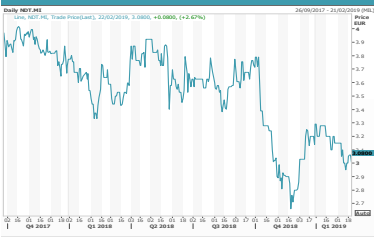




22 febbraio 2019

Carta e imballaggi



Fonte: Eikon Thomson Reuters

Dati di mercato

| | |
|-------------------------------------|--------------|
| EPIC/TKR | NDT.MI |
| Quotazione (€) | 3,00 |
| Massimo 12 m (€) | 3,92 |
| Minimo 12 m (€) | 2,66 |
| Azioni (mln) | 13,1 |
| Capitalizzazione di mercato (mln €) | 39 |
| EV (mln €) | 80 |
| Flottante* | 28% |
| Mercato | AIM italiano |

*Seconda la norma n. 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 76% dei ricavi è generato all'estero.

Informazioni societarie

| | |
|-------------------------|--|
| AMMINISTRATORE DELEGATO | Luigi Cognigni |
| CFO | Marco Giussani |
| Presidente | Alberto Francois |
| | +39 035 996 111 |
| | www.neodecortech.it |

Azionisti di riferimento

| | |
|--------------------|-----|
| Famiglia Valentini | 72% |
| Azimut Capital | 3% |
| ARCA Fondi | 3% |
| Mediolanum | 3% |

Analisi

| | |
|-----------|--------------------|
| 26 marzo | Dati preliminari |
| 30 aprile | ASSEMBLEA DEI SOCI |

Analista

| | |
|---------------|--|
| Jason Streets | 020 7194 7622 |
| | js@hardmanandco.com |

NEODECORTECH

Stampatore innovativo di carta decorativa

Neodecortech 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. Con il trasferimento *in toto* sulla clientela degli aumenti dei prezzi delle materie prime nel 2017 e i nuovi investimenti nei film laminati, osserviamo un miglioramento dei ricavi e dei margini. Neodecortech tratta con uno sconto pari a circa il 50% considerando il rapporto EV/EBITDA rispetto ad aziende affini.

- **Strategia:** Neodecortech 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.
- **Contrattazioni:** L'impennata dei prezzi della cellulosa e del biossido di titanio nel 2017 e nella prima metà del 2018 impatta per il 90% sui clienti, ripristinando i margini che si erano mostrati in calo nella seconda metà del 2017. La società pone grandi aspettative nelle opportunità offerte dai nuovi prodotti PPLF (Plastic Printed Laminated Film), lanciati sul mercato a inizio 2019.
- **Valutazione:** Neodecortech tratta a un prezzo contenuto sui multipli previsti. Con uno sconto di circa il 50% considerando il rapporto EV/EBITDA rispetto ad aziende affini quotate, il mercato sta più che adeguatamente scontando per le sue dimensioni ridotte e la mancanza di liquidità del mercato secondario. La nostra valutazione centrale in base al metodo DCF è pari a € 5,14 per azione (per maggiori dettagli, si veda pagina 21).
- **Rischi:** Il rischio principale nell'immediato è costituito dalle prospettive economiche per il settore delle costruzioni in generale, nell'Europa occidentale in particolare. Inoltre, l'aumento 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:** Neodecortech 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 nella capacità di vendita all'estero e a migliorare ulteriormente i propri impianti e le nuove tecnologie. Si tratta di un'azienda da poco affacciata in Borsa, essendo approdata sul mercato italiano AIM nel settembre 2017; gli investitori, pertanto, attendono di esaminare i risultati relativi a un intero esercizio. Con l'aumentare della familiarità, prevediamo una restrizione nello sconto di valutazione.

Riepilogo finanziario e valutazione

| Fine anno Dic (mln €) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Ricavi vendite | 115,6 | 127,7 | 141,0 | 145,2 | 159,4 |
| EBITDA | 15,6 | 14,2 | 17,6 | 18,9 | 20,0 |
| EBIT | 9,2 | 7,9 | 11,2 | 10,9 | 12,0 |
| Oneri finanziari netti | -3,3 | -2,7 | -2,5 | -2,7 | -2,5 |
| Utile ante imposte | 6,0 | 5,2 | 8,7 | 8,2 | 9,5 |
| Utile netto | 4,5 | 4,1 | 7,0 | 6,5 | 7,6 |
| Utile netto rettificato | 1,3 | 4,8 | 7,5 | 7,1 | 8,3 |
| EPS statuari (€) | | 0,31 | 0,53 | 0,49 | 0,58 |
| EPS rettificati (€) | | 0,37 | 0,57 | 0,54 | 0,63 |
| Azioni emesse (m) | | 13 | 13 | 14 | 15 |
| P/E (x) | | 8,1 | 5,3 | 5,6 | 4,7 |
| EV/EBITDA (x) | | 5,8 | 4,7 | 4,2 | 4,0 |

Fonte: Hardman & Co Research

Indice

| | |
|--|--|
| Executive Summary | 3 |
| Stampatore specializzato con obiettivi volti verso la crescita | 3 |
| Carte speciali | 5 |
| Il mercato della carta..... | 6 |
| Settori di attività | 15 |
| Stampa e impregnazione (Confalonieri)..... | 15 |
| Carta decorativa (Cartiere di Guarcino) | 18 |
| Produzione di energia elettrica (Bio Energia Guarcino) | 19 |
| Sviluppi futuri | 19 |
| Dati economico-finanziari..... | 20 |
| Previsioni | 21 |
| Prospetti contabili | 24 |
| Valutazione..... | 26 |
| Aspetti societari | 29 |
| Rischi..... | 31 |
| Disclaimer | Errore. Il segnalibro non è definito. |
| Stato della ricerca di Hardman & Co nell'ambito di applicazione della MiFID II | Errore. Il segnalibro non è definito. |

Executive Summary

Stampatore specializzato con obiettivi volti verso la crescita

Neodecortech 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.

... competere con i maggiori concorrenti in altri Paesi, puntando sulla qualità del prodotto e sull'ampia 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. Neodecortech 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.

Prevediamo una crescita costante dei ricavi pari a circa il 9% annuo, con una crescita più rapida degli utili grazie alla leva operativa e finanziaria. L'indebitamento è relativamente elevato, intorno al 73% del patrimonio netto a fine 2018, ma prevediamo una discesa al di sotto del 50% entro il 2020. Il costo degli interessi è ben coperto dal flusso di cassa operativo.

