

Neodecortech

Dietro le quinte

9 gennaio 2020

Buy

Target: € 4,6

Potenziale al rialzo: +33%

Il Gruppo in sintesi: IPO promossa nel 2017 sul segmento AIM Italia, sistema multilaterale di negoziazione organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (4,0€/azione; 12M€ in primario). Il Gruppo opera nel segmento di fascia alta del mercato di nicchia per la carta speciale. Neodecortech è leader in Italia nella produzione di carte decorative per pannelli nobilitati e del flooring utilizzati nel settore dell'interior design. L'attività del Gruppo si concretizza nella produzione di soluzioni complete e tecnologicamente all'avanguardia per la realizzazione di progetti di interior design, coprendo tutte le fasi del processo produttivo per la produzione della carta decorativa, dalla gestione delle materie prime, passando per la finitura superficiale e l'impregnazione, fino al prodotto finito e alla gestione della logistica di fine linea. Il Gruppo propone 6 categorie di prodotti: carte decorative; stampe decorative; finish foil; film melamminico; film plastici stampati; laminati.

Punti positivi: riteniamo che NDT possa beneficiare di alcuni aspetti del business, tra cui (i) il posizionamento rilevante nel segmento high-end, (ii) l'integrazione verticale che consente di ottenere efficienze operative e di costi, (iii) la capacità di personalizzare i prodotti su misura per i clienti per una maggiore personalizzazione e soddisfazione degli stessi, (iv) l'ampia gamma di prodotti per l'arredamento e la pavimentazione, (v) il know-how proprietario lungo l'intera catena del valore, (vi) gli investimenti in ricerca e sviluppo per mantenere la capacità di innovazione, (vii) le elevate barriere all'ingresso (investimenti, impianti industriali, reputazione e clienti), (viii) la flessibilità della catena produttiva, (ix) la forte internazionalizzazione del Gruppo consentita dalla forza della rete distributiva con il 74% del fatturato (energia esclusa) del 2018 generato dall'export e (x) il passaggio al segmento regolamentato della Borsa di Milano (MTA) previsto per il 1H 2020.

Principali rischi: A nostro avviso, i principali rischi comprendono (i) la natura ciclica del business, soggetto a rischi macroeconomici, (ii) la dimensione relativamente modesta del Gruppo rispetto agli affini concorrenti tedeschi e cinesi, (iii) il potenziamento della concorrenza, (iv) la concentrazione della base clienti e fornitori, (v) la scarsa liquidità del titolo e (vi) il rischio di flowback.

Valutazione: Riteniamo che il mercato sottovaluta il fatto che NDT sia un best-in-class (dati 2020E) in termini di margine EBITDA (@13,2% vs. 12,0% della media del settore), FCF Yield (@17,4% vs. 11,5% della media del settore), e offre il 2° più alto dividend yield del settore (@4,6% vs. 4,3% della media del settore). Abbiamo valutato NDT utilizzando 2 approcci che rappresentano ciascuno il 50% del nostro TP. In particolare (i) l'approccio DCF (WACC @9,2%, TGR @+1,0%), e (ii) l'approccio analogo con i multipli EV/EBITDA, EV/EBITDA e P/E 2020E con l'applicazione di uno sconto del -20% per dimensioni e luogo di quotazione. Va detto che la nostra valutazione non include potenziali opportunità di M&A, che sono parte integrante degli orientamenti strategici del Gruppo.

Iniziamo la copertura del titolo NDT con un rating Buy e un target price di € 4,6.

Market Data

Sector	Basic Resources
Share price (€)	3.46
Market Cap. (€m)	45.3
Market Segment	AIM Italia
Bloomberg	NDT IM

Ownership structure

Finanziaria Valentini	63.9%
Free Float	36.1%

€m	2018A	2019E	2020E	2021E
Sales	133.4	136.0	142.7	147.7
Change	4.4%	1.9%	4.9%	3.5%
EBIT	10.6	8.2	9.7	11.0
Margin	7.9%	6.0%	6.8%	7.4%
Net Income	6.0	4.5	5.9	7.1
EPS (€)	0.47	0.42	0.47	0.54
Change	28%	(12%)	14%	14%
Dividend (€)	0.15	0.15	0.16	0.18
Dividend Yield		3.9%	4.6%	5.2%
FCF	11.5	8.0	7.9	9.2
ROCE	10.1%	6.5%	7.5%	8.5%
EV/Sales (x)		0.6x	0.6x	0.5x
EV/EBIT (x)		10.5x	8.5x	7.1x
P/E (x)		8.3x	7.3x	6.4x
Net Debt	44.3	41.3	38.3	33.7
Net Gearing	76%	67%	58%	48%

Midcap Partners estimates

Next events

TBD	FY2019 earnings
-----	-----------------

Recommendations historic

09/01/2020	Buy
------------	-----

Contact

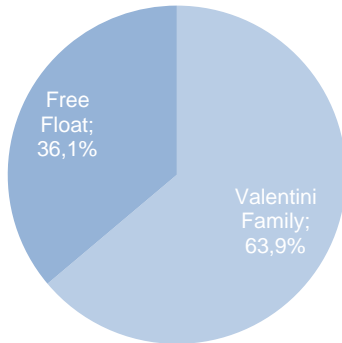
Analyst	Pierre BUON
E-mail	pbuon@midcapp.com
Landline	+33 (0)1 53 45 10 77

Indice

BREVE PRESENTAZIONE DEL GRUPPO	3
PROFILO SOCIETARIO	5
VALUTAZIONE	14
ANDAMENTO DEL MERCATO	21
UN MODELLO DI BUSINESS RESILIENTE	24
STRATEGIA	30
PROIEZIONI FINANZIARIE	32
DATI ECONOMICO-FINANZIARI	40
DISCLAIMER	42

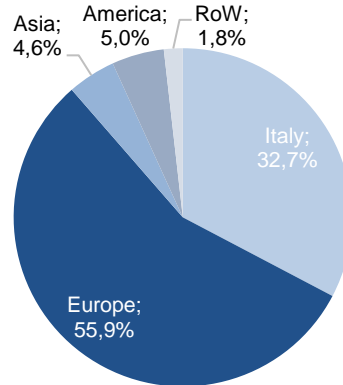
Breve presentazione del Gruppo

Assetto azionario



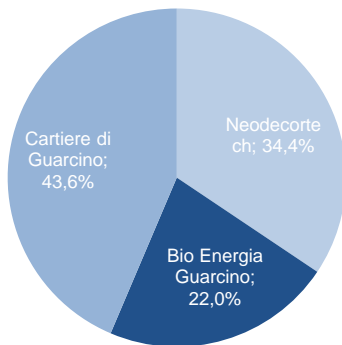
Fonte: Società

Ripartizione fatturato per regione (FY 2018)



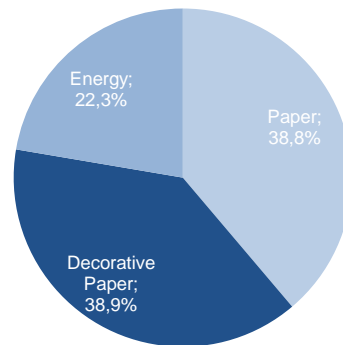
Fonte: Società

Ripartizione fatturato per divisione



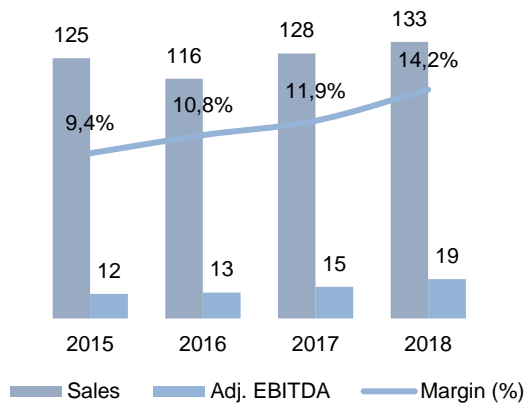
Fonte: Società

Ripartizione fatturato per tipologia di prodotto



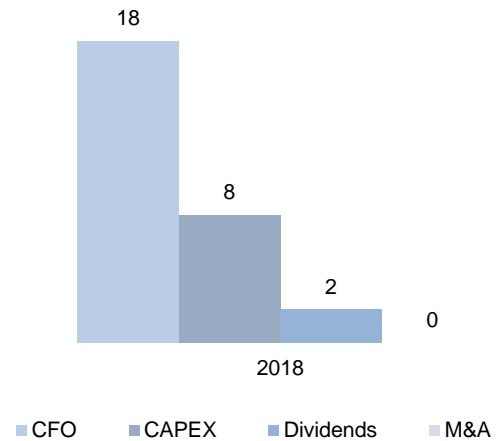
Fonte: Società

Evoluzione dell'EBITDA adjusted (€ milioni)



Fonte: Società

Allocazione del capitale (€m - Ultimo FY)



Fonte: Società

Analisi SWOT

Punti di forza

- Un fattore distintivo per il design e il marketing è la produzione 100% "Made in Italy"
- Integrazione verticale che consente un'efficienza operativa e dei costi
- Potenziale nel realizzare prodotti su misura per la personalizzazione e la soddisfazione del cliente
- Ampia gamma di prodotti per arredamento e pavimenti
- Know-how proprietario lungo l'intera catena del valore
- Forti investimenti in R&S per mantenere la capacità di innovazione
- Elevate barriere all'ingresso (investimenti, impianti industriali, reputazione e clientela)
- Flessibilità della linea produttiva
- Forte internazionalizzazione del Gruppo resa possibile grazie alla forza della rete distributiva
- Selezione dei clienti in base alla loro solvibilità

Punti di debolezza

- Struttura finanziaria rigida (leverage ratio 2018 @2,5x) che dovrebbe comunque migliorare grazie alla generazione di cassa
- Forte concentrazione della base di clienti e fornitori, normale per questo settore di nicchia
- Rischio di flowback
- Scarsa liquidità in termini assoluti

Opportunità

- M&A per consolidare il mercato e diversificare la gamma di prodotti
- Modernizzazione dei siti produttivi per la conformità all'Industria 4.0 su CdG
- Stabilire partnership strategiche con player stranieri, tra cui i cinesi
- Investimento nella stampa digitale col maturare della tecnologia

Minacce

- Deterioramento macroeconomico
- Concorrenza a livello di prezzi
- Concorrenti che si posizionano nella fascia alta di mercato
- Dimensioni limitate rispetto alla concorrenza cinese e tedesca

Fonti: Société, Midcap Partners

Profilo Societario

Fondata nel 1947 e quotata al segmento AIM (non regolamentato) della Borsa di Milano nel settembre 2017 (4,0€/azione; 12M€ in primario), Neodecortech, la capogruppo, opera con il marchio Confalonieri. E' leader nella progettazione e realizzazione di superfici decorative (principalmente carta, più recentemente plastica) per il settore dell'arredamento e dei pavimenti. Neodecortech è leader in Italia nella produzione di carte decorative per pannelli nobilitati e del flooring utilizzati nel settore dell'interior design, e detiene il 5% della quota di mercato globale (Cina esclusa).

Il Gruppo ha un organico di circa 364 dipendenti @1H 2019 ed è specializzato nella produzione di soluzioni innovative per progetti di interior design, coprendo tutte le fasi del processo produttivo della carta decorativa, dalla gestione delle materie prime, passando per la finitura superficiale e l'impregnazione, fino al prodotto finito e la gestione della logistica di fine linea.

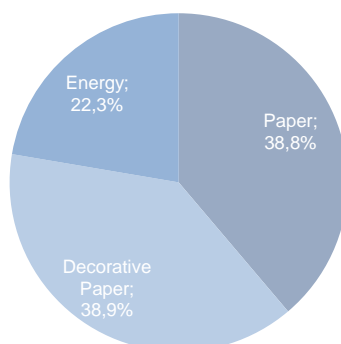
Grafico 1: Neodecortech è leader in Italia nella produzione di carte decorative per pannelli laminati e rivestimenti per pavimenti utilizzati nel settore dell'interior design



Fonte: Società

Grazie alla continua ricerca creativa, il Gruppo offre una vasta gamma di prodotti che comprende oltre 1000 tipi di decorazioni naturali, decorazioni di materiali (legno, pietra, ecc.), decorazioni di superfici (metallo, cemento, ecc.), oltre a texture di ispirazione tessile. Il Gruppo offre 51 prodotti suddivisi in 6 categorie: (i) carte decorative stampate, (ii) stampe decorative, (iii) finish foil, (iv) film melamminico, (v) film plastici stampati (PPF) e film plastici laminati stampati (PPLF), e (vi) laminati.

Grafico 2: Ripartizione fatturato per attività



Fonte: Società

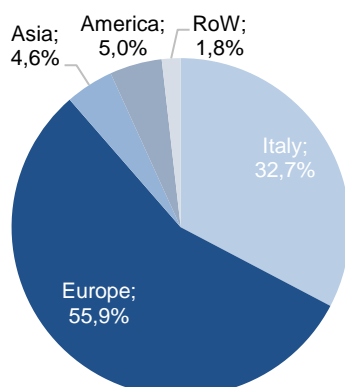
Una base produttiva matura: Forte integrazione sulla catena del valore, dalla produzione alla stampa del prodotto. Per conseguire tale risultato, il Gruppo può contare su una base produttiva matura: (i) un'asset base con un valore lordo di € 228 milioni (vs. € 71 milioni netti), (ii) 144k mq di area adibita alla produzione della carta (CdG) oltre a 100k mq di area di produzione di carta decorativa (Neodecortech), (iii) una capacità installata di 50k tonnellate e (iv) oltre 1000 tipi di decorazione.

Integrazione verticale:

- Ricerca e sviluppo centralizzato con l'implementazione del co-sviluppo con l'impianto di produzione della carta che consente la realizzazione di vantaggi competitivi in termini di produzione, flessibilità, competitività sugli acquisti, oltre a un forte monitoraggio dei processi e delle spese di ricerca e sviluppo;
- Efficienza operativa grazie all'impianto di produzione di energia indipendente dalla rete elettrica nazionale, quindi non influenzato da interruzioni della rete elettrica. Copertura quasi totale del fabbisogno di energia elettrica di CdG (circa il 47% per 20MW della capacità produttiva di BEG), miglioramento dell'efficienza operativa e copertura sulle commodities a seguito dell'implementazione di contratti a medio e lungo termine (gas e metano);
- Efficienza dei costi: le unità di cogenerazione del Gruppo forniscono un'integrazione verticale dell'energia e circa € 4,85 milioni di efficienza dei costi all'anno (elettricità e vapore).

Una struttura commerciale orientata all'esportazione: Il Gruppo genera il 67% del suo fatturato dalle esportazioni, principalmente in Europa, seguita dalle Americhe e dall'Asia.

Grafico 3: 67% del fatturato 2018 generato dalle esportazioni



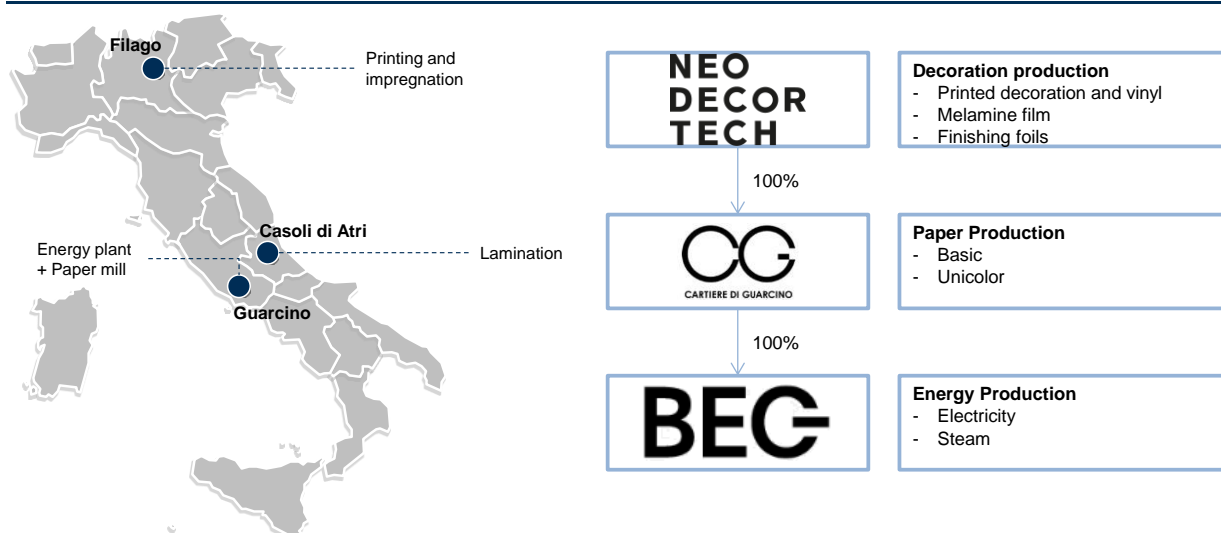
Fonte: Società

Struttura del Gruppo

Il Gruppo è costituito da 3 società, come di seguito riportato. NDT e *Bio Energia Guarcino* (BEG) hanno un margine EBITDA storico 2018A rispettivamente del 13,1% e del 15%, mentre *Cartiere di Guarcino* (CdG) ha un margine del 9,3% circa.

