppliers, and eliminate what is termed 'inducement', whereby free research is provided to fund managers to encourage them to deal with the broker. Hardman & Co is not inducing the reader of our research to trade through us, since we do not deal in any security or legal entity.*