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 Neodecortech.
- ▶ Gli azionisti devono rammentare che la loro quota è minoritaria all'interno della società, con la famiglia Valentini che detiene il controllo del 72%. Tale predominanza dovrebbe ridursi nel tempo, dato che Neodecortech mira a emettere equity per investire nella crescita del business.

La nostra valutazione centrale in base al metodo DCF è pari a € 5,14 per azione

Valutazione

La società tratta con uno sconto molto significativo rispetto alle società quotate più affini - Ahlstrom-Munksjö (Finlandia) e Surteco (Germania) - sebbene entrambe siano in ripresa dopo il calo degli utili previsto per il 2018. La nostra valutazione centrale di € 5,14 per azione in base al metodo DCF porrebbe la società su sconti pari al 20% e al 25% per multipli EV/EBITDA rispettivamente per il 2019 e il 2020, motivati dalle dimensioni ridotte di Neodecortech e dalla minore liquidità causata dal flottante limitato.

Carte speciali

Opera in tre siti:

Neodecortech è una realtà a integrazione verticale, che fornisce carte decorative e, più recentemente, plastica all'industria dell'interior design, del mobile e della pavimentazione. Opera in tre siti: l'impianto di stampa e impregnazione, la cartiera e la centrale elettrica.

... impianto di stampa e impregnazione...

L'attività di stampa e impregnazione fa capo a Confalonieri, costituita nel 1947. È leader in Italia nella produzione di carte decorative per pannelli laminati e pavimentazione utilizzati nel settore dell'interior design. I motivi riproducono l'aspetto tipico di materiali naturali quali legno, pietra, metallo o perfino cemento. L'azienda realizza inoltre motivi di ispirazione tessile o fantasie geometriche astratte.

... la cartiera...

Cartiere di Guarcino è la realtà aziendale dedicata alla produzione della carta. Possiede una cartiera distante circa 100 km da Roma, con una capacità produttiva di 50.000 tonnellate di carta speciale. Solo il 16% della produzione è destinato a Confalonieri, mentre il resto viene venduto sul mercato libero. Negli ultimi anni ha ampliato l'area di vendita a tutto il mondo, arrivando a comprendere l'Asia, le Americhe e l'Europa orientale e occidentale.

... la centrale elettrica

Tutta l'energia elettrica e il 20% del vapore per il funzionamento della cartiera provengono dalla terza attività di Neodecortech, Bio Energia Guarcino, la centrale elettrica situata nei pressi della cartiera. Cartiere di Guarcino utilizza solo il 43% circa dell'energia elettrica prodotta, mentre la quota rimanente viene rivenduta alla rete.

Neodecortech in cifre

| | Centrale elettrica | Cartiera | Stampa e impregnazione | Laminazione | Totale |
|--------------------------------------|--------------------|----------|------------------------|-------------|---------|
| Superficie totale (m ²) | 9.000 | 136.000 | 100.000 | 18.000 | 263.000 |
| Superficie coperta (m ²) | 1.000 | 25.000 | 39.000 | 6.000 | 71.000 |
| Valore della ricostruzione (mln €) | 30 | 94 | 104 | 21 | 249 |
| Valore netto contabile (mln €) | 15 | 33 | 23 | 2 | 73 |
| Organico | 2 | 171 | 156 | 33 | 362 |
| Numero di turni | 3: 24/7 | 3: 24/7 | 3: 24/5 | 3: 24/5 | |
| Produzione SBU | | | | | |
| Cartiere di Guarcino (tonnellate) | | 42.000 | | | 42.000 |
| Impregnazione (tonnellate) | | | 2.550 | | 2.550 |
| Stampa (tonnellate) | | | 7.750 | | 7.750 |
| Laminazione | | | | 1.400 | 1.400 |

Nota: i due dipendenti dell'impianto di cogenerazione sono integrati da personale distaccato dalla cartiera.

Fonte: Neodecortech

L'intensità di capitale dell'impresa costituisce una barriera significativa all'ingresso sul mercato. Nella tabella sopra riportata si evidenzia che 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.

L'integrazione verticale consente alla società di dare risposte tempestive alle opportunità di mercato

Vantaggi derivanti dall'integrazione verticale

La società ritiene che, oltre alla questione fondamentale della fornitura di energia elettrica, il vantaggio dell'integrazione verticale risieda nel contribuire a rispondere tempestivamente alle opportunità offerte dal mercato, a garantire sicurezza nell'approvvigionamento (sia di energia elettrica che di carta) e fornire una maggiore flessibilità di risposta agli sviluppi del mercato. Garantisce, inoltre, la permanenza della società nelle primissime posizioni per quanto riguarda ricerca e sviluppo nel settore.