BEG è un sito strategico in quanto consente al Gruppo di risparmiare circa € 4,85 milioni all'anno grazie al positivo rapporto produzione/consumo di energia (43% della produzione totale annua) presso la cartiera CdG. Il Gruppo riceve 1 incentivo per ogni MWh prodotto il cui prezzo è calcolato come segue: 78%* (prezzo medio dell'energia elettrica 180_(n-1)).

Grafico 4: Struttura del Gruppo



Fonte: Società

Dettagli delle Business Unit

Stampa e impregnazione (*Confalonieri* - 34,4% del fatturato 2018)

La divisione più strategica e importante di NDT è quella della stampa e dell'impregnazione con il marchio Confalonieri (34,4% del fatturato 2018). Lo stabilimento è situato a Filago (Nord-Est Italia) e produce 51 prodotti suddivisi in 5 macro categorie (carte decorative stampate, film melamminico, finish foil, laminati e film plastici per LVT) con oltre 1000 tipi di decori diversi.

Carta decorativa stampata: rappresenta l'attività principale del Gruppo. La produzione comprende carte stampate di alta qualità per i produttori di pannelli a base lignea. Tali carte stampate riproducono fedelmente le superfici naturali, come il legno o la pietra, e sono fissate a un pannello a base lignea, come il truciolato. Si tratta di una moderna impiallacciatura artificiale, con un costo molto più basso utilizzata nel settore dell'arredamento e dei pavimenti.

Film melamminico: è una carta decorativa stampata impregnata di resina melamminica per il settore dell'arredamento. In generale, l'uso di carta melamminica conferisce alle superfici rivestite una maggiore resistenza all'abrasione, ai graffi e agli attacchi chimici. I film melamminici consentono inoltre di ottenere una lucentezza speculare delle superfici mediante una pressa dotata di apposite piastre. La melamina conferisce alle superfici rivestite una maggiore resistenza all'abrasione senza l'utilizzo di pellicola protettiva, ma con una minore grammatura della carta di bilanciamento.

Finish foil: Le carte decorative impregnate (con resine acriliche e ureiche opportunamente modificate) e le carte preimpregnate subiscono un ulteriore trattamento di laccatura. Appartengono a questa categoria anche le pellicole di finitura altamente flessibili e le carte preimpregnate.

Laminati: Nel settembre 2018, NDT ha acquisito la divisione commerciale di Corbetta, società detenuta dal suo azionista di maggioranza, il Gruppo Valentini, per un EV di € 2,5 milioni. Specializzata nella produzione di laminati a pressione continua (CPL), l'acquisizione rafforza la presenza di Neodercortech nel mercato dei laminati. Nel 2017 Corbetta ha realizzato un fatturato di circa € 8 milioni e un margine EBITDA leggermente positivo. Nel 2018 ha contribuito per € 2,6 milioni al fatturato di NDT e per € 0,7 milioni all'EBITDA.

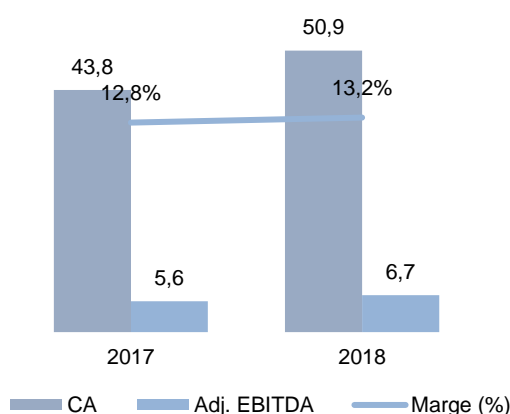
Laminati termoplastici: I film plastici stampati (PPF) e i film plastici laminati stampati (PPLF) per LVT riproducono l'aspetto di materiali naturali, ma invece di essere stampati su carta, vengono stampati su un substrato plastico. Inizialmente NDT stampava esclusivamente su PVC, tuttavia oggi utilizza un prodotto a base di film di polipropilene e polietilene che è molto più rispettoso dell'ambiente. I film termoplastici sono utilizzati principalmente come rivestimenti per pavimenti, ma possono essere applicati anche su alcune superfici verticali.

Quando un film plastico stampato (PPF) viene laminato con un film plastico trasparente e poi goffrato e laccato, questo nuovo prodotto produce un film plastico laminato stampato (PPLF). Questo nuovo prodotto è stato lanciato nel gennaio 2019 e dovrebbe consentire ai produttori di pavimentazioni che non fanno ancora parte della catena di produzione di piastrelle in vinile di lusso (LVT) di accedere al mercato delle pavimentazioni viniliche di design con pannelli di fibra ad alta densità rinforzati. I pavimenti in laminato sono costituiti da un materiale di supporto in legno composito laminato con carta melamminica e da una pellicola trasparente in carta impregnata, che fornisce resistenza meccanica alla superficie del prodotto.

NDT prevede di realizzare vendite consistenti di PPLF in quanto consoliderebbe la sua posizione di leader europeo in questo nuovo segmento di mercato, caratterizzato sia da una crescita a due cifre che da margini elevati. Il materiale utilizzato è anche molto più ecologico del PVC, il che lo rende più diffuso in Germania e nel Nord Europa.

Infine, NDT intende aumentare i propri margini concentrandosi su settori a più alta crescita di margine come PPF e PPLF. A tal fine, in H2 2019, NDT ha installato e ampliato le sue linee di produzione con una linea di goffratura per PPLF e creato una nuova linea di laccatura per la produzione di nuovi prodotti EOS a bassa pressione simili alla serie anti-traccia di grande successo. Tale aumento della produzione rappresenta la nostra proiezione di una crescita del fatturato di circa il 5% per il 2020E.

Grafico 5: Evoluzione dei margini delle divisioni stampa e impregnazione



Fonte: Società

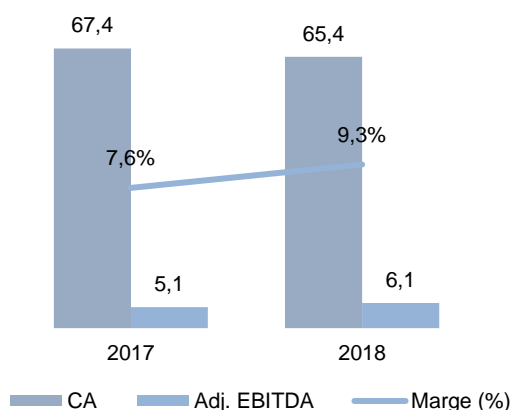
Carta decorativa (Cartiere di Guarcino, CdG) - 43,6% del fatturato 2018

CEG ha una capacità produttiva di 50k tonnellate all'anno di carta speciale (rispetto ai 42k tonnellate prodotte nel 2018). Va notato che i due maggiori produttori di carta speciale hanno una capacità di 190k tonnellate ciascuno.

L'azienda produce carte decorative per la laminazione a bassa e alta pressione e rivestimenti per pavimenti. La sua gamma di prodotti è suddivisa in tre categorie, più precisamente carte base, unicolour e bilanciati.

Il livello di margine EBITDA di questa divisione è il più basso di tutte le divisioni (9,3% nel 2018), e quindi il meno strategico per il Gruppo. Qui la carta è una semplice commodity. Come altre aziende cartarie, questa divisione consuma energia e acqua. Si segnala che nel novembre 2018, ma anche nel febbraio 2019, l'interruzione temporanea dell'approvvigionamento idrico ha causato la chiusura dell'impianto rispettivamente per 14 e 22 giorni. Nel 2019 la diminuzione del costo della fibra vergine ha avuto un impatto negativo sul prezzo di rivendita della carta prodotta.

Grafico 6: Evoluzione dei margini per la Divisione Carta Decorativa



Fonte: Società

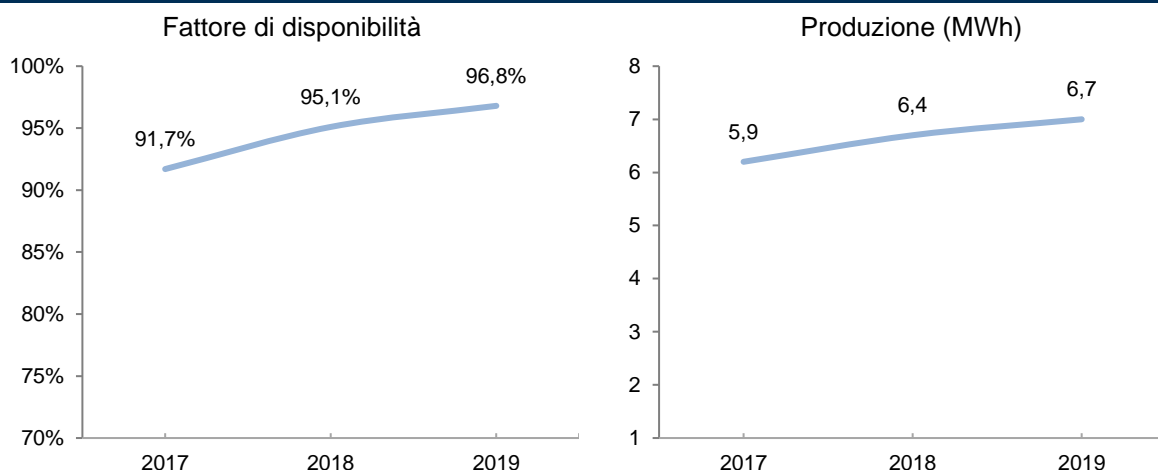
Produzione di energia elettrica (Bio Energia Guarcino, BEG) - 22% del fatturato 2018

BEG è l'impianto di cogenerazione realizzato nel 2006 per produrre l'energia elettrica e termica necessaria a CdG con una capacità di 20MW e 9 tonnellate/ora di vapore. L'obiettivo è quello di rispettare i più severi criteri di sostenibilità ambientale utilizzando solo fonti di energia alternative. Al centro del processo ci sono i 3 motori bioliquidi che, dal 2015, sono alimentati esclusivamente da sottoprodotti di origine animale prodotti dalla filiera nazionale. L'impianto è in grado di soddisfare il 100% del fabbisogno di energia elettrica della cartiera, con un risparmio di circa il 60% di energia elettrica attraverso un sistema di distribuzione privato chiamato SSPC (Simple Production and Consumption System). Inoltre, la cartiera fornisce calore, garantendo circa il 20% del fabbisogno della cartiera ad un costo più accessibile rispetto al vapore prodotto da gas naturale acquistato da terzi. Ciò si traduce in assenza di combustibili fossili, riduzione delle emissioni di CO2 nell'atmosfera e un contributo significativo alla protezione dell'ambiente.

L'impianto funziona con un elevato fattore di disponibilità che porta ad un forte aumento della produzione.

Si segnala che per ogni MWh prodotto viene attribuito alla società 1 incentivo per ogni MWh prodotto il cui prezzo è calcolato come segue: 78%* (prezzo medio dell'energia elettrica $180_{(n-1)}$).

Grafico 7: Principali KPI relativi alla Divisione Energia

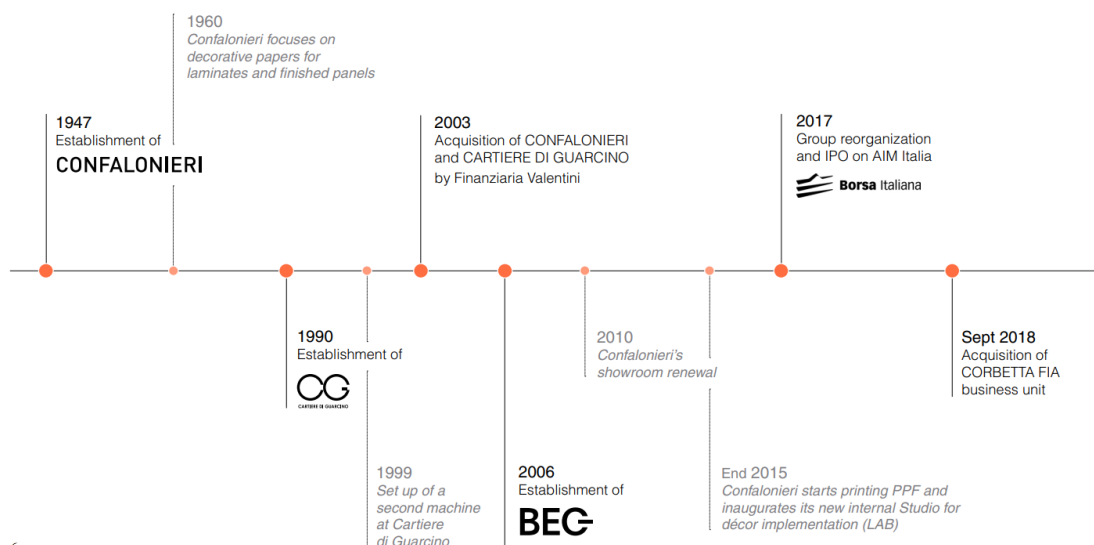


Fonte: Società

Storia del Gruppo

I punti salienti dello sviluppo di Neodecortech sono presentati qui di seguito. Costituita nel 1947, si è inizialmente concentrata sulla produzione di inchiostri da stampa, per poi passare alla produzione di laminati. Nel 2003 la Famiglia Valentini assume il controllo della società attraverso la HoldCo Finanziaria Valentini, dopo aver individuato le potenzialità per migliorarne l'efficienza. Nel 2017 il Gruppo ha riunito le sue 3 divisioni di business (BEG, CdG e Confalonieri) sotto Neodecortech per promuovere l'IPO (@4,00€/azione; 12M€ in primario) con l'obiettivo di finanziare lo sviluppo futuro della società.

Grafico 8: Storia del Gruppo

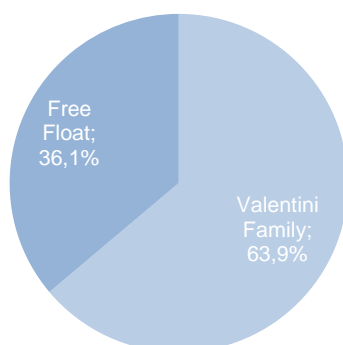


Fonte: Società

Assetto azionario del Gruppo

Il Gruppo è un'impresa a conduzione familiare, controllata al 63,9% dalla Famiglia Valentini dal 2003. La famiglia non fa parte del Management, ma è rappresentata nel CdA. Nel settembre 2017, *Neodecortech* è stata quotata al segmento AIM Italia (non regolamentato) della Borsa di Milano con l'obiettivo di raccogliere capitali per finanziare lo sviluppo del Gruppo.

Grafico 9: Assetto azionario



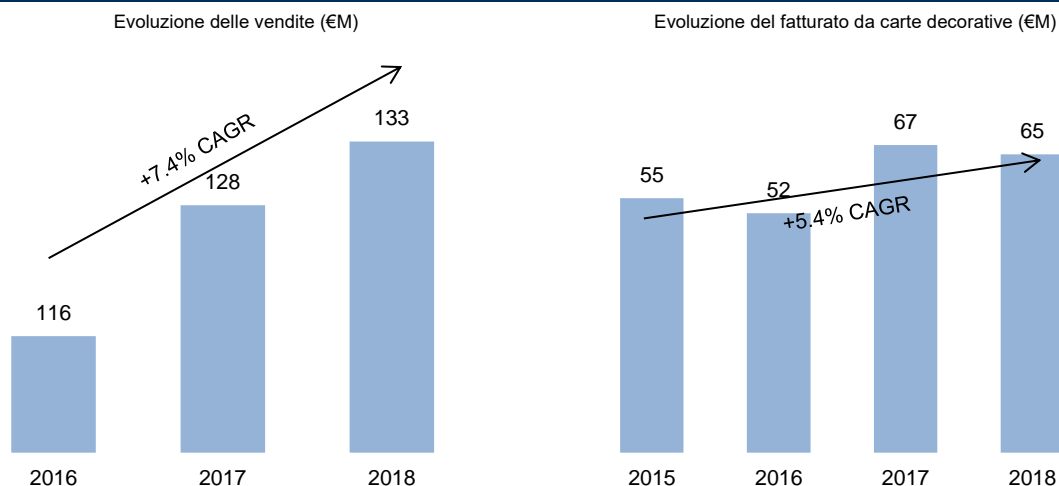
Fonte: Società

Performance finanziaria del Gruppo

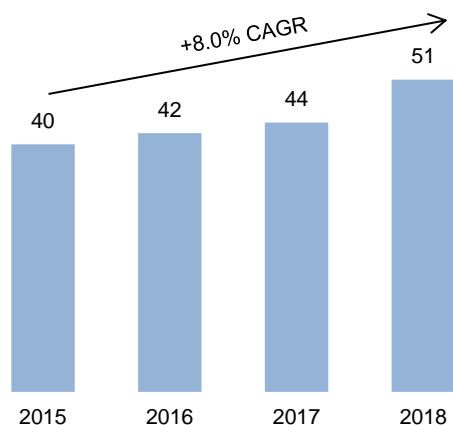
Neodecortech ha generato una forte crescita della top line negli ultimi anni (+7,4% CAGR 2016-18). Il fatturato mostra una maggiore volatilità.