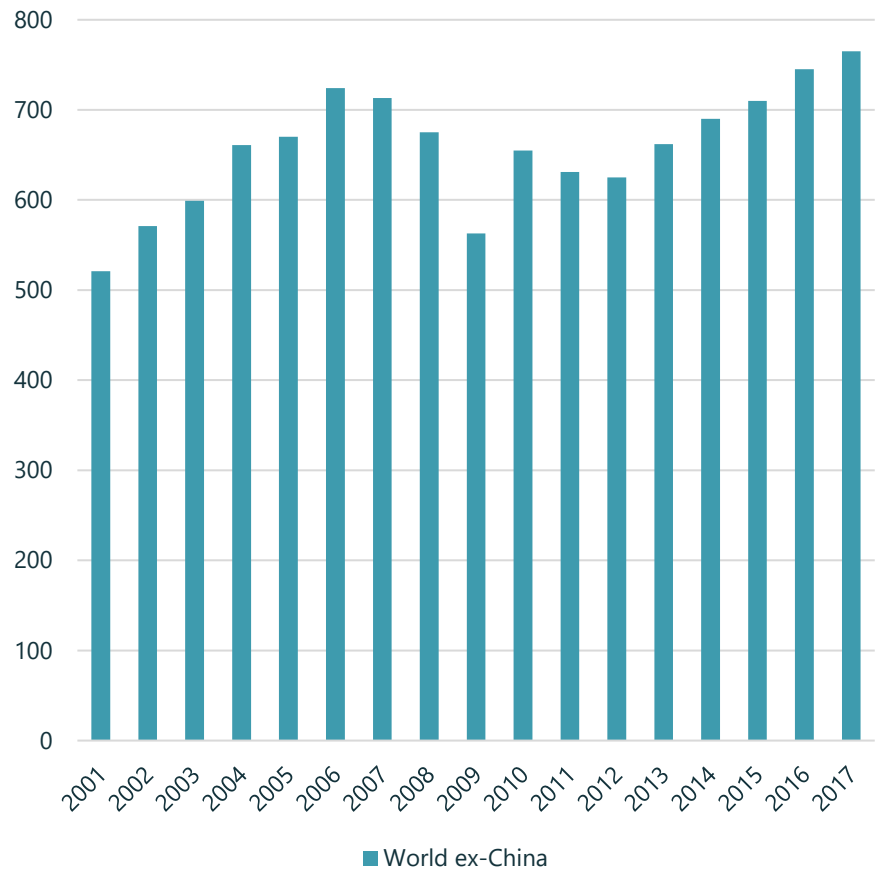
Il mercato della carta

Crescita e calo della produzione di carta decorativa nel periodo 2001-17

Neodecortech 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.

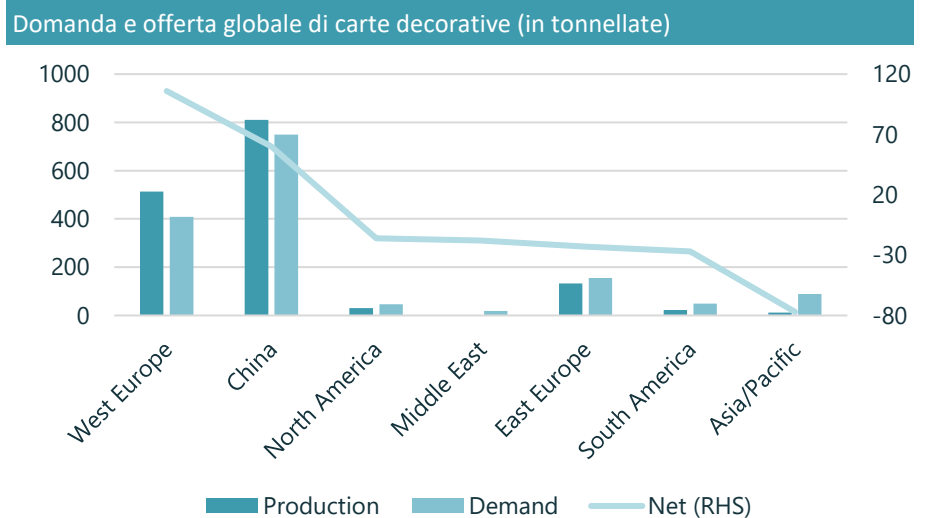
Il mercato globale (Cina esclusa) della carta decorativa (in tonnellate)



Fonte: Décor Paper Market Research 2017, Ahlstrom Munksjö

Al di fuori della Cina, mercato 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 Neodecortech, e in parte al suo gigantismo (il Paese produce circa la metà del tonnello globale), ma quasi tutta la produzione viene assorbita dal mercato interno. Le uniche aree esportatrici nette sono Cina ed Europa occidentale.



Fonte: Décor Paper Market Research 2017, Ahlstrom Munksjö

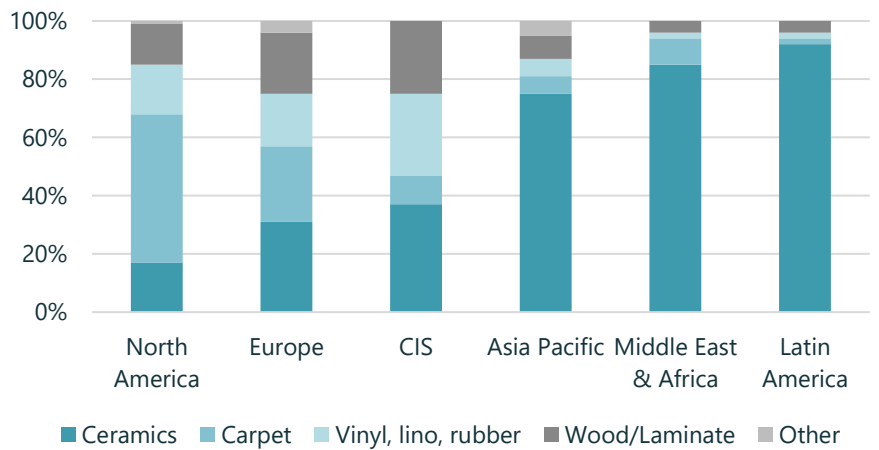
Al di fuori della Cina, il mercato è trainato dall'Europa occidentale, in particolare dalla Germania. Parte della produzione è realizzata nell'Europa dell'Est, una minima parte invece nel resto del mondo.

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 parti del mondo differenti hanno 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%.

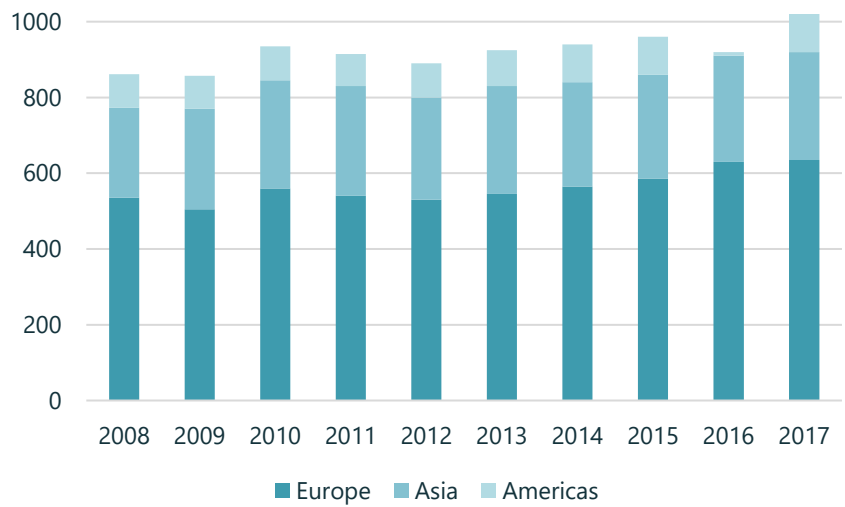
Tipologie di pavimentazioni a livello globale (quota di mercato per mq)



Fonte: World Flooring Report July 2017

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.

Mercato dei pavimenti in laminato (milioni di mq)



Fonte: Décor Paper Market Research 2017, Ahlstrom Munksjö

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

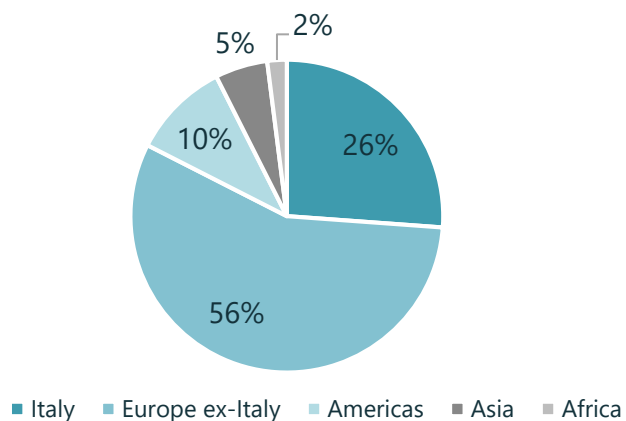
Sensitività economica

Isolamento da congiunture negative a livello globale

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 po' di isolamento dall'economia globale in quanto, in periodi recessivi, la tendenza è quella di concentrarsi maggiormente sulle ristrutturazioni che sulla realizzazione di nuove costruzioni.

Alla stregua del mercato, Neodecortech è una realtà globale: un quarto del fatturato è realizzato in Italia, un'altra metà nel resto d'Europa, il 10% nelle Americhe, mentre la quota rimanente se la dividono Asia e Africa.

Neodecortech: destinazione dei ricavi



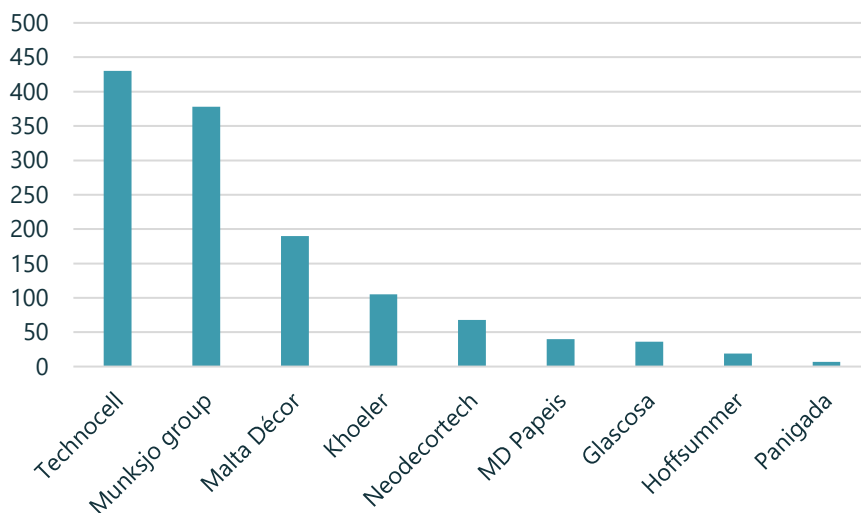
Fonte: Neodecortech

La concorrenza

Le aziende tedesche la fanno da padrone

La concorrenza per Neodecortech 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.

Produttori di carta decorativa, ricavi (mln €, 2017)

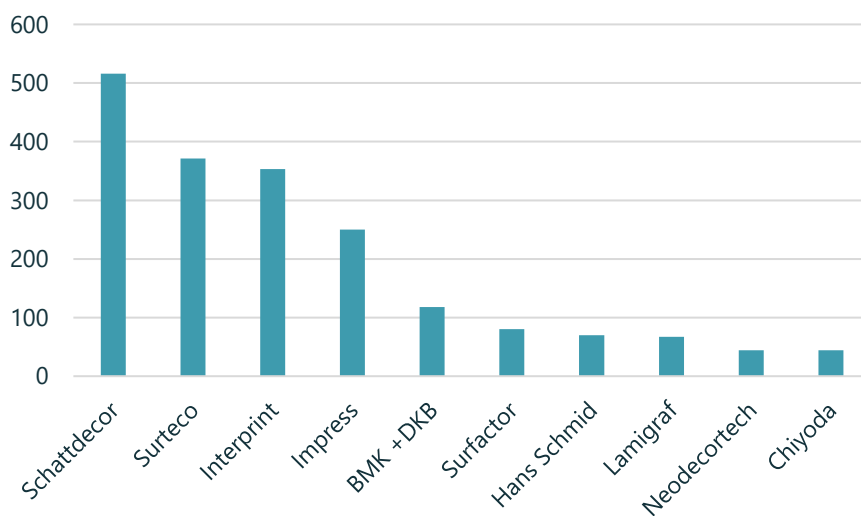


Fonte: Neodecortech

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

Stampatori e impregnatori, ricavi (mln €, 2017)



Fonte: Neodecortech

In questo comparto, le prime quattro aziende assommano il 78% dei ricavi dei primi dieci player. Neodecortech è titolare di appena il 2% della quota di mercato.

Prospettive di crescita

Prevediamo una crescita più rapida rispetto al mercato da parte di Neodecortech

Le dimensioni di Neodecortech 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.

Concentrazione di clienti e fornitori

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

Neodecortech 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 Neodecortech; i primi dieci rappresentano oltre il 70%.