Si segnala che nel 2016 si sono verificati (i) una diminuzione degli incentivi energetici e (ii) la chiusura parziale di un'unità di cogenerazione a causa di un guasto hardware ormai risolto che ha interessato il Load Factor.

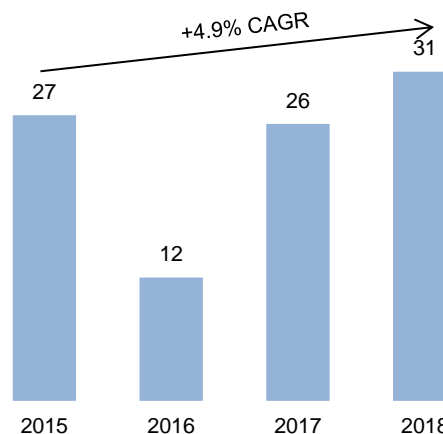
Grafico 10: Crescita top line storica



Evoluzione del fatturato da carte impregnate e laminati (€M)



Evoluzione del fatturato della Divisione Energia (€M)

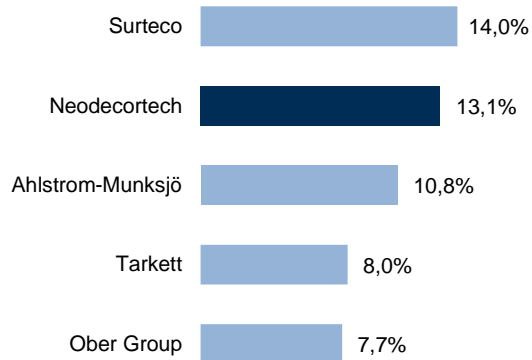


Fonte: Società

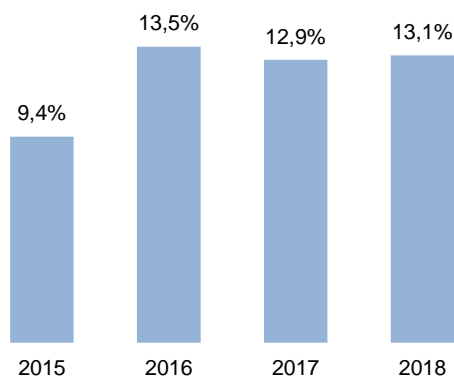
NDT vanta il secondo margine EBITDA più alto del settore, trainato da un mix di prodotti positivo e dal monitoraggio attivo dei costi.

Grafico 11: Margine EBITDA vs. affini ed evoluzione

Margine EBITDA vs. affini (Ultimo esercizio)



Evoluzione del Margine EBITDA del Gruppo



Fonti: Società

Valutazione

Iniziamo la copertura di NDT con un rating Buy e un prezzo target di € 4,6/azione calcolato utilizzando sia un approccio DCF che multiples trading.

Riteniamo che il Gruppo tratti con uno sconto significativo rispetto al settore, nonostante sia il best-in-class in termini di margine EBITDA 2020E, FCF Yield 2020E (17,4% vs. 11,5% in media), e vanta il 2° più alto dividend yield 2020E del settore (4,6% vs. 4,3% in media).

Grafico 12: Costruzione del nostro TP

Costruzione del nostro TP			Multipli @TP		
Method	FV 2020E	Coefficient	Implied multiples @target		
DCF	5.00	50.0%		2020E	2021E
EV/EBITDA	3.75	12.5%	EV/Sales	0.7x	0.7x
EV/EBIT	4.25	12.5%	EV/EBITDA	5.4x	5.0x
P/E	4.40	12.5%	EV/EBIT	10.0x	9.2x
P/BV	4.41	12.5%	P/E	10.8x	9.0x
			FCF Yield	11.6%	13.8%

Fonte: Midcap Partners

Valutazione tramite trading multiples

Valutiamo il NDT utilizzando i multipli EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E 2020E, ai quali abbiamo applicato uno sconto del -20% attribuibile al luogo di quotazione e alle dimensioni.

Abbiamo preso in considerazione il Fully diluted NoSH di cui 0,7 milioni (pari al 5,0% del capitale attuale) di potenziali nuove azioni create durante l'esercizio del piano di stock option riservato al top management del Gruppo e deciso in sede IPO.

Grafico 13: Risultato della valutazione utilizzando i trading multiples

	EV/Adj. EBITDA	EV/Adj. EBIT	P/E	P/BV
2020E figure (EURm)	18.8	10.1	5.9	65.5
2020E multiples	5.9x	11.8x	12.2x	1.1x
Discounted multiple @20%	4.8x	9.5x	9.8x	0.9x
EV	89.3	96.1	n.m.	n.m.
+/- equity bridge	(37.6)	(37.6)	3.3	3.3
Equity value	51.7	58.5	60.6	60.7
Fully diluted NoSHm	13.8	13.8	13.8	13.8
FV/share	3.75	4.25	4.40	4.41

Fonti: FactSet, Midcap Partners

Il titolo NDT è attualmente trattato con uno sconto significativo rispetto agli affini, nonostante il Gruppo offra il miglior FCF Yield del settore. Riteniamo che il mercato non ne abbia ancora tenuto conto.

Grafico 14: I Trading Multiples del settore

Trading Multiples Valuation																								
Company Name	Country	Market Value (€m)		EV/Sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E			FCF Yield			P/BV			EV/FCFF		
		Equity	EV	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Basic Materials																								
Surteco	Germany	354	555	0.78x	0.75x	0.72x	6.2x	5.7x	5.3x	13.0x	10.8x	9.7x	15.1x	11.3x	10.6x	8.4%	10.7%	10.2%	1.0x	0.9x	0.9x	17.7x	13.2x	13.3x
Ahlstrom-Munksjo	Finland	1,661	2,075	0.90x	0.85x	0.79x	8.3x	6.4x	5.8x	17.6x	11.3x	9.8x	20.5x	11.7x	10.4x	7.6%	12.5%	11.8%	1.4x	1.3x	1.3x	21.0x	12.0x	12.1x
Tarkett	France	900	1,654	0.56x	0.54x	0.51x	6.5x	5.7x	5.1x	16.8x	12.7x	10.4x	17.9x	12.1x	9.7x	8.5%	8.5%	10.7%	1.1x	1.0x	0.9x	21.8x	21.1x	16.1x
Ober	France	13	31	0.65x	0.61x	0.56x	n/a	n/a	n/a	14.7x	12.7x	9.5x	17.6x	13.8x	10.1x	13.4%	14.1%	16.3%	n/a	n/a	n/a	13.9x	12.7x	10.4x
Average				0.72x	0.69x	0.64x	7.0x	5.9x	5.4x	15.5x	11.8x	9.9x	17.8x	12.2x	10.2x	9.5%	11.5%	12.2%	1.2x	1.1x	1.0x	18.6x	14.8x	13.0x
Neodecortech SpA		45	89	0.63x	0.58x	0.53x	5.2x	4.5x	3.9x	10.5x	8.5x	7.1x	8.3x	7.3x	6.4x	17.7%	17.4%	20.2%	0.7x	0.7x	0.6x	10.7x	10.5x	8.5x
vs. Average				(12%)	(15%)	(17%)	(26%)	(24%)	(28%)	(32%)	(28%)	(28%)	(53%)	(40%)	(37%)	624ppt	599ppt	799ppt	(37%)	(37%)	(37%)	(42%)	(29%)	(34%)

Fonti: FactSet, Midcap Partners

In termini di performance operativa, NDT è un best-in-class in termini di margine EBITDA e FCF Yield 2020E, offrendo il 2° più alto dividend yield del settore. Si prevede che la riduzione della leva finanziaria continuerà grazie alla forte generazione di cassa.

Grafico 15: Andamento operativo del settore

Peers main financials																								
Company Name	Country	Market Value (€m)		EBITDA margin			EBIT margin			Next 3-year CAGR			RoE			Dividend Yield			Net Debt / EBITDA			Capex as % of Sales		
		Equity	EV	2019	2020	2021	2019	2020	2021	Sales	EBIT	NI	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Basic Materials																								
Surteco	Germany	354	555	12.5%	13.3%	13.5%	6.0%	7.0%	7.4%	(1.3%)	13.3%	21.2%	5.7%	8.0%	8.2%	3.1%	3.8%	3.8%	2.0x	1.7x	1.4x	6.3%	6.2%	6.1%
Ahlstrom-Munksjo	Finland	1,661	2,075	10.8%	13.2%	13.6%	5.1%	7.5%	8.0%	7.1%	36.4%	n/a	4.8%	10.8%	11.5%	3.7%	3.9%	4.2%	3.1x	2.1x	1.7x	6.3%	4.1%	4.3%
Tarkett	France	900	1,654	8.6%	9.4%	9.9%	3.3%	4.2%	4.9%	2.7%	15.6%	20.0%	4.5%	7.6%	9.3%	3.9%	4.2%	4.4%	3.0x	2.5x	2.2x	4.1%	3.9%	3.7%
Ober	France	13	31	n/a	n/a	n/a	4.4%	4.8%	5.8%	1.2%	1.9%	24.5%	n/a	n/a	n/a	5.3%	5.3%	5.3%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Average				10.6%	12.0%	12.4%	4.7%	5.9%	6.5%	2.4%	16.8%	21.9%	5.0%	8.8%	9.7%	4.0%	4.3%	4.4%	2.7x	2.1x	1.8x	5.6%	4.7%	4.7%
Neodecortech SpA		45	89	12.9%	13.2%	13.6%	6.9%	7.1%	7.4%	3.5%	1.2%	5.4%	7.3%	9.0%	10.1%	4.4%	4.6%	5.2%	2.3x	2.0x	1.7x	6.6%	5.6%	5.4%
vs. Average				231ppt	122ppt	122ppt	215ppt	123ppt	91ppt	103ppt	-1657ppt	-1654ppt	231ppt	13ppt	40ppt	40ppt	27ppt	79ppt	(13.2%)	(3.6%)	(4.4%)	104ppt	90ppt	72ppt

Fonti: FactSet, Midcap Partners

Valutazione tramite DCF

Per l'approccio DCF abbiamo adottato i seguenti presupposti:

- Periodo esplicito fino al 2021E;
- Crescita del margine EBITDA fino al +13,6% di normalizzazione, in particolare grazie alla nuova gamma di prodotti;
- Normalizzazione di D&A e CapEx al 5,4% del fatturato;
- WC normativo pari al 19,9% del fatturato;
- Aliquota d'imposta ordinaria del 27,9% (IRES @24% + IRAP @3,9%);
- WACC @9,2% considerando un Beta di 1,00x e un premio di +200bps sul CoE corrispondente al luogo di quotazione, alla liquidità, al rischio di flowback e alle dimensioni;
- TGR @+1,0%.

Grafico 16: Valutazione tramite DCF

FY ending in Dec. (EURm)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Sales	142.7	147.7	152.2	156.1	159.5	162.5	165.1	167.3	169.3	171.0
Δ %		3.5%	3.0%	2.6%	2.2%	1.9%	1.6%	1.4%	1.2%	1.0%
Adj. EBITDA	18.8	20.0	20.6	21.2	21.6	22.0	22.4	22.7	23.0	23.2
EBITDA margin	13.2%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%
D&A	(8.7)	(9.1)	(9.2)	(9.3)	(9.3)	(9.4)	(9.4)	(9.3)	(9.3)	(9.3)
D&A as % sales	(6.1%)	(6.1%)	(6.0%)	(5.9%)	(5.9%)	(5.8%)	(5.7%)	(5.6%)	(5.5%)	(5.4%)
Adj. EBIT	10.1	11.0	11.5	11.9	12.3	12.7	13.0	13.4	13.7	13.9
EBIT margin	7.1%	7.4%	7.5%	7.6%	7.7%	7.8%	7.9%	8.0%	8.1%	8.2%
Taxes on EBIT	(2.1)	(2.3)	(2.6)	(3.0)	(3.4)	(3.5)	(3.6)	(3.7)	(3.8)	(3.9)
Tax rate	21.0%	21.0%	23.0%	25.0%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%
Adj. NOPAT	8.0	8.7	8.8	8.9	8.9	9.1	9.4	9.6	9.8	10.1
CapEx	(8.0)	(8.0)	(8.2)	(8.5)	(8.6)	(8.8)	(8.9)	(9.1)	(9.2)	(9.3)
% sales	(5.6%)	(5.4%)	(5.4%)	(5.4%)	(5.4%)	(5.4%)	(5.4%)	(5.4%)	(5.4%)	(5.4%)
WC	28.3	29.3	30.2	31.0	31.7	32.3	32.8	33.2	33.6	34.0
% sales	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%
Δ WC	(1.3)	(1.0)	(0.9)	(0.8)	(0.7)	(0.6)	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.3)
Adj. FCF	7.3	8.7	8.9	9.0	8.9	9.1	9.3	9.5	9.6	9.7
Cash conversion on EBITDA	39%	44%	43%	42%	41%	41%	42%	42%	42%	42%
Time coefficient	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	7.0	8.0	9.0	10.0
DF	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
Discounted FCF	6.7	7.3	6.8	6.3	5.7	5.4	5.0	4.7	4.4	4.0

Sum of discounted FCF	56.5
Terminal trailing EV/EBIT 2029I	8.6x
+ Discounted Terminal Value	50.0
% EV	46.9%
= Enterprise Value	106.5
- Equity Bridge	(37.6)
= Equity Value	68.9
Fully diluted NoSHm	13.8
Price target	5.00

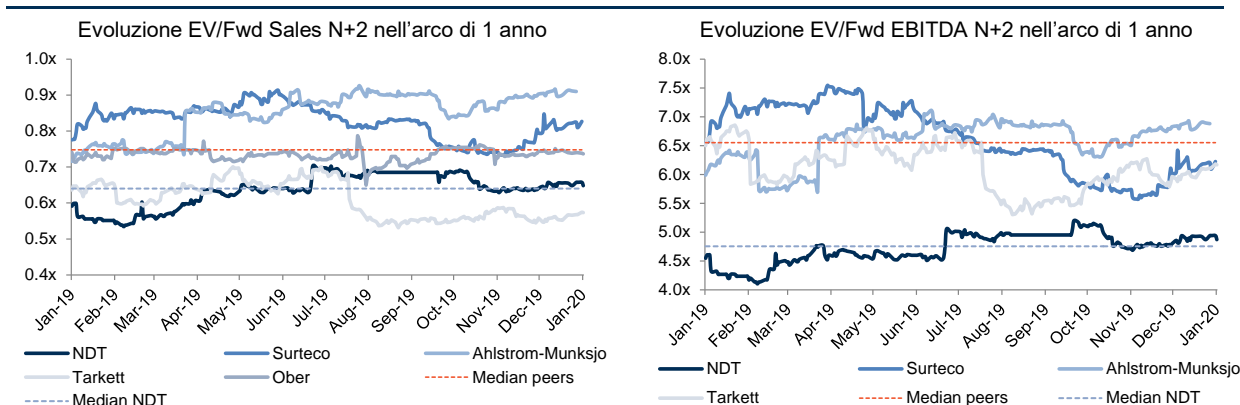
WACC		TGR				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
8.2%	5.00	5.68	6.09	6.53	7.01	
8.7%	4.56	5.16	5.51	5.88	6.28	
9.2%	4.16	4.70	5.00	5.31	5.65	
9.7%	3.80	4.28	4.55	4.81	5.10	
10.2%	3.48	3.91	4.14	4.37	4.62	

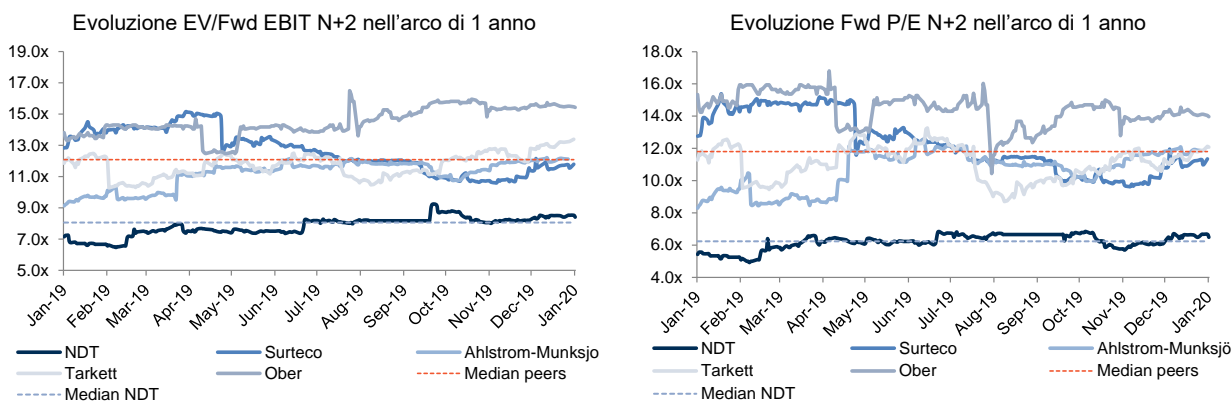
Fonti: Società, Partner Midcap

Evoluzione Fwd trading multiples del settore

Come si può osservare nell'insieme dei seguenti grafici, NDT è trattata con uno sconto significativo rispetto agli affini, richiedendo un re-rating del titolo.

Grafico 17: Evoluzione Fwd trading multiples nell'arco di 1 anno



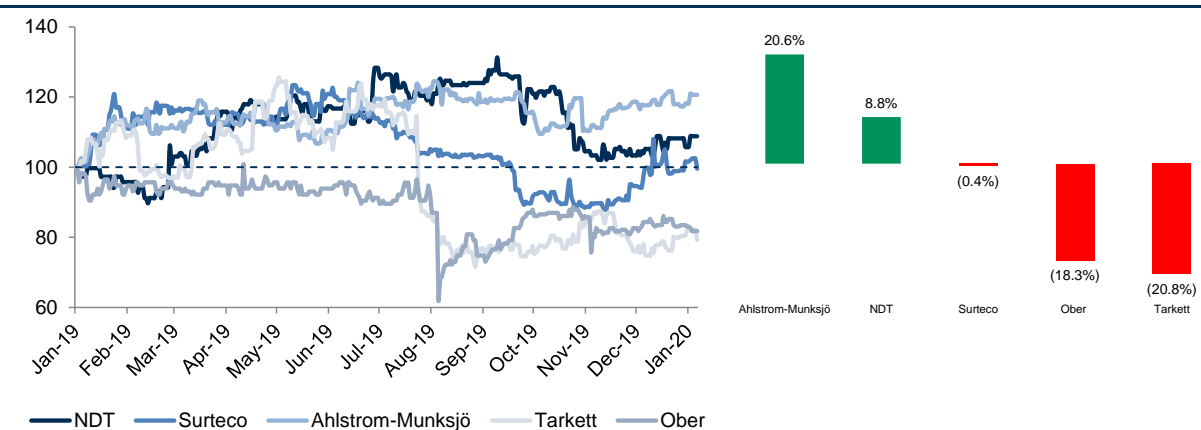


Fonti: Midcap Partners, FactSet

Andamento del mercato

NDT ha sovraperformato la media del settore (+8,8% da gennaio 2019 rispetto al -4,7% del settore). Per contro, l'andamento del titolo è risultato negativo dopo l'IPO (c.-12%; IPO a € 4,0).

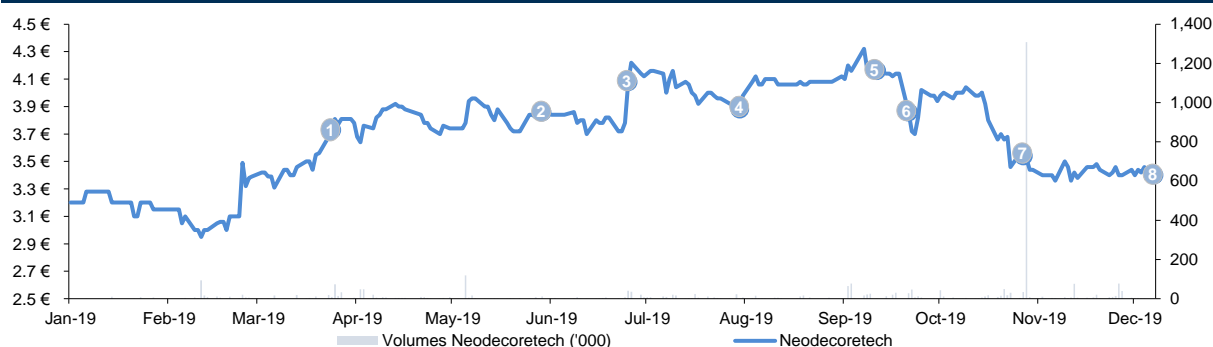
Grafico 18: Andamento del titolo NDT vs. affini nell'arco di 1 anno (ricalcolato su base 100)



Fonti: Bloomberg, Midcap Partners (al 07/01/2020)

Il grafico seguente mostra l'impatto degli annunci price sensitive emessi su NDT nell'arco di 1 anno.

Grafico 19: Analisi del prezzo del titolo



- 1 **26/03/2019:** Release of FY2018 earnings with €130.9m of sales, (+6% YoY), €19m of Adj. EBITDA (+25% YoY) and €7.3m adj. profit (+52% YoY)
- 2 **31/05/2019:** Launch of buyback program for a maximum of 10% of the share capital of the company
- 3 **27/06/2019:** MTA listing project
- 4 **01/08/2019:** Resignation of the Chairman of the board, Alberto Francois, with immediate effect
- 5 **13/09/2019:** Appointment of a new Chairman of the Board of Directors, Luigi Cologni
- 6 **23/09/2019:** Release of H12019 earnings with €68.7m of sales (+2.2% YoY), €8.5m adj. EBITDA (-2.7% YoY), and €2.3m adj. profit (-28.3% YoY).
- 7 **29/10/2019:** Finanziaria Valentini launches a secondary ABB to reduce its stake by selling 1.2m shares representing 9.16% of the share capital
- 8 **09/12/2019:** Release of 9M2019 earnings with €115.7m of sales (+3.8% YoY) and €15.1m adj. EBITDA (-2.3% YoY).

Fonti: Bloomberg, Società, Midcap Partners

NDT vanta la migliore liquidità del settore nonostante il piccolo flottante. Il flottante è negoziato su 142 giorni di negoziazione (contro una media di 623 giorni del settore).

Grafico 20: Analisi volumetrica del titolo

Company	Country	Market cap (€ m)	Free float (%)	Volumes* (€ m)	Float rot. (trading days)
Neodecoretech		46	36.1%	17	142
Ahlstrom-Munksjö		1,677	54.1%	907	1,162
Tarkett		904	50.5%	456	221
Surteco		348	20.0%	70	485

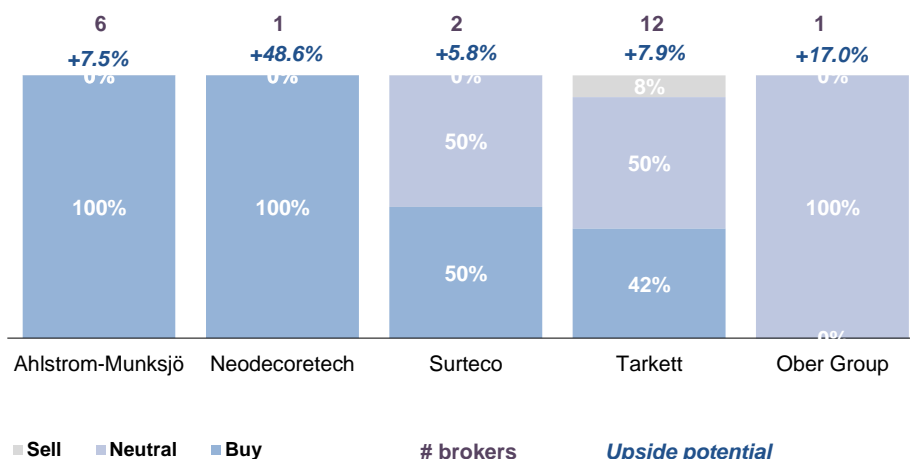
* Daily avg. 3 months

Fonti: Bloomberg, Midcap Partners (al 07/01/2020)

Gli analisti si esprimono in maniera generalmente positiva per quanto riguarda il settore, con una maggioranza di Buy (58%), seguito da Hold (40%) e Sell (2%).

NDT è uno dei titoli del settore con un consenso Buy al 100%, beneficiando al contempo del miglior potenziale di rialzo (+48,6%).

Grafico 21: Consenso degli analisti sul settore

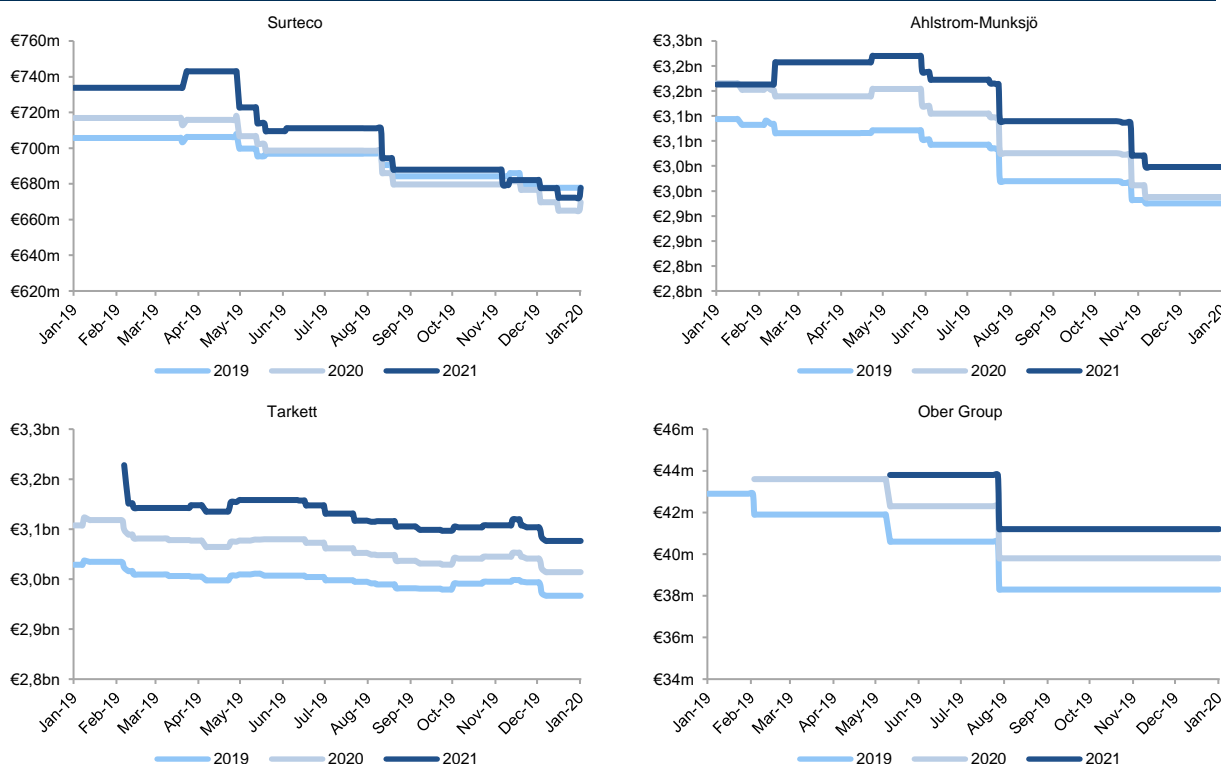


Fonti: Bloomberg, Midcap Partners (al 07/01/2020)

L'evoluzione del consenso Fwd Sales del settore nell'ultimo anno è negativa (-6,0% in media per i prossimi 3 anni, più precisamente -5,5% per il 2019, -6,5% per il 2020 e -6,1% per il 2021).

In particolare, l'evoluzione media dei prossimi tre esercizi è in calo per tutti gli affini: -3,3% per Tarkett, -6,0% per Ahlstrom-Munksjö, -6,5% per Surteco e -8,5% per Ober Group.

Grafico 22: Evoluzione del consenso Fwd sales dei principali affini NDT nell'arco di 1 anno

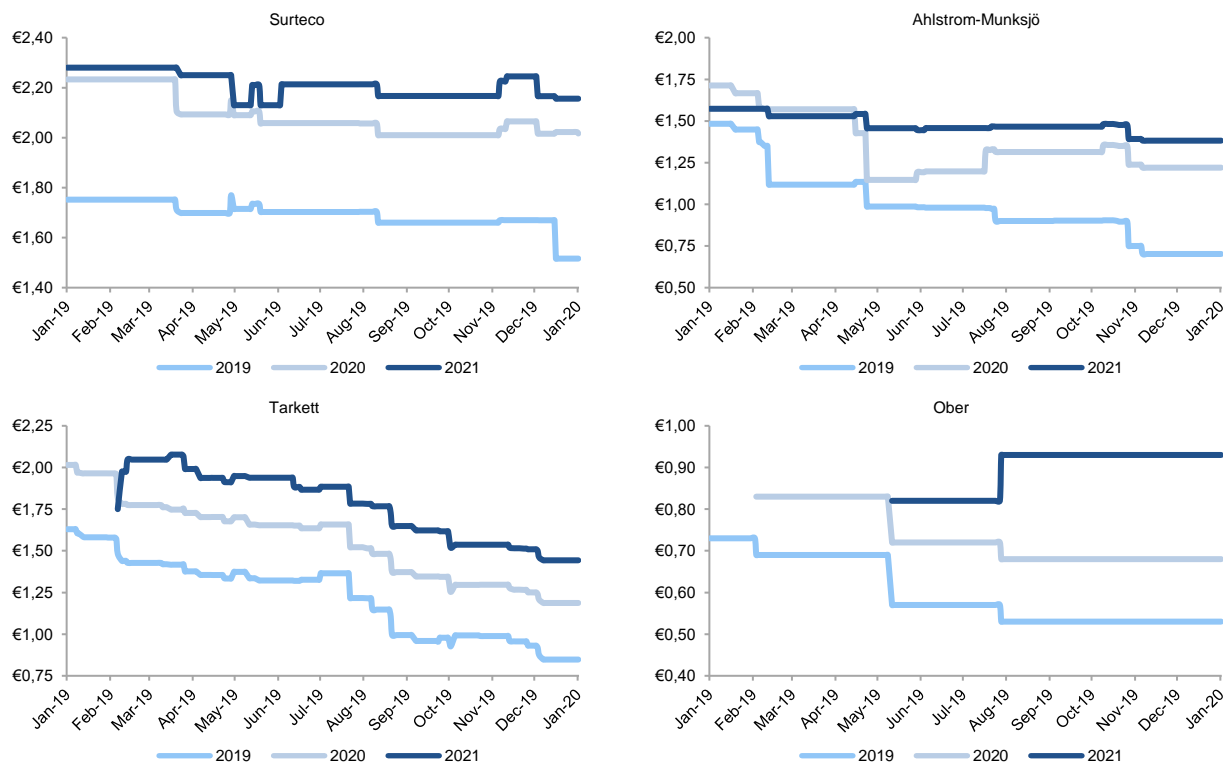


Fonte: Factset

L'evoluzione del consenso Fwd EPS del settore nell'ultimo anno è fortemente negativa (-21,7% in media per i prossimi 3 anni, più precisamente -35,4% per il 2019, -24,3% per il 2020 e -5,4% per il 2021).

In particolare, tutti i Fwd EPS degli affini per i prossimi tre anni sono stati rivisti al ribasso nell'ultimo anno: -9,4% per Surteco, -10,7% per Ober Group, -31,2% per Ahlstrom-Munksjö e -35,5% per Tarkett.

Grafico 23: Evoluzione del consenso Fwd EPS dei principali affini NDT nell'arco di 1 anno



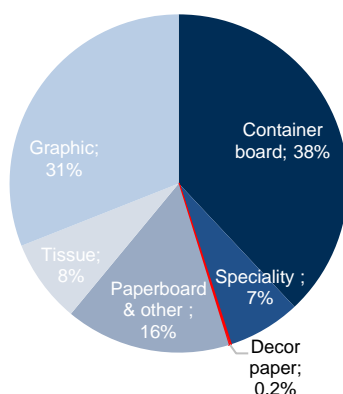
Fonte: Factset

Andamento del mercato

Mercato totale della carta e del cartone

Il mercato totale della carta e del cartone esclusa la Cina rappresenta 310 milioni di tonnellate, con un'alta percentuale di cartone (38%) e di carta grafica (31%), essendo la carta decorativa un segmento di nicchia che rappresenta lo 0,2% del mercato totale in cui non vi è un operatore dominante.

Grafico 24: Mercato della carta e del cartone (310mt)



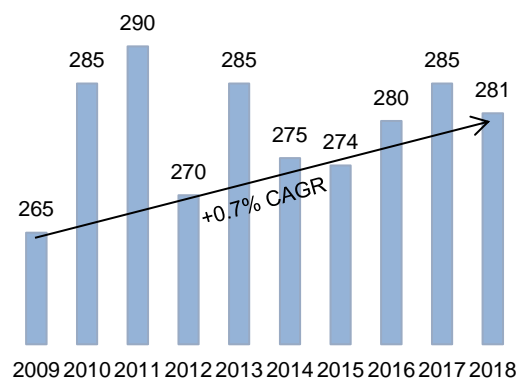
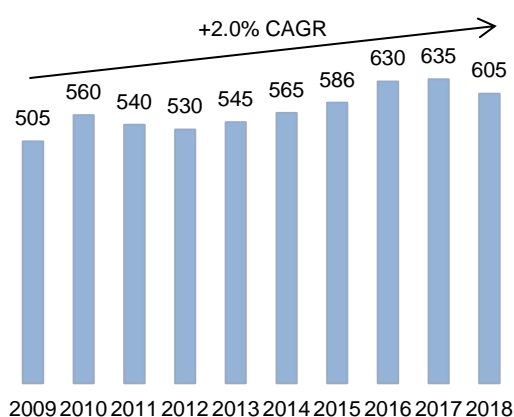
Fonte: Ricerche di mercato sulla carta decorativa 2019 - Poyry

I mercati sottostanti hanno registrato una crescita sostenuta negli ultimi 10 anni, come si osserva nei seguenti grafici, con movimenti erratici che hanno evidenziato una volatilità particolarmente elevata nei mercati dei pavimenti in laminato, soprattutto in Asia (14,9%) e in America (18,8%).