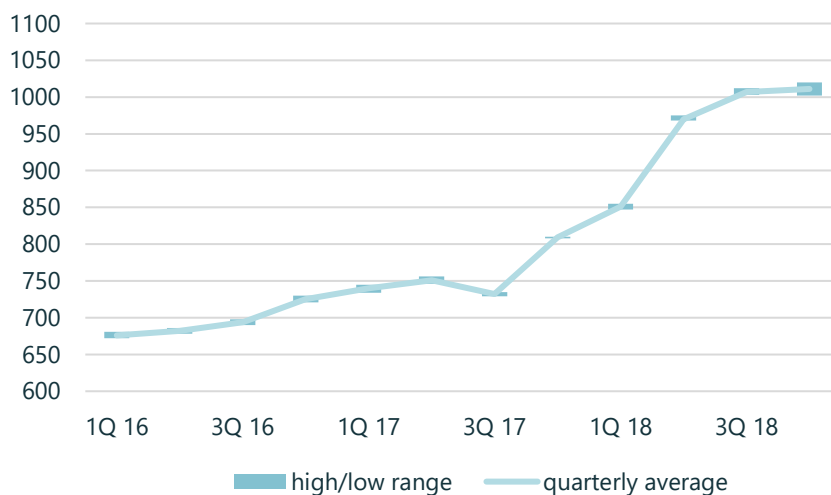
Prezzi delle materie prime

Due prezzi chiave per Neodecortech sono quelli di TiO₂ e cellulosa

I prezzi rappresentano un input importante per Neodecortech. Per quanto concerne la produzione di carta, i due prezzi chiave sono quelli del biossido di titanio (TiO₂) e della cellulosa. Nel 2017, Neodecortech ha speso € 47,5 milioni in materie prime per Cartiere di Guarmino su un totale ricavi (al lordo delle elisioni infragruppo) di € 66,4 milioni. In altri termini, il 72% dei ricavi è costituito puramente da apporti di materiale. La cellulosa rappresenta il 24% dei ricavi, mentre il TiO₂ incide per il 39%.

I prezzi della cellulosa, sostanzialmente stabili nel 2015 e nel 2016, hanno registrato una crescita costante nel 2017 e per tutto il 2018 (in euro). 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. 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.

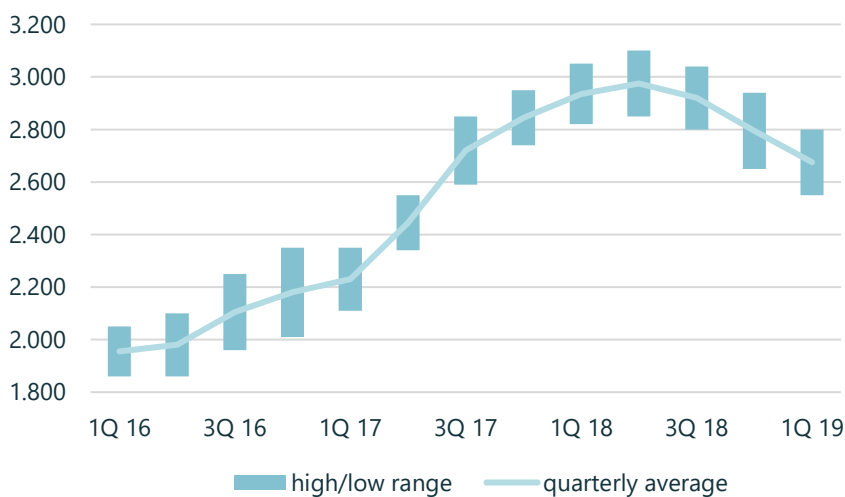
Prezzi della cellulosa a fibra lunga (€ per tonnellata)



Fonte: Neodecortech

I prezzi del TiO_2 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, il prezzo ha raggiunto un picco di poco inferiore a € 3 nel 2Q, prima di scendere lievemente e raggiungere una media di € 2,8 nel 4Q.

Prezzi del biossido di titanio (€ per kg)



Fonte: Neodecortech

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 Neodecortech 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.

Nella tabella seguente viene indicata l'incidenza del costo delle materie prime sui ricavi nel settore carta.

| Cartiere di Guarcino, costo della materia prima in % dei ricavi | | | |
|---|-------|-------|-------|
| | 1H'17 | 2H'17 | 1H'18 |
| Cellulosa | 21% | 27% | 20% |
| Biossido di titanio | 34% | 46% | 35% |
| Altro | 8% | 9% | 10% |
| Cartiere di Guarcino | 62% | 82% | 65% |

Fonte: Neodecortech

Secondo quanto riportato dalla società nei risultati intermedi del 2018, alla fine del primo semestre il 90% degli aumenti di prezzo dal 2017 è stato trasferito ai propri clienti. 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'attività di stampa e impregnazione rappresenta un business a valore aggiunto molto più elevato, e le materie prime incidono per quasi un terzo del fatturato rispetto ai due terzi nel settore della carta decorativa.

Neodecortech: costo delle materie prime in % dei ricavi

| | 1H'17 | 2H'17 | 1H'18 |
|--------------------|-------|-------|-------|
| Resine | 12% | 9% | 13% |
| Inchiostri | 4% | 3% | 4% |
| PVC | 5% | 4% | 4% |
| Carta non trattata | 10% | 11% | 9% |
| Altro | 1% | 2% | 2% |
| Neodecortech | 33% | 28% | 33% |

Fonte: Hardman & Co Research

È evidente in questo caso come Neodecortech abbia beneficiato di input inferiori nel secondo semestre del 2017, ma gli stessi hanno ripreso lo stesso trend del primo semestre 2017 nel primo semestre del 2018.

Per il settore della produzione di energia elettrica, il quadro non è così chiaro. Neodecortech è passato 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. Neodecortech 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.

Settori di attività

Neodecortech è attiva in tre settori: stampa e impregnazione, produzione di carta 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 Neodecortech è rappresentato dalla stampa e dall'impregnazione. 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
- ▶ PPF (Plastic Printed Film) e PPLF (Plastic Printed Laminated Film) per il settore LVT (Luxury Vinyl Tiles).

Nel 2017, il settore ha fatto registrare un fatturato di € 43,9 milioni, con un margine lordo complessivo del 29%.

| Confalonieri: ricavi, margine lordo e margine lordo per prodotto (2017, mln €) | | | |
|--|--------|---------------|-------------|
| | Ricavi | Margine lordo | Utile lordo |
| Film melamminico | 12,9 | 26% | 3,4 |
| Finish foil | 2,9 | 24% | 0,7 |
| Stampa decorativa | 24,6 | 32% | 7,9 |
| LVT | 3,5 | 25% | 0,9 |
| Confalonieri | 43,9 | 29% | 12,8 |

Fonte: Neodecortech

...rivestendo la stampa decorativa la quota più significativa, seguita da film melamminico, LVT e finish foil

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, Neodecortech 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

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

Nel settembre 2018, Neodecortech ha acquisito il ramo d'azienda di Corbetta, società appartenente all'azionista di riferimento di Neodecortech, il Gruppo Valentini. La società è specializzata nella produzione di laminati CPL. L'acquisizione consoliderà la presenza di Neodecortech sul mercato LVT. Corbetta ha realizzato nel 2017 un fatturato di circa € 8 milioni, con un margine EBITDA lievemente positivo. Il corrispettivo, comprensivo dell'indebitamento assunto con il ramo d'azienda, è stato pari a circa € 2,5 milioni.