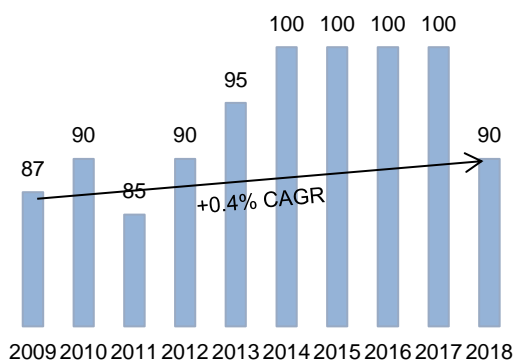
Grafico 25: Andamento storico dei mercati sottostanti

Mercato europeo dei pavimenti in laminato (tonnellate; +2,0% CAGR)

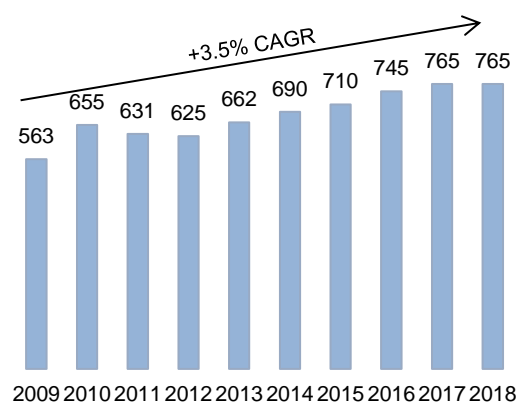
Mercato asiatico dei pavimenti in laminato (tonnellate; +0,7% CAGR)



Mercato americano dei pavimenti in laminato (tonnellate; +0,4% CAGR)



Mercato della carta decorativa (tonnellate; +3,5% CAGR)



Fonte: Ricerche di mercato sulla carta decorativa 2018 - Munksjo

Focus sul mercato della carta decorativa

Panoramica dell'attività: L'attività di decorazione consiste nella produzione di carta in un'ampia gamma di colori, qualità e grammature per applicazioni decorative utilizzate principalmente per laminati per mobili, rivestimenti per pavimenti, applicazioni per interni e per finalità tecniche ed estetiche. L'Europa rappresenta il mercato chiave, così come alcuni mercati di esportazione.

Domanda: la domanda di prodotti decorativi è risultata debole fino al Q3 2019, anche se la domanda a lungo termine di prodotti decorativi è più forte che mai. La concorrenza, tuttavia, rimane intensa. Il mercato è cresciuto del +3,5% annuo 2009-18 CAGR generando una bassa volatilità (5,3%).

Driver della domanda: (i) la crescita del PIL, (ii) l'avvio di progetti di edilizia residenziale e commerciale e di ristrutturazione, (iii) la rapida crescita della classe media nei paesi in via di sviluppo, stimolando la crescita della domanda di costruzioni e di mobili, (iv) le tendenze nel settore dell'arredamento e (v) la sostituzione dei materiali (legno, impiallacciatura e fogli di plastica in particolare) con carta decorativa.

L'approvvigionamento: proviene principalmente dall'Europa occidentale (primo esportatore mondiale; abbondante produzione di cellulosa grazie alle foreste scandinave) e dalla Cina (primo importatore mondiale di cellulosa).

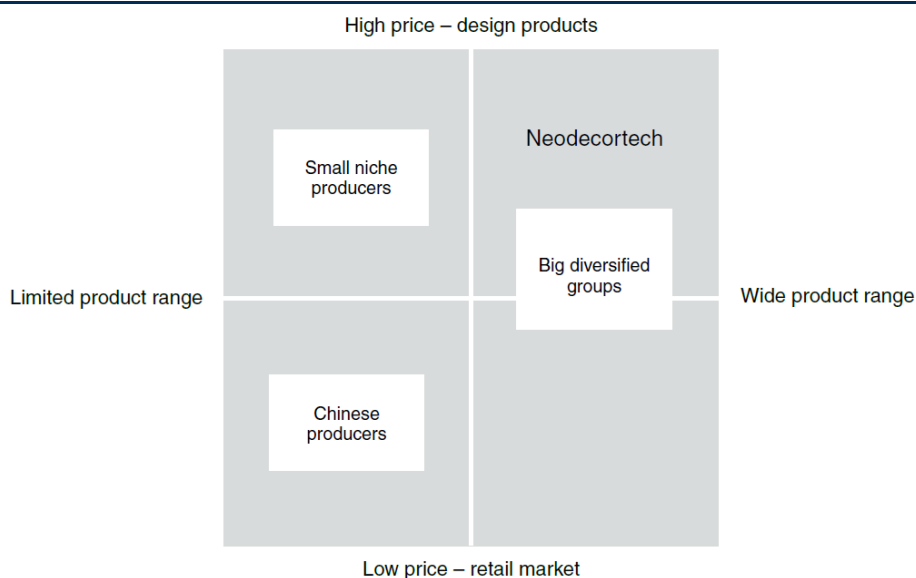
La Cina come motore di crescita del mercato globale della carta decorativa: Dopo due decenni di forte crescita, la Cina è oggi il più grande mercato mondiale della carta decorativa, con un CAGR 2008-18 del +21% e una domanda che supera il milione di tonnellate nel 2018. Pöyry stima che circa 2/3 della futura crescita complessiva del mercato nei prossimi 5 anni proverrà dalla Cina (+250kt). Il segmento dei prodotti cartacei di alta qualità sta crescendo molto più rapidamente rispetto al mercato complessivo, con una crescita limitata nel segmento di fascia bassa (+1-2% all'anno).

Posizionamento strategico

NDT è il primo produttore di carta decorativa in Italia e detiene il 5% del mercato globale, esclusa la Cina, dominata principalmente da operatori tedeschi, cinesi e polacchi.

Il Gruppo si posiziona nella fascia alta del mercato con una vasta gamma di prodotti di qualità e design con una politica di prezzi alti.

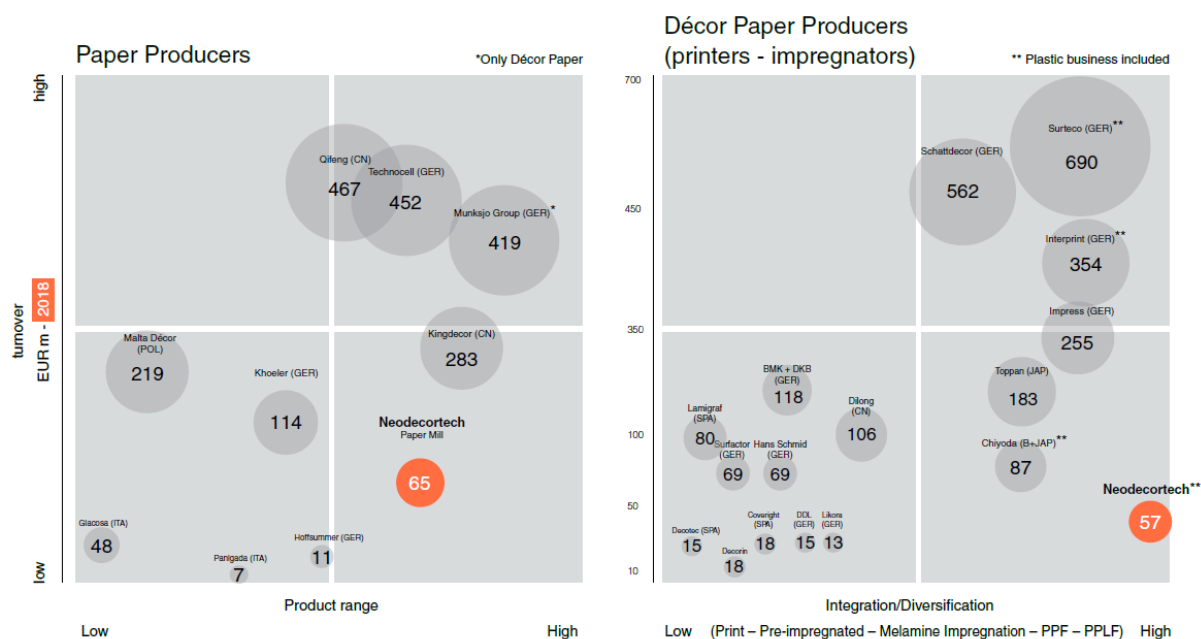
Grafico 26: Posizionamento strategico del Gruppo



Fonte: Società

Come si osserva, il Gruppo dispone di un portafoglio prodotti ampio e diversificato, che costituisce un asset distintivo.

Grafico 27: Il Gruppo offre una gamma di prodotti ampia e diversificata



Fonte: Dati gestionali non sottoposti a revisione



Un modello di business resiliente

Il Gruppo è attivo nella progettazione, sviluppo, produzione e commercializzazione di stampe decorative, pellicole plastiche stampate, pellicole di finitura e film melamminico per il settore dell'arredamento.

L'attività del Gruppo si basa su un modello di business integrato, in cui le diverse fasi di sviluppo, produzione e controllo del prodotto finito sono completamente integrate, permettendo così di ottimizzare le risorse e di sfruttare al meglio le diverse opportunità di mercato.

Il Gruppo si posiziona nella fascia alta di questo mercato, che gli permette di essere anche un best-in-class in termini di margine EBITDA 2020E.

Vantaggi specifici del BM del Gruppo (i) l'individuazione di nuove tendenze progettuali e la loro integrazione, da parte dei designer interni, nei nuovi prodotti, (ii) il 100% "Made in Italy", fattore distintivo del design di prodotto del Gruppo, (iii) l'integrazione verticale che consente di ottenere efficienze operative e di costo, (iv) la possibilità di realizzare prodotti su misura per i clienti per una sempre maggiore personalizzazione e soddisfazione degli stessi, (v) l'ampia gamma di prodotti per l'arredamento e la pavimentazione, (vi) il know-how proprietario lungo tutta la catena del valore, (vii) gli investimenti in ricerca e sviluppo per mantenere la capacità di innovazione, (viii) le elevate barriere all'ingresso (investimenti, impianti industriali, reputazione e clienti), (ix) la flessibilità della catena produttiva, (x) la forte internazionalizzazione del Gruppo consentita dalla forza della rete distributiva e (xi) la selezione dei clienti in base al merito di credito.

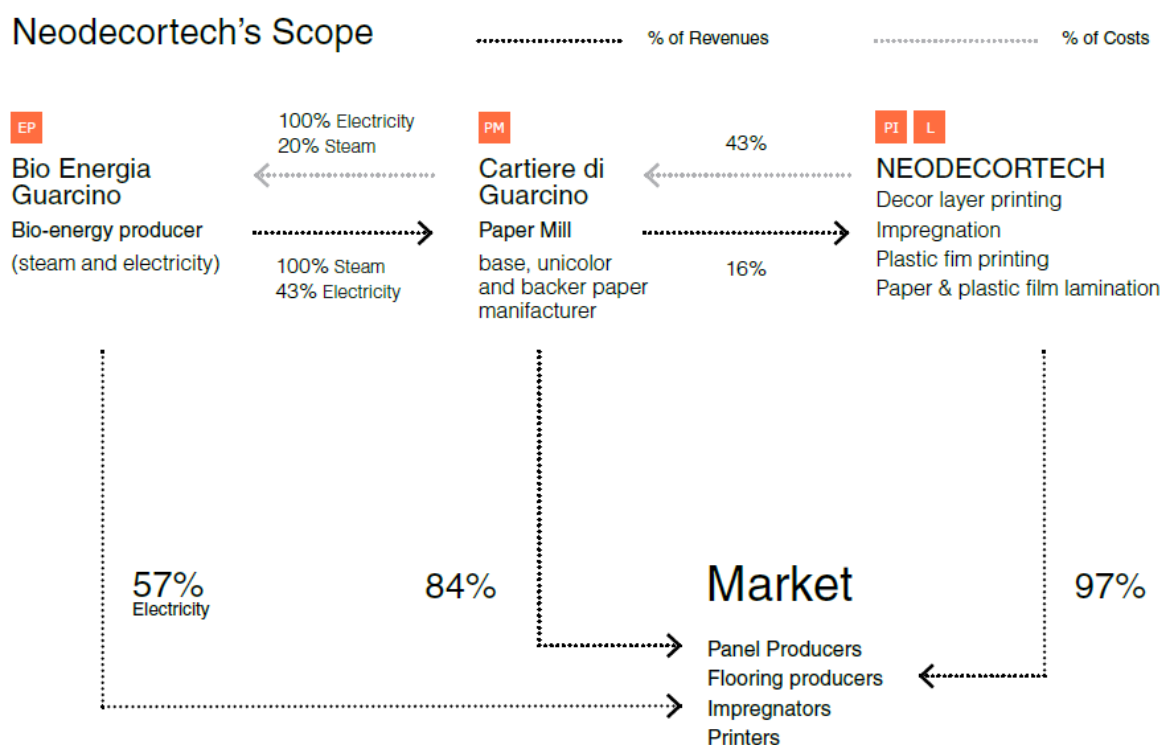
Integrazione verticale

Il Gruppo ha implementato l'integrazione verticale al fine di generare sinergie operative e di costo, in particolare:

- **R&S:** centralizzata e in co-sviluppo con l'impianto di produzione della carta che consente sostanziali benefici attraverso il miglioramento della produzione, una maggiore flessibilità, prezzi di fornitura più competitivi e un monitoraggio attivo dei processi R&S. La R&S non è stata capitalizzata nel 2018;
- **Efficienza operativa grazie all'impianto di produzione di energia elettrica** che copre il 90-95% del fabbisogno di energia elettrica. Pertanto, la produzione non dipende dalla rete elettrica nazionale e non è interessata da possibili blackout o guasti per ottimizzare la produzione. Inoltre, il Gruppo è solo marginalmente sensibile alle fluttuazioni dei prezzi dell'energia (gas naturale) grazie all'implementazione dei contratti di fornitura MT/LT;
- **Efficienza dei costi:** l'integrazione verticale con la centrale offre vantaggi competitivi, che consentono un risparmio significativo di circa € 4,85 milioni all'anno sui costi energetici (elettricità e vapore).

I flussi infragruppo derivanti dall'integrazione verticale sono riportati nel seguente grafico.

Grafico 28: Flussi infragruppo



Fonte: Società

Supply Chain

Neodecortech si tutela per quanto riguarda la fornitura di materie prime scegliendo sia un fornitore principale che almeno un fornitore intermedio per compensare eventuali difficoltà che il fornitore principale potrebbe incontrare, o per sostituire completamente quest'ultimo se vantaggioso. I primi 12 fornitori rappresentano il 95% della fornitura di materie prime del Gruppo. La presenza di un fornitore principale per ogni materia prima permette a NDT di sviluppare continuamente prodotti tecnologicamente più avanzati e performanti e quindi di proteggere il proprio know-how, guadagnando al contempo spazio nella fase delle trattative.

Le fluttuazioni dei prezzi delle materie prime si ripercuotono pienamente sui prezzi di vendita dei prodotti commercializzati con uno scarto temporale di 6 mesi.

L'integrazione verticale della catena di fornitura (energia e carta) consente inoltre al Gruppo di ottenere notevoli risparmi sui costi e di esercitare un controllo qualità attivo.

Il Gruppo mantiene un monitoraggio attivo sulle materie prime più strategiche (biossido di titanio e fibre cellulosiche) al fine di ridurre il loro costo e la loro concentrazione di fornitura.

Dispone inoltre di sistemi ERP già implementati e in funzione. La migrazione del team sarà comunque implementata in 1H 2020.

R&S

Il Gruppo intende continuare ad investire in R&S, consentendo di (i) ampliare e diversificare la gamma del proprio portafoglio prodotti in termini di referenze, ma anche di altri tipi di prodotti, in particolare vinile, PPF e stampa digitale, e di (ii) migliorare la qualità, l'estetica e la tecnologia utilizzata nella progettazione dei prodotti.

Lo sviluppo di un nuovo prodotto richiede circa 1 mese secondo le specifiche del cliente.

La R&S è passata integralmente nel P&L.

Una vasta gamma di prodotti

Neodecortech vanta l'offerta di carta decorativa più diversificata sul mercato, e continua ad aumentare la propria gamma di prodotti per (i) attrarre nuovi clienti e (ii) ai fini dell'evoluzione della fascia alta del mercato, consentendo al Gruppo di esternalizzare e di aumentare i margini.