Presso lo stabilimento di produzione di laminati di Casoli di Atri 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 dovrebbe consentire 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 HDF rinforzato (pannello di fibre ad alta densità). Il pavimento laminato è composto da un materiale di supporto in legno composito laminato con carta melamminica e da un film di carta impregnata trasparente, che conferisce resistenza meccanica alla superficie del prodotto.

Neodecortech 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 Neodecortech è l'investimento in R&S. Neodecortech 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. Neodecortech 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 Neodecortech ne possiede oltre 3.000. L'incisione dei cilindri è una delle poche operazioni che Neodecortech 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.

Neodecortech 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.

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

Le carte base sono ciò che gli stampatori come Neodecortech 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 lordi sono inevitabilmente più esigui, pari a circa il 12%. 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.

Cartiere di Guarcino: ricavi, margine lordo e margine lordo per prodotto (2017, mln €)

| | Ricavi | Margine lordo | Utile lordo |
|----------------------|--------|---------------|-------------|
| Bilancianti | 6,6 | 16% | 1,1 |
| Carta unicolore | 34,6 | 12% | 4,2 |
| Carta base | 25,2 | 12% | 3,0 |
| Cartiere di Guarcino | 66,4 | 12,4% | 8,2 |

Fonte: Neodecortech

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 CO₂ 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.

Sviluppi futuri

Neodecortech 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 sarebbero finanziate tramite un mix di liquidità 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.

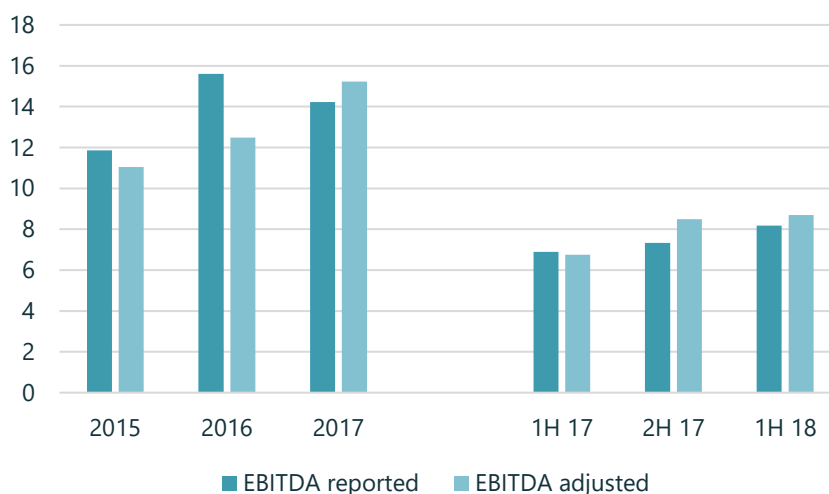
Dati economico-finanziari

Neodecortech può ritenersi una new entry in Borsa, essendo approdata sul mercato italiano AIM nel settembre 2017; gli investitori, pertanto, attendono di visionarne i risultati per un intero esercizio

Neodecortech 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 ha predisposto dati proforma sia per il 2016 che per il 2017, ipotizzando per il gruppo la configurazione attuale a partire da inizio 2016.

Inoltre, sono state apportate alcune rettifiche all'EBITDA e all'utile netto per meglio rappresentare l'andamento sottostante del gruppo.

Neodecortech: EBITDA, complessivo e rettificato, 2015-1H'18 (mln €)



Fonte: Hardman & Co Research

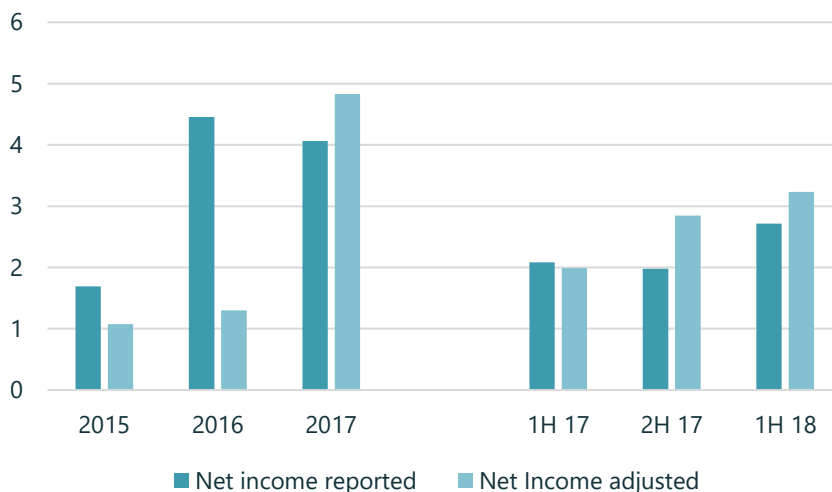
Le principali rettifiche dell'esercizio 2016 comprendono proventi straordinari da rimborsi assicurativi per € 2,2 milioni, proventi da operazioni per € 1,9 milioni, utili su cambi per € 0,25 milioni e sopravvenienze attive per € 0,67 milioni. Gli oneri straordinari includono sopravvenienze passive per € 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.

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.

Neodecortech: utile netto, complessivo e rettificato, 2015-1H'18 (mln €)



Fonte: Hardman & Co Research

Previsioni

Per il 2018, abbiamo ipotizzato un secondo semestre sostanzialmente in linea con il primo, con ulteriori ricavi derivanti dall'operazione Corbetta e un incremento stagionale dell'energia fornita da Bio Energia Guarcino.

Abbiamo inoltre ipotizzato un andamento costante dei margini EBITDA nei due semestri, al 13%, con gli aumenti dei costi del 2017 ora pienamente riflessi nei prezzi di vendita correnti.