Grafico 29: Diversificazione della produzione di carta decorativa (principalmente CdG)

Decor Paper Producer	Print Base Paper	Unicolour Paper	Overlay Paper	Digital Printing Paper	Base Paper for flois	LBWP	Backer Paper	Kraft Paper
NEO DECOR TECH	●	●	○	○	●	○	●	●
Koehler GROUP	●	●	○	○	○	○	○	○
齐峰新材 Qifeng New Material	●	●	●	○	○	○	○	○
Kingdecor Services	●	●	○	●	●	○	●	○
malta decor	●	●	○	○	○	○	●	○
AHLSTROM MUNKSJÖ	●	●	○	●	●	○	●	○
CARTIERA GIACOSA S.P.A. FRONT CANAVESE - TORINO	●	●	○	○	○	○	●	●
Cartiere Panigada	●	●	○	○	○	○	○	○
TECHNOCELL AG	●	●	○	●	●	○	●	○
Papierfabrik Gießener Mühle	●	●	○	○	○	○	●	●
KOTKAMILLS	○	○	○	○	○	○	○	●

Fonte: Pöyry

NDT beneficia inoltre del portafoglio più diversificato in termini di stampa di carta decorativa/impregnazione, come mostrato nel seguente grafico.

Grafico 30: Diversificazione della stampa di carta decorativa e impregnazione (principalmente NDT)

Decor Paper Producer	Decor Paper Printing	Pre-impregnated foils	LBWP	Melanine impregnation	Phenol Impregnation	Printed TP Films
NEO DECOR TECH	●	●	○	●	●	●
Lamigraf	●	○	○	○	○	○
Decotec/Toppan	●	○	●	○	○	●
Coveright	○	○	○	●	○	○
Surfactor	○	○	○	●	●	○
Chiyoda	●	●	●	○	○	●
Impress	●	●	●	●	○	○
Likora	●	●	○	○	○	○
Hans Schmid	○	○	○	●	●	○
Interprint	●	●	○	●	○	●
Surteco	●	●	○	●	○	●
Schattdecor	●	●	●	●	○	●
BMK/DKB	○	○	○	●	○	○
Dilong	●	○	○	●	○	●
Keda	●	○	○	○	○	○
Dai Nippon	●	●	●	○	○	●

Fonte: Pöyry

Capacità produttiva

Il Gruppo prevede di effettuare investimenti per aumentare l'automazione e l'efficienza operativa al fine di rendere il suo strumento di produzione 4.0 conforme. Il tasso di utilizzo è attualmente del 70% in 3 turni per la stampa, dell'80% in 3 turni per l'impregnazione e del 100% in 3 turni per la laminazione della carta per NDT. Gli stabilimenti sono interamente ubicati in Italia, il che conferisce loro un netto

vantaggio in termini di marketing, soprattutto nel settore del design. La produzione è perfettamente calibrata sulle esigenze di ogni cliente, permettendo a Neodecortech di offrire un prodotto personalizzato, garantendo così la fidelizzazione del cliente.

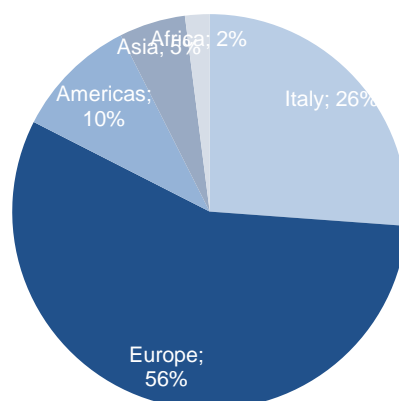
Il Gruppo gode anche di una grande flessibilità nella capacità produttiva grazie alla sua diversificazione. Con 6 rotocalco (capacità produttiva del 70%), 2 rotocalco da laboratorio e 6 rotocalco digitali da laboratorio, l'azienda può adeguare la propria capacità produttiva in base alle specifiche esigenze del cliente.

Le barriere all'ingresso nel settore sono elevate, dovuto in particolare all'elevato costo degli investimenti iniziali che limitano l'installazione di nuova capacità produttiva, consentendo agli operatori di mantenere almeno le loro quote di mercato.

Una struttura commerciale collaudata e orientata ai mercati esteri

Il Gruppo opera attraverso una rete di vendita indiretta proprietaria che garantisce un forte controllo del territorio e la vicinanza ai propri clienti. È fortemente internazionalizzata, con il 74% del suo fatturato FY2018 (escluso l'impianto di produzione di energia) generato dalle esportazioni. I principali mercati di esportazione del Gruppo sono l'Europa (56%, carte viniliche e decorative in particolare), seguita dalle Americhe (10%, carte decorative, in particolare unicolour), dall'Asia (5,4%, carte decorative, in particolare unicolour) e infine dall'Africa (2%).

Grafico 31: 74% del fatturato 2018 (escluso l'impianto di produzione di energia) generato dalle esportazioni



Fonte: Società

Le attività di vendita sono svolte principalmente da 5 responsabili di area interni, oltre a 7 agenti dislocati in alcune regioni (Belgio, Turchia, Iran, Brasile, Russia, Estremo Oriente, Nord America) che richiedono una presenza diretta in loco.

Concentrazione del cliente

Neodecortech mantiene rapporti di LT con i propri clienti (>25 anni nella maggior parte dei casi), dimostrando fedeltà e fidelizzazione della clientela. Il Gruppo non ha difficoltà ad attrarre i propri clienti in quanto offre la più ampia gamma di prodotti sul mercato.

Tuttavia, il Gruppo tende a selezionare i propri clienti anche in base alla loro affidabilità creditizia. Nella stessa ottica, il Gruppo ha implementato il BPM factoring sui primi 2 clienti (costo medio di 60bps p.a.) al fine di esternalizzare il rischio e creare valore sostenibile (effetto positivo su WC).

Nel 2018, i primi 10 clienti del Gruppo hanno rappresentato il 78% del fatturato 2018, evidenziando la concentrazione della clientela sul mercato che, ricordiamo, ha pochissimi operatori. Anche la distribuzione ai clienti è ben servita.

Va notato che la durata media di vita di un progetto è di 5 anni, dando così al Gruppo un alto livello di visibilità.

Pricing power

Come già detto, le fluttuazioni dei prezzi delle materie prime (pasta di cellulosa e biossido di titanio) si ripercuotono pienamente sui prezzi di vendita dei prodotti commercializzati dal Gruppo ai propri clienti, con uno sfasamento temporale di 3 e 6 mesi rispettivamente per CdG e NDT.

Si segnala, tuttavia, che il minor costo della fibra vergine sta portando ad un abbassamento dei prezzi di rivendita dei prodotti, data soprattutto la concentrazione della base clienti, pesando così sul margine EBITDA del Gruppo ed evidenziando un pricing power limitato.

Strategia

L'obiettivo del Gruppo è quello di rafforzare la propria posizione competitiva tra i leader del mercato di riferimento grazie all'ampia gamma di soluzioni offerte con metodi integrati per i vari settori di prodotto e di attività.

NDT mantiene anche un alto grado di differenziazione e personalizzazione nel settore dell'interior design.

Posizionamento nel segmento high-end

Rafforzare la posizione del Gruppo come fornitore di clienti di fascia alta nel mercato della carta decorativa aumentando la fidelizzazione dei clienti attraverso:

- Ampliamento della gamma di prodotti per offrire ai propri clienti un'offerta completa;
- Aumento degli investimenti nelle attività di stampa digitale;
- Aumento degli investimenti nella produzione di carte monocolori per soddisfare la domanda di lotti di produzione più piccoli;
- Rafforzamento dell'integrazione verticale tra le unità produttive del Gruppo al fine di creare prodotti sempre più adeguati alle esigenze dei clienti;

Quota di mercato in crescita

Aumento della quota di mercato nei principali mercati esteri e in Germania attraverso:

- Rafforzamento delle esportazioni per consolidare la propria posizione di mercato e saturare le capacità produttive;
- Ampliamento della rete di vendita;
- M&A (acquisizione al 100% o quota di controllo) indirizzata a concorrenti minori e/o filiali di aziende che operano su mercati con l'obiettivo di creare sinergie commerciali e/o di costo e di aumentare la redditività dell'azienda;

Diversificazione

Diversificazione nel mercato di riferimento sia ampliando la gamma di prodotti sia occupando posizioni in nuove nicchie di mercato difendibili e altamente redditizie attraverso:

- Rafforzamento della produzione di PPF ed espansione in nuovi settori dell'interior design;
- Mantenimento di una forte propensione all'innovazione di prodotto e di processo per anticipare le nuove tendenze;
- Aumento dell'eccellenza operativa attraverso un approccio snello e l'Industria 4.0, oltre al miglioramento dell'efficienza operativa e riduzione e/o riutilizzo degli scarti di produzione.

Investimenti strategici

Oltre agli elementi strategici sopra menzionati, al fine di perfezionare la propria strategia di crescita, *Neodecortech* potrebbe essere portata gradualmente ad effettuare 3 investimenti, nello specifico:

- Nuova tecnologia (circa € 10 milioni) per la produzione di pellicole laminate e stampanti digitali;
- Migliorie sui macchinari (circa € 10 milioni) per aumentare l'efficienza dei compiti, la qualità e adottare gli standard dell'Industria 4.0;
- Espansione del mercato (circa € 15 milioni) con l'obiettivo di aumentare la quota di mercato e di affrontare nuovi mercati attraverso JV e M&A.

IPO sul segmento regolamentato della Borsa di Milano (MTA)

In occasione dell'IPO 2017 di NDT sull'AIM, era stato precedentemente deciso di quotare la società sul segmento regolamentato della Borsa di Milano al massimo 30 mesi dopo l'IPO. La società prevede una prima quotazione in borsa nel marzo 2020. La DD è nella fase finale. Il prezzo dell'operazione è di circa € 0,9 milioni, di cui € 0,5 milioni già versati nel 2019.

Gestione del rischio di cambio (FX)

Il Gruppo è chiaramente esposto a rischi di cambio legati principalmente alla fornitura di alcune materie prime (pasta di cellulosa che rappresenta il 12% del totale dei volumi acquistati) e, in misura minore, alla vendita di prodotti (<2% del totale delle vendite). Ne derivano flussi di cassa denominati in valute diverse da quelle dell'area di produzione (principalmente US\$).

Il Gruppo è quindi esposto al rischio di oscillazione del valore dell'euro rispetto al dollaro USA, per il quale sono state adottate specifiche politiche di copertura valutaria.

Proiezioni finanziarie

Prospettive di crescita della top line

Prevediamo una crescita più rapida del mercato di riferimento grazie agli investimenti in nuova capacità produttiva, al rilevante posizionamento nel segmento di mercato del lusso e allo sviluppo di nuovi prodotti con margini più elevati.

Prevediamo un aumento delle vendite del +3,4% 2018-21E CAGR.

La Divisione Energia dovrebbe rimanere stabile nei prossimi anni, con l'unica variazione del costo medio in Italia dell'energia elettrica che sarà parzialmente compensato dal prezzo incentivante assegnato per ogni MWh prodotto.

La Divisione Carta dovrebbe continuare a flettere (-3,3% 2018-21E CAGR) dovuto al previsto calo dei prezzi delle fibre vergini, che abbasserà anche il prezzo di rivendita a seguito della concentrazione della clientela.

Il vero motore di crescita è rappresentato dalla Divisione Carta Decorativa, che crescerà in modo significativo (+10,4% 2018-21E CAGR) grazie allo sviluppo di una nuova gamma di prodotti meglio calibrati (in particolare i laminati).

Grafico 32: La top line dovrebbe continuare a crescere

Revenues	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	CAGR 2018A-21E
Sales	127.7	133.5	136.0	142.7	147.7	3.4%
Δ YoY		4.5%	1.8%	4.9%	3.5%	
o/w Decorative Paper Division	43.8	50.9	55.0	62.9	68.6	10.4%
Δ YoY		16.2%	8.0%	14.5%	9.0%	
as a % of total	34.3%	38.1%	40.4%	44.1%	46.4%	
o/w Paper Division	56.5	50.8	47.8	46.8	45.9	(3.3%)
Δ YoY		(10.0%)	(6.0%)	(2.0%)	(2.0%)	
as a % of total	44.2%	38.1%	35.1%	32.8%	31.1%	
o/w Energy Division	23.2	29.2	29.8	29.5	29.8	0.7%
Δ YoY		25.8%	2.0%	(1.0%)	1.0%	
as a % of total	18.2%	21.9%	21.9%	20.7%	20.2%	
Other Revenues	4.2	2.6	3.4	3.4	3.4	9.5%
Δ YoY		(38.7%)	31.5%	0.0%	0.0%	
as a % of total	3.3%	1.9%	2.5%	2.4%	2.3%	

Fonte: Società

Un best-in-class in termini di margine EBITDA

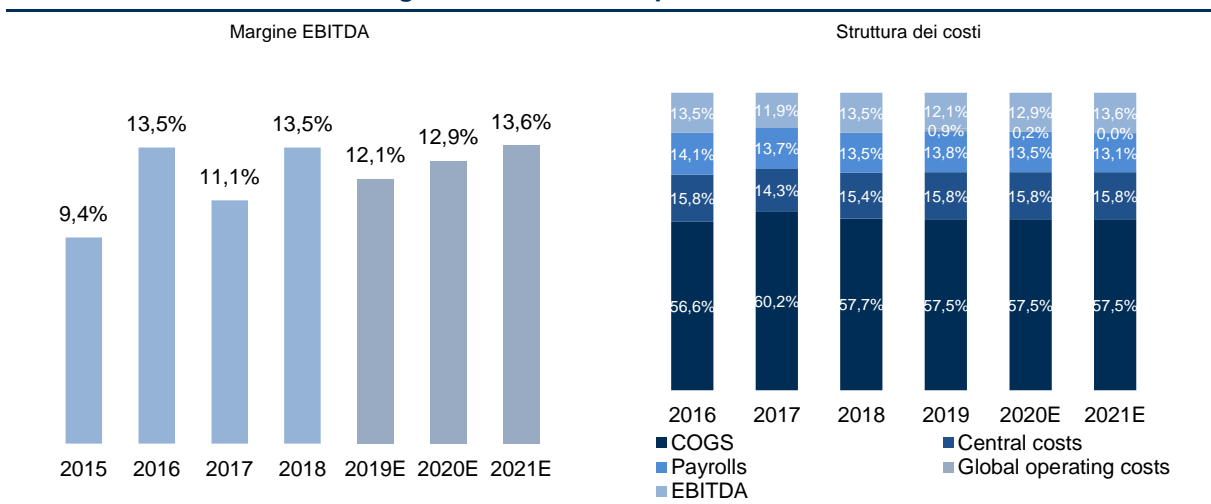
Anche se prevediamo una diminuzione del margine EBITDA del Gruppo, come accadrà per il settore nel suo complesso, NDT merita di essere il best-in-class del settore grazie al suo posizionamento in fascia alta e allo sviluppo di prodotti con margini più elevati.

Prevediamo un margine EBITDA del Gruppo al 13,6% nel 2021E, il livello al quale prevediamo che si stabilizzi nel medio-lungo termine.

Si segnala che la diminuzione del margine EBITDA è dovuta principalmente alla sovraperformance di BEG nel 2018, voce non ripetuta quest'anno, anche in conseguenza dell'aumento dei prezzi delle materie prime in questa divisione in particolare. Si prevede, tuttavia, un rimbalzo del margine dal

2019E al 2021E, in particolare grazie alla commercializzazione di nuovi prodotti promossi più efficacemente sul mercato (in particolare i laminati) e all'implementazione di efficienze dei costi.

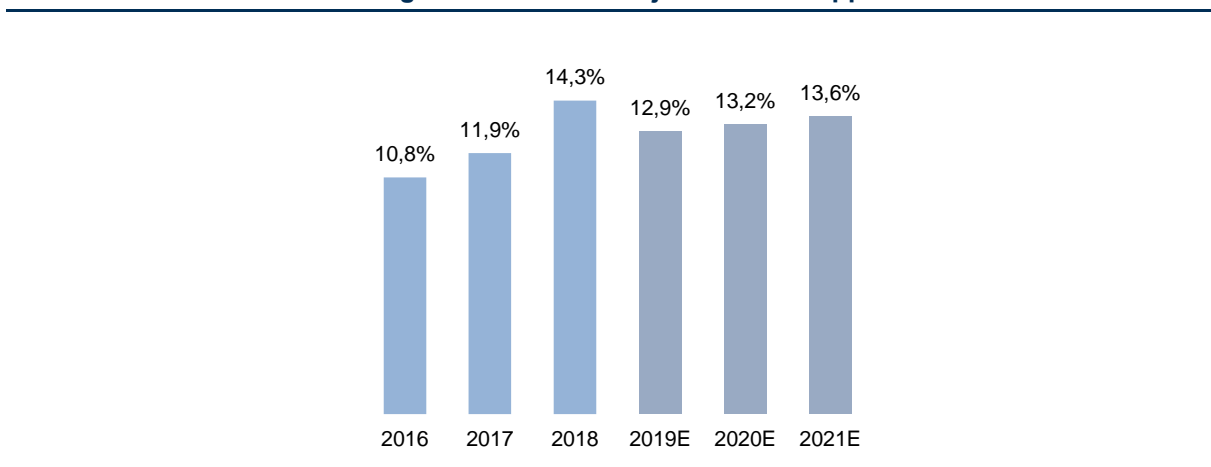
Grafico 33: Evoluzione del Margine dell'EBITDA Reported



Fonte: Società, Partner Midcap

Il margine dell'EBITDA adjusted per le componenti non ricorrenti (distribuzione di azioni gratuite, costi di quotazione in Borsa, ecc.) dovrebbe raggiungere il 13,6% nel 2021E. Si segnala che il piano di distribuzione di azioni gratuite, avviato nel 2017, si è concluso nel 2019 (circa € 0,7 milioni nell'anno) e che i costi di quotazione sul segmento regolamentato della Borsa di Milano (MTA) dovrebbero ammontare a circa € 0,9 milioni suddivisi in 2019E (circa € 0,5 milioni) e 2020E (circa € 0,4 milioni).