Le nostre previsioni per il 2018 di € 17,6 milioni di EBITDA e un utile netto di € 7,0 milioni sono coerenti al netto dell'avvio da parte della società del programma di *remedy share*. I livelli ai quali avrebbero potuto essere emesse ulteriori azioni ai nuovi investitori nell'IPO erano per un EBITDA pari a € 17 milioni e per un utile netto a € 7 milioni.

Per il 2019, prevediamo una sostanziale stabilità nei ricavi del core business e di Bio Energia Guarcino, viste le sfide poste dal rallentamento dell'economia italiana. A ciò si aggiungono gli ulteriori otto mesi di Corbetta, che non sono stati inclusi nei dati comparativi del 2018. Manteniamo costante l'ipotesi di margine EBITDA, al 13%, con alcuni miglioramenti organici compensati dal minor margine dell'acquisizione.

La quota di ammortamento sale a € 8 milioni per il 2019E, che rappresenta inoltre il livello di investimento normale che la società prevede di effettuare per la manutenzione dell'impianto prima dei miglioramenti sopra menzionati.

Supponiamo che l'aliquota d'imposta permanga al 20% circa.

I piani di investimento di Neodecortech non possono 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.

| Previsioni settoriali | | | | | |
|-----------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Fine anno Dic (mln €) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| Ricavi | | | | | |
| Confalonieri | | 43,8 | 52,0 | 56,2 | 61,8 |
| Cartiere di Guarcino | | 56,4 | 57,0 | 57,0 | 62,7 |
| Bio Energia Guarcino | | 23,2 | 29,0 | 29,0 | 31,9 |
| Altro | | 4,2 | 3,0 | 3,0 | 3,0 |
| Totale | | 127,7 | 141,0 | 145,2 | 159,4 |
| La crescita | | | | | |
| Confalonieri | | | 18,7% | 8,1% | 10,0% |
| Cartiere di Guarcino | | | 1,0% | 0,0% | 10,0% |
| Bio Energia Guarcino | | | 24,8% | 0,0% | 10,0% |
| Altro | | | -29,2% | 0,0% | 0,0% |
| Totale | | | 10,4% | 3,0% | 9,8% |
| EBITDA (rettificato) | | | | | |
| Confalonieri | 6,0 | 5,7 | 7,6 | 8,4 | 8,7 |
| Cartiere di Guarcino | 5,2 | 4,5 | 6,2 | 6,3 | 6,9 |
| Bio Energia Guarcino | 1,3 | 4,1 | 4,0 | 4,1 | 4,5 |
| Altro | | | -0,2 | | |
| Totale | 12,5 | 15,2 | 17,6 | 18,9 | 20,0 |
| Margine EBITDA | | | | | |
| Confalonieri | | 13,0% | 14,6% | 15,0% | 14,0% |
| Cartiere di Guarcino | | 8,0% | 10,9% | 11,1% | 11,0% |
| Bio Energia Guarcino | | 17,6% | 13,8% | 14,0% | 14,0% |
| Altro | | | | | |
| Totale | | 11,9% | 12,5% | 13,0% | 12,6% |

Fonte: Hardman & Co Research

Prospetti contabili

| Conto economico | | | | | |
|----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Fine anno Dic (mln €) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| Ricavi | 115,6 | 127,7 | 141,0 | 145,2 | 159,4 |
| Costi operativi | -100,0 | -113,5 | -123,4 | -126,3 | -139,4 |
| Utile lordo | 15,6 | 14,2 | 17,6 | 18,9 | 20,0 |
| Ammortamenti | -6,3 | -6,3 | -6,4 | -8,0 | -8,0 |
| Svalutazione | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Risultato operativo | 9,2 | 7,9 | 11,2 | 10,9 | 12,0 |
| Oneri finanziari netti | -3,3 | -2,7 | -2,5 | -2,7 | -2,5 |
| Utile ante imposte | 6,0 | 5,2 | 8,7 | 8,2 | 9,5 |
| Imposte | -1,5 | -1,1 | -1,7 | -1,7 | -1,9 |
| Utile netto | 4,5 | 4,1 | 7,0 | 6,5 | 7,6 |
| Utile netto rettificato | 1,3 | 4,8 | 7,5 | 7,1 | 8,3 |
| Numero di azioni (m) | | 13,1 | 13,1 | 13,1 | 13,1 |
| EPS (€) | | 0,31 | 0,53 | 0,49 | 0,58 |
| EPS rettificati (€) | | 0,37 | 0,57 | 0,54 | 0,63 |
| DPS (€) | | 0,11 | 0,16 | 0,16 | 0,19 |
| Margine utile lordo | 13,5% | 11,1% | 12,5% | 13,0% | 12,5% |
| Margine EBIT | 8,0% | 6,2% | 8,0% | 7,5% | 7,5% |
| Aliquota fiscale | 25% | 22% | 20% | 21% | 20% |
| Crescita dei ricavi | | 11% | 10% | 3% | 10% |
| Crescita dell'EBITDA | | -9% | 24% | 7% | 6% |
| Crescita dell'utile ante imposte | | -13% | 68% | -6% | 16% |

Fonte: Hardman & Co Research

| Rendiconto finanziario | | | | | |
|--------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Fine anno Dic (mln €) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| EBITDA | 15,6 | 14,2 | 17,6 | 18,9 | 20,0 |
| Capitale circolante | 1,0 | -4,2 | -1,6 | -0,8 | -2,8 |
| Capex | -4,6 | -7,6 | -7,5 | -7,5 | -7,5 |
| Altro | -0,7 | -0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Free cash flow operativo | 11,3 | 2,1 | 8,5 | 10,6 | 9,7 |
| Imposte | -1,5 | -1,1 | -1,7 | -1,7 | -1,9 |
| Interessi | -3,5 | -2,7 | -2,5 | -2,7 | -2,5 |
| Dividendi | -1,0 | -1,0 | -2,1 | -2,1 | -2,5 |
| Patrimonio netto | 1,8 | 11,2 | | | |
| Indebitamento | 2,5 | 1,8 | | | |
| Flusso di cassa netto | 9,6 | 10,3 | 2,2 | 4,0 | 2,9 |