Grafico 34: Evoluzione del margine dell'EBITDA adjusted del Gruppo



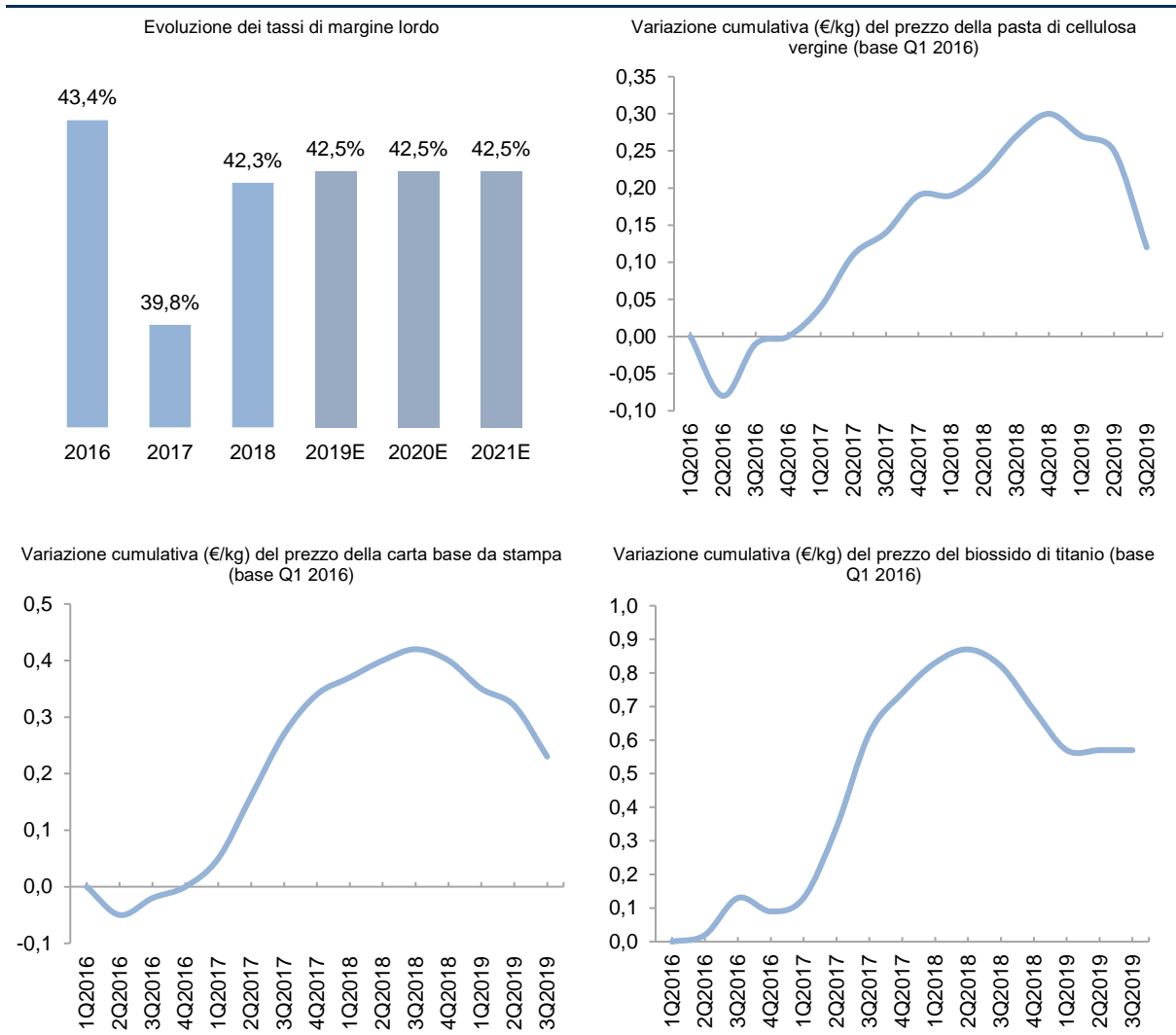
Fonte: Midcap Partners

Il margine lordo dovrebbe stabilizzarsi

Il margine lordo dovrebbe rimanere stabile al 42,5% sotto l'effetto positivo del calo delle fibre vergini e dell'upgrading dei nuovi prodotti laminati.

Per quanto riguarda i due principali componenti del costo della carta, la cellulosa e il biossido di titanio, i rispettivi prezzi tra Q2 2018 e Q3 2019 sono diminuiti a causa del generale indebolimento del mercato globale per gli elevati livelli di scorte. Tuttavia, le materie prime sono ancora a livelli molto elevati, come dimostrano i seguenti grafici, dove si osserva l'effetto, in termini di variazione dei costi, di una carta base da stampa con un contenuto di TiO₂ del 30%.

Grafico 35: Andamento dei margini lordi



Fonti: Società, Partner Midcap

Per la pasta di cellulosa vergine, che rimane una materia prima fondamentale utilizzata dal Gruppo, il prezzo dovrebbe continuare a diminuire nei prossimi trimestri. Va notato che la Cina ha spinto la domanda di pasta di cellulosa vergine a partire dal 2017 a seguito delle restrizioni sul PfR (fibra riciclata; PfR o OCC).

In particolare, la Cina è il maggiore importatore mondiale di carta per il riciclaggio (PfR), di cui OCC è il componente principale. A partire da gennaio 2018, la Cina ha iniziato ad attuare la sua politica ambientale National Sword Environmental Policy per ridurre i livelli di contaminanti nei materiali

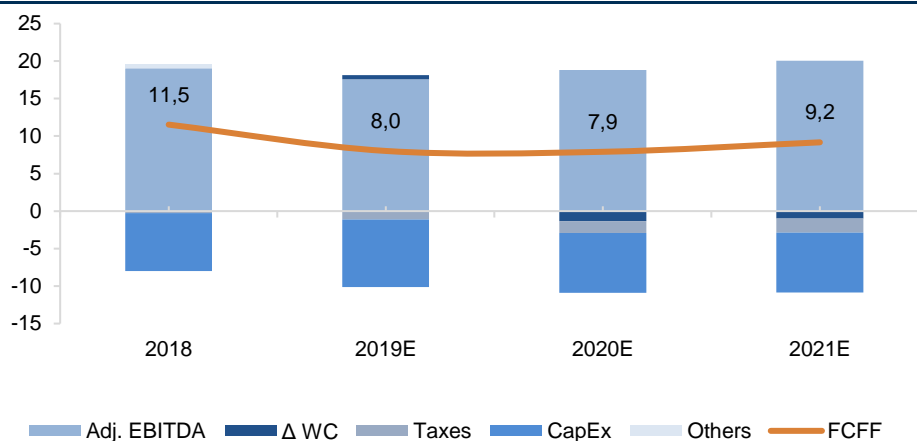
riciclati importati, incluso l'OCC. I principali cambiamenti sono stati: (i) il divieto di tutte le importazioni di carta non selezionata, (ii) la riduzione del livello di contaminanti in PfR dall'1,5% allo 0,5%, e (iii) la concessione di permessi di importazione PfR solo alle cartiere con una capacità di >50kt. Le importazioni di OCC sono diminuite di 2,2 Mt nel 2018, passando da 15,1 Mt nel 2017 a 12,9 Mt nel 2018. Le importazioni cinesi di OCC provengono generalmente dagli Stati Uniti e dall'Europa. Il calo della domanda cinese si ripercuote sui prezzi mondiali del CCO. La politica della Cina ha ridotto le importazioni cinesi di PfR del 34% su base annua nel 2018 (da 25,7Mt nel 2017 a 17,0Mt nel 2018), con un conseguente calo di oltre il 60% dei prezzi del CCO in Europa negli ultimi 18 mesi e un sostanziale aumento dei prezzi delle fibre vergini.

La generazione di FCF ci sembra sottovalutata dal mercato

Il Gruppo è un best-in-class in termini di FCF Yield e genera la migliore conversione FCF 2020E del settore.

Ciò è reso possibile grazie a (i) una forte generazione di EBITDA e di margine, (ii) l'implementazione di CapEx per aumentare la produttività e rendersi conforme all'Industria 4.0 nella divisione carta decorativa, (iii) una buona gestione del WC con l'implementazione del factoring con BPM sui suoi primi due clienti (costo medio di 60bps p.a.), e (iv) la capacità del Gruppo di offrire ai propri clienti il miglior servizio possibile per esternalizzare il rischio di credito e creare valore sostenibile (effetto positivo sul WC), e (iv) il livello ragionevolmente basso delle imposte al 21% nel 2021E grazie sia alle elevate DTA (cioè NPV di 0,24€/azione @Dic 2018), sia lo scudo fiscale concesso dallo Stato italiano per i settori conformi al 4.0, non essendo l'IRAP ammissibile alla deduzione.

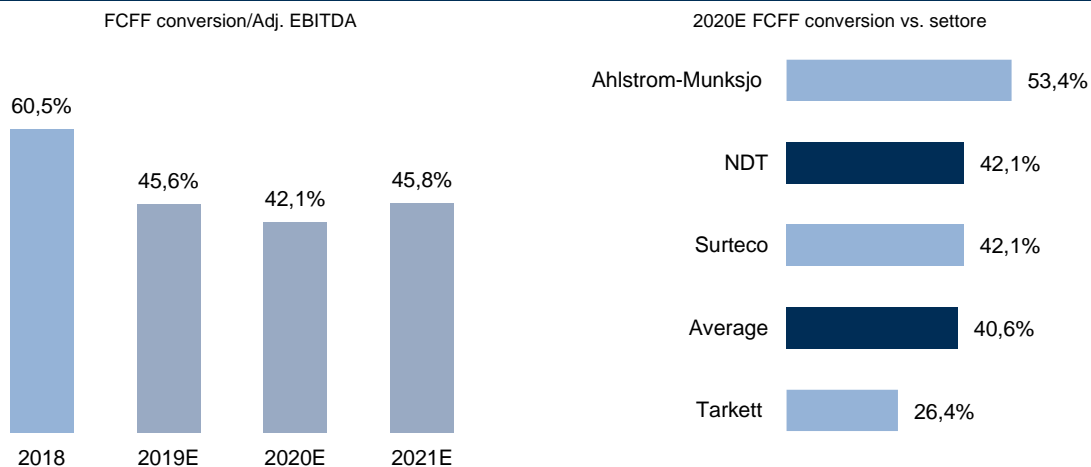
Grafico 36: Proiezioni del FCFF adjusted



Fonti: Società, Partner Midcap

NDT ha la 2° più alta conversione potenziale di FCF (2020E) del settore, che dovrebbe normalizzarsi intorno al 45,8%.

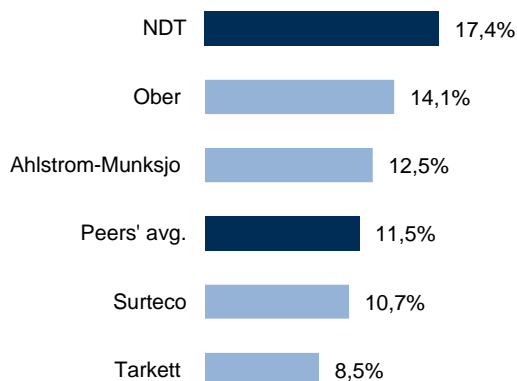
Grafico 37: FCF conversion



Fonti: Società, FactSet, Midcap Partners

NDT offre il più alto FCF Yield del settore, un asset distintivo che il mercato sembra sottovalutare.

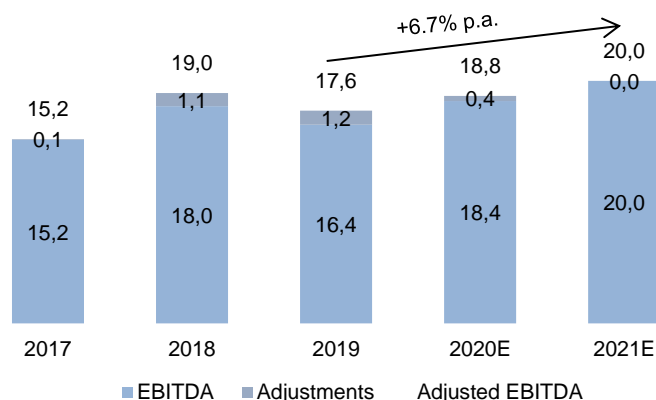
Grafico 38: NDT offre il più alto FCF Yield del settore



Fonti: FactSet, Midcap Partners

Crescita dell'EBITDA adjusted: Prevediamo un EBITDA adjusted in aumento del +6,7% annuo (2019E-21E CAGR), sostenuto dalla crescita della top line e dalla commercializzazione di prodotti promossi più efficacemente sul mercato.

Grafico 39: Evoluzione dell'EBITDA adjusted del Gruppo

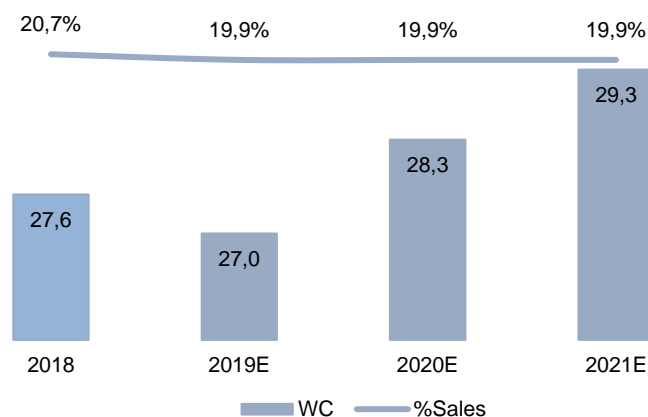


Fonte: Midcap Partners

WC operativo: Per quanto riguarda il settore nel suo complesso, il WC è strutturalmente positivo (+20,7% in FY2018), dato che il DIO (171 giorni nel 2018) e il DSO (68 giorni) sono superiori al DPO (158 giorni).

Si segnala che il miglioramento del WC negli ultimi anni è stato sostanziale, in particolare grazie alla migliore gestione dei crediti sotto l'effetto del factoring. Prevediamo una normalizzazione del WC nei prossimi anni per stabilizzarsi a +19,9% del fatturato nel 2021E.

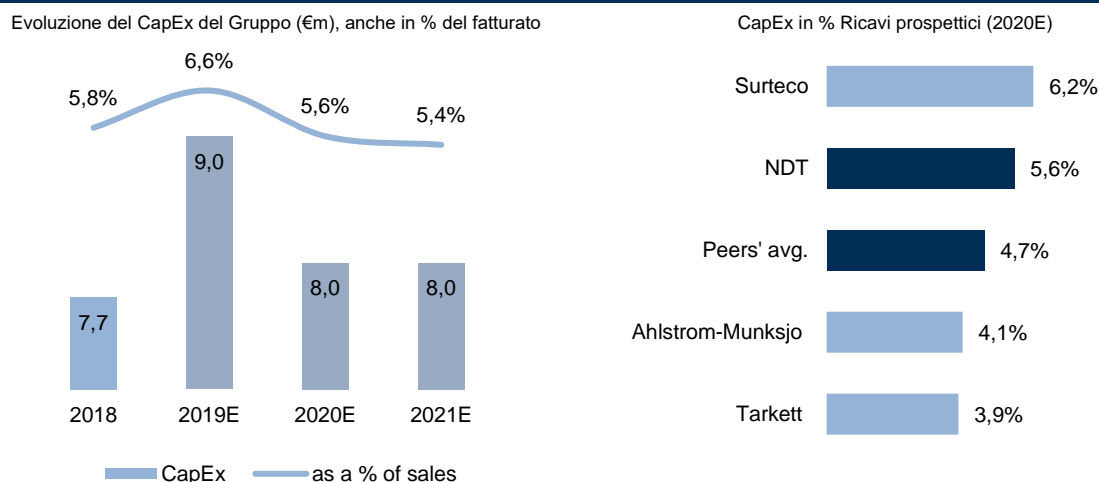
Grafico 40: Evoluzione del WC del Gruppo



Fonte: Midcap Partners

CapEx: dovrebbe rimanere stabile a circa € 8 milioni l'anno. Tale livello dovrebbe essere abbastanza alto da mantenere gli impianti attuali e continuare ad investire nell'automazione della linea di produzione.

Grafico 41: Evoluzione del CapEx del Gruppo

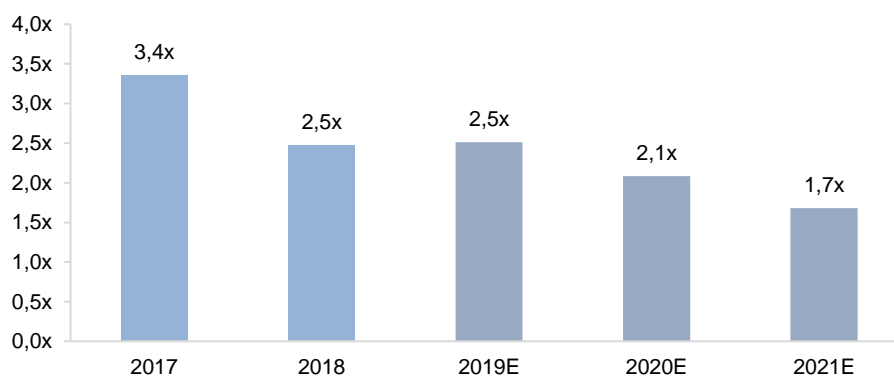


Fonti: Midcap Partners, Società

Deleveraging

In tale configurazione, l'indice di leva finanziaria netta dovrebbe diminuire a seguito della generazione di FCFF, consentendo al Gruppo di essere in grado di distribuire dividendi e di effettuare operazioni di M&A.

Grafico 42: Variazione della leva finanziaria adj. (IFRS 16)



Fonti: Midcap Partners, Società

Dividendi

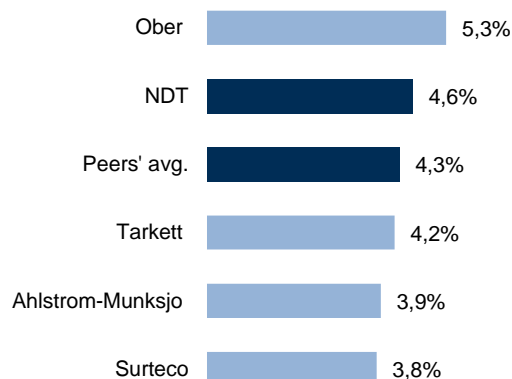
La continuità del pagamento regolare dei dividendi sarebbe probabilmente ben percepita dal mercato in quanto consentirebbe alla società di attrarre nuovi investitori e darebbe un segnale positivo per quanto riguarda la generazione di FCF nel medio termine.

Il Gruppo offre il secondo più alto dividend yield del settore, costituendo un netto vantaggio rispetto agli affini.

NDT si è posta l'obiettivo di distribuire il 40% del suo risultato netto. Stimiamo un esborso di circa € 2,3 milioni all'anno in media nei prossimi 3 anni.



Grafico 43: NDT offre il 2° dividend yield più alto del settore (2020E)



Fonti: FactSet, Midcap Partners, Società

Un consenso che dovrebbe portare ad una revisione al ribasso delle stime per il 2020E

A nostro avviso, il consenso dovrebbe ridurre ulteriormente le stime, in particolare per il 2020E, come già parzialmente fatto nel dicembre 2019, nonostante l'incremento della nuova gamma di prodotti in laminato.

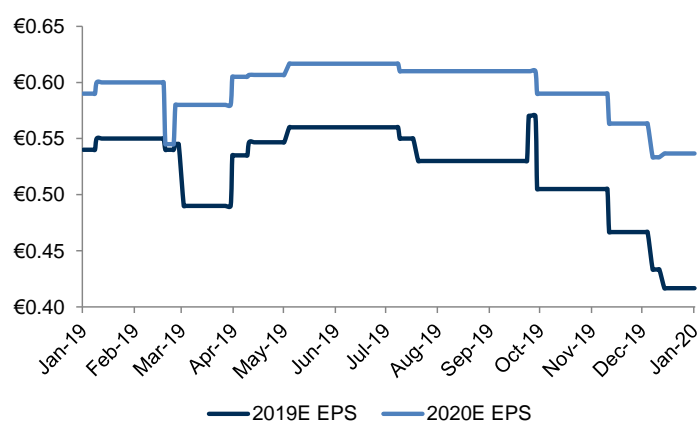
Grafico 44: Proiezioni di Midcap Partners vs. consenso

	2019E			2020E		
	MCP	Consensus	Δ MCP/Cons	MCP	Consensus	Δ MCP/Cons
Sales	136.0	136.4	(0.3%)	142.7	147.6	(3.3%)
EBITDA	16.4	17.7	(7.0%)	18.4	19.6	(6.2%)
EBIT	8.2	9.8	(16.6%)	9.7	11.4	(14.6%)
NI	4.5	5.2	(12.9%)	5.9	6.9	(15.2%)

Fonti: Midcap Partners, consenso composto sia da KT&Partners che da Value Track

I Fwd EPS sono stati effettivamente rivisti al ribasso nell'ultimo anno, come mostrato nel seguente grafico.

Grafico 45: Evoluzione delle proiezioni Fwd EPS di NDT nell'arco di 1 anno



Fonte:

FactSet



Dati economico-finanziari

Income statement (€m)	2018A	2019E	2020E	2022E
Sales	133.4	136.0	142.7	147.7
<i>Δ YoY</i>	4.4%	1.9%	4.9%	3.5%
Gross profit	56.5	57.8	60.6	62.8
<i>Gross margin</i>	42.3%	42.5%	42.5%	42.5%
SG&A	(38.5)	(40.2)	(41.8)	(42.7)
Others	0.0	(1.2)	(0.4)	0.0
EBITDA	18.0	16.4	18.4	20.0
<i>margin</i>	13.5%	12.1%	12.9%	13.6%
D&A	(7.2)	(8.3)	(8.7)	(9.1)
Others	(0.2)	0.0	0.0	0.0
EBIT	10.6	8.2	9.7	11.0
<i>margin</i>	7.9%	6.0%	6.8%	7.4%
Net interest income/(expense)	(3.0)	(2.5)	(2.3)	(2.1)
Others	0.0	0.0	0.0	0.0
EBT	7.6	5.6	7.4	8.9
Provision for taxes	(1.6)	(1.1)	(1.6)	(1.9)
<i>Implied tax rate</i>	21%	20%	21%	21%
Minority interest	0.0	0.0	0.0	0.0
Net income	6.0	4.5	5.9	7.1

Balance sheet (€m)	2018A	2019E	2020E	2022E
Net PP&E	76.7	78.1	78.1	77.8
Net intangibles	3.5	2.8	2.1	1.4
Investments	0.0	0.0	0.0	0.0
Other long-term assets	6.1	6.1	6.1	6.1
Non current assets	86.3	87.0	86.3	85.3
Inventory	35.9	36.5	38.3	39.7
Accounts receivable	24.8	24.2	25.4	26.3
Other current assets	5.0	5.0	5.0	5.0
Cash & cash equivalents	6.5	4.7	3.0	5.2
Current assets	72.3	70.5	71.8	76.2
Total assets	158.5	157.5	158.1	161.5
Total common equity	58.6	61.8	65.5	70.1
Minority interest	0.0	0.0	0.0	0.0
Shareholders' equity	58.6	61.8	65.5	70.1
LT Debt	28.1	23.3	18.6	16.2
Other long-term liabilities	9.8	9.8	9.8	9.8
Non current liabilities	37.9	33.1	28.4	26.0
ST Debt	22.7	22.7	22.7	22.7
Other current liabilities	6.1	6.1	6.1	6.1
Accounts payable	33.2	33.7	35.4	36.6
Current liabilities	62.0	62.5	64.2	65.4
Total liabilities & equity	158.5	157.5	158.1	161.5

Cash flow statement	2018A	2019E	2020E	2022E
Operating Cash Flow	18.2	15.3	16.8	18.2
Δ Working capital	(0.0)	0.6	(1.3)	(1.0)
Cash flow from operations	18.2	15.9	15.5	17.2
CapEx	(7.7)	(9.0)	(8.0)	(8.0)
Disposals	0.0	0.0	0.0	0.0
FCF	10.4	6.9	7.5	9.2
Acquisitions	0.0	0.0	0.0	0.0
Others	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flow from investing	(7.7)	(9.0)	(8.0)	(8.0)
Δ Debt	(6.2)	(4.8)	(4.7)	(2.4)
Δ Equity	(0.1)	0.8	0.0	0.0
Dividends paid (common & pref)	(2.0)	(2.1)	(2.2)	(2.5)
Other financing cash flows	(1.7)	(2.6)	(2.3)	(2.1)
Cash flow from financing	(10.1)	(8.7)	(9.2)	(7.0)
Currency translation effect on cash	0.0	0.0	0.0	0.0
Δ cash	0.4	(1.8)	(1.7)	2.2
Cash BoP	6.1	6.5	4.7	3.0
Cash EoP	6.5	4.7	3.0	5.2

KEY RATIOS	2018A	2019E	2020E	2022E
Δ Sales	4.4%	1.9%	4.9%	3.5%
Δ EBITDA	26.2%	(8.5%)	11.8%	9.1%
Δ EBIT	33.5%	(22.8%)	18.9%	13.1%
Δ Net income	48.4%	(25.1%)	29.9%	20.3%
Gross profit	42.3%	42.5%	42.5%	42.5%
EBITDA margin	13.5%	12.1%	12.9%	13.6%
EBIT margin	7.9%	6.0%	6.8%	7.4%
Net margin	4.5%	3.3%	4.1%	4.8%
EPS	0.47	0.42	0.47	0.54
DPS	0.15	0.15	0.16	0.18
Dividend Yield	7.6%	8.0%	4.6%	5.2%
WC in % of sales	20.7%	19.9%	19.9%	19.9%
DIO	171	171	171	171
DSO	68	65	65	65
DPO	158	158	158	158
FCF	10.4	6.9	7.5	9.2
FCF yield	23.0%	15.1%	16.5%	20.2%
Taux de conversion (FCF/EBITDA)	58.1%	41.7%	40.7%	45.8%
CAPEX/Sales	6%	7%	6%	5%
RoE	10%	7%	9%	10%
RoA	4%	3%	4%	4%
RoCE	10%	6%	8%	9%
Net Gearing	76%	67%	58%	48%
Net leverage ratio	2.5x	2.5x	2.1x	1.7x
EV/Sales		0.63x	0.58x	0.53x
EV/EBITDA		5.2x	4.5x	3.9x
EV/EBIT		10.5x	8.5x	7.1x
P/E		8.3x	7.3x	6.4x

Disclaimer

This document may refer to valuation methods defined as follows:

- 1/ DCF method: discounting future cash flows generated by the business's operations. Cash flows are determined using the analyst's financial forecasts and models. The discount rate used corresponds to the weighted average cost of capital, which is defined by the weighted average cost of the company's debt and the theoretical cost of equity as estimated by the analyst.
- 2/ Trading multiples method: application of stock-market valuation multiples, or multiples observed for recent transactions. These multiples may be used as benchmarks and be applied to the company's financial aggregates to determine their valuation. The sample is prepared by the analyst based on the company's characteristics (size, growth, profitability etc.). The analyst may also apply a premium/discount based on his perception of the company's specificities.
- 3/ Net asset-based method (NAV): estimation of the value of the equity on the basis of the revalued assets and corrected for the value of the liability.
- 4/ Discounted dividend method: discounted future value of estimated dividend flows and share buybacks. The discount rate applied is generally the cost of capital.
- 5/Sum of the parts: this method consists of estimating a company's different operations by using the most appropriate valuation method for each one, then calculating the sum.

Recommendation scale:

Buy: expected over-performance above 10% compared to the market within 6 to 12 months

Hold: expected to outperform or under-perform the market within a range of +10% and -10%, within 6 to 12 months

Sell: expected to under-perform the market by more than 10% within 6 to 12 months

Detection of conflicts of interest:

Company Name	Closing price (€)	Recommendation	Warning
Neodecortech SpA	€3.46	BUY	G

A LOUIS CAPITAL MARKETS – MCP or any related legal entity holding more than 5% of all of the capital issued by the issuer;
 B The issuer holds more than 5% of all of the capital issued by LOUIS CAPITAL MARKETS - MCP or any related legal entity;
 C LOUIS CAPITAL MARKETS - MCP, alone or with other legal entities, is related to the issuer via other significant financial interests;

D LOUIS CAPITAL MARKETS - MCP or any legal entity related to it is a market maker or a liquidity provider with which a liquidity contract has been concluded in relation to the issuer's financial instruments;

E LOUIS CAPITAL MARKETS - MCP or any legal entity related to it has, within the last twelve months, acted as lead manager or joint lead manager for an offer relating to the issuer's financial instruments, and that offer has been made public;

F LOUIS CAPITAL MARKETS - MCP or any legal entity related to it is a party to any other agreement with the issuer concerning the provision of investment services relating to the corporate activity;

G LOUIS CAPITAL MARKETS - MCP and the issuer have agreed on the supply by the former to the latter of a service for the production and circulation of the investment recommendation concerning the said issuer.

Breakdown of recommendations

In January 2020, the recommendations issued by the Midcap research team at LOUIS CAPITAL MARKETS – MCP break down as follows:

Recommendation	Covered companies	o/w Sponsored research
Buy	73%	74%
Hold	26%	22%
Sell	1%	0%

The reference prices used in this document are the closing prices. Any opinion given in this document reflects our current judgement and may be modified at any time without prior notice. LOUIS CAPITAL MARKETS - MCP has adopted effective administrative and organisational arrangements, including information barriers to prevent and avoid conflicts of interest in relation to investment recommendations. The remuneration of the financial analysts involved in drafting the recommendation is not tied to the corporate finance business. Past performance cannot be relied on as an indicator of future performance.

MIFID 2 disclaimer: We would remind you that pursuant to MIFID 2, it is your responsibility, as the recipient of this research document, to determine whether your company is concerned by Directive 2014/65/EU of the European Parliament and Council of 15 May 2014 relating to markets in financial instruments (MIFID2) with regard to the separation of the research and order execution activities. Should you have any questions on how to obtain research documents, please send an email to cplanade@midcapp.com

Research Disclosure - NOTICE TO US INVESTORS:

This report was prepared, approved, published and distributed by Midcap Partners, a company located outside of the United States (a “non-US Company”). This report is distributed in the U.S. by Louis Capital Markets, LP, a U.S. registered broker dealer, which assumes responsibility for the research report’s content, and is meant only for major U.S. institutional investors (as defined in Rule 15a-6 under the U.S. Securities Exchange Act of 1934 (the “Exchange Act”)) pursuant to the exemption in Rule 15a-6 and any transaction effected by a U.S. customer in the securities described in this report must be effected through Louis Capital Markets, LP rather than with or through the non-US Company.

Neither the report nor any analyst who prepared or approved the report is subject to U.S. legal requirements or the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) or other regulatory requirements pertaining to research reports or research analysts. The non-US Company is not registered as a broker-dealer under the Exchange Act or is a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. or any other U.S. self-regulatory organization. The non-US Company is the employer of the research analyst(s) responsible for this research report. The research analysts preparing this report are resident outside the United States and are not associated persons of any US regulated broker-dealer and therefore the analyst(s) is/are not subject to supervision by a US broker-dealer, and are not required to satisfy the regulatory licensing requirements of FINRA or required to otherwise comply with US rules or regulations regarding, among other things, communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Analyst Certification. Each of the analysts identified in this report certifies, with respect to the companies or securities that the individual analyses, that (1) the views expressed in this report reflect his or her personal views about all of the subject companies and securities and such recommendations were elaborated independently; and (2) no part of his or her compensation was, is or will be directly or indirectly dependent on the specific recommendations or views expressed in this report.

This material was produced solely for information purposes and for the use of the recipient. This document does not constitute an offer of, or an invitation to buy or sell any security. The information contained herein has been obtained from published information and other sources which are considered to be reliable. The Companies noted herein accepts no liability or responsibility whatsoever for the accuracy or completeness of any such information. All estimates, expressions of opinion and other subjective judgments contained herein are made as of the date of this document.

Louis Capital Markets, LP assumes responsibility for the research reports content in regards to research distributed in the U.S. Louis Capital Markets, LP, or its affiliates, has not managed or co-managed a public offering of securities for the subject company in the past 12 months, has not received compensation for investment banking services from the subject company in the past 12 months, does not expect to receive and does not intend to seek compensation for investment banking services from the subject company in the next 3 months. Louis Capital Markets, LP, or its affiliates, do not beneficially own 1% or more of the subject securities and there are not any other actual, material conflicts of interest noted at the time of the publication of this research report. As of the publication of this report, Louis Capital Markets, LP does not make a market in the subject securities.

The non-US Company will refrain from initiating follow-up contacts with any recipient of this research report that does not qualify as a Major Institutional Investor, or seek to otherwise induce or attempt to induce the purchase or sale of any security addressed in this research report by such recipient.