Fonte: Hardman & Co Research

| Stato patrimoniale | | | | | |
|---|--------|-------|--------|--------|--------|
| @ 31 Dic (mln €) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| Immobili, impianti e macchinari | 72,8 | 72,6 | 75,0 | 76,0 | 77,0 |
| Avviamento | | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 |
| Immobilizzazioni immateriali | 2,0 | 3,3 | 3,3 | 3,3 | 3,3 |
| Altre attività non correnti | 5,5 | 3,7 | 3,7 | 3,7 | 3,7 |
| Immobilizzazioni | 80,3 | 80,9 | 83,3 | 84,3 | 85,3 |
| Crediti commerciali | 29,8 | 26,3 | 29,1 | 29,9 | 32,9 |
| Rimanenze | 26,3 | 32,1 | 35,5 | 36,5 | 40,1 |
| Altri crediti correnti | 4,8 | 7,8 | 8,0 | 8,0 | 8,0 |
| Cassa e mezzi equivalenti | 1,3 | 6,1 | 8,3 | 12,3 | 15,2 |
| Attivo circolante | 62,3 | 72,3 | 80,8 | 86,8 | 96,1 |
| Totale attività | 142,5 | 153,2 | 164,1 | 171,1 | 181,4 |
| Debiti commerciali | -28,0 | -33,6 | -37,1 | -38,2 | -41,9 |
| Altri debiti | -7,6 | -3,6 | -4,0 | -4,0 | -4,0 |
| Debiti tributari | -1,7 | -1,2 | -2,0 | -2,0 | -2,0 |
| Indebitamento | -26,0 | -22,0 | -22,0 | -22,0 | -22,0 |
| Passività correnti | -63,3 | -60,5 | -65,1 | -66,2 | -70,0 |
| Fondi di quiescenza | -3,1 | -2,9 | -2,9 | -2,9 | -2,9 |
| Altri accantonamenti | -0,9 | -0,5 | -0,5 | -0,5 | -0,5 |
| Passività per imposte differite | -3,2 | -3,5 | -3,5 | -3,5 | -3,5 |
| Indebitamento finanziario a lungo termine | -33,3 | -31,8 | -31,8 | -31,8 | -31,8 |
| Passività non correnti | -40,5 | -38,7 | -38,7 | -38,7 | -38,7 |
| Totale passività | -103,8 | -99,2 | -103,8 | -104,9 | -108,7 |
| Attività nette | 38,7 | 54,0 | 60,3 | 66,1 | 72,7 |
| Capitale sociale | 8,5 | 16,2 | 16,2 | 16,2 | 16,2 |
| Riserve | 30,2 | 37,8 | 44,1 | 49,9 | 56,5 |
| Totale patrimonio netto | 38,7 | 54,0 | 60,3 | 66,1 | 72,7 |
| Valore netto contabile | | 4,12 | 4,60 | 5,05 | 5,55 |
| Indebitamento finanziario netto | -57,1 | -46,9 | -44,7 | -40,7 | -37,8 |
| Debito/patrimonio netto | 148% | 87% | 74% | 62% | 52% |

Fonte: Hardman & Co Research

Valutazione

La metodologia di valutazione più semplice è il confronto tra società comparabili...

La metodologia di valutazione più semplice è quella di confrontare la valutazione della società con aziende affini quotate. Nel caso di Neodecortech, esistono società comparabili, ma sostanzialmente di dimensioni maggiori e inevitabilmente, quantunque le operazioni siano simili, esse non sono identiche. Le due società più comparabili, a nostro avviso, sono Ahlstrom-Munksjö, quotata in Finlandia, e Surteco, quotata in Germania. Il primo è un produttore di carta speciale, ma non uno stampatore, 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 € 5,14 per azione.

Confronto delle valutazioni tra società comparabili

| Società | Quotazione (€) | Capitalizzazione di mercato (mln €) | EV (mln €) | EV/EBITDA 2019E (x) | EV/EBITDA 2020E (x) | P/E 2019E (x) | P/E 2020E (x) | Crescita 2019/18E | Crescita 2020/19E |
|----------------------|----------------|-------------------------------------|------------|---------------------|---------------------|---------------|---------------|-------------------|-------------------|
| Neodecortech | 3,0 | 39 | 80 | 4,2 | 4,0 | 5,6 | 4,7 | -6% | 17% |
| Neodecortech @ value | 5,4 | 71 | 108 | 5,7 | 5,4 | 9,5 | 8,1 | -6% | 17% |
| Ahlstrom-Munksjö | 13,3 | 1.770 | 2.790 | 7,8 | 6,9 | 9,9 | 8,0 | 203% | 24% |
| Surteco | 25,8 | 400 | 619 | 7,4 | 6,7 | 14,7 | 11,6 | 104% | 27% |

Fonte: Hardman & Co Research; sulla base delle quotazioni al 20/02/19

Osserviamo che Neodecortech tratta a sconto di circa il 50% sui multipli EV/EBITDA di entrambe le società affini e ancor più sui multipli P/E di Surteco. 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 Neodecortech 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 2%, equivalente a una stima prudente di lungo periodo della crescita nominale del PIL. Per Neodecortech, abbiamo ipotizzato una crescita dei flussi di cassa tra il 2020 (il nostro ultimo anno di previsione) e il 2025 del 5% per il nostro caso centrale.

Valutazione DCF

| mln € | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Ricavi | 141,0 | 145,2 | 159,4 | 167,4 | 175,8 | 184,5 | 193,8 | 203,5 |
| EBITDA | 17,6 | 18,9 | 20,0 | 21,0 | 22,0 | 23,1 | 24,3 | 25,5 |
| Capitale circolante | -1,6 | -0,8 | -2,8 | -2,9 | -3,1 | -3,2 | -3,4 | -3,5 |
| Capex | -7,5 | -7,5 | -7,7 | -8,1 | -8,5 | -8,9 | -9,4 | -9,8 |
| Imposte | -1,7 | -1,7 | -1,9 | -2,0 | -2,1 | -2,2 | -2,3 | -2,4 |
| Flusso di cassa netto | 6,8 | 8,8 | 7,6 | 8,0 | 8,4 | 8,8 | 9,3 | 9,7 |

| | | | | | | | | |
|------------------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| Fattore di attualizzazione | 10% | 1,0 | 1,1 | 1,3 | 1,4 | 1,5 | 1,7 | 1,8 |
| Flussi di cassa attualizzati | | 8,5 | 6,7 | 6,4 | 6,1 | 5,8 | 5,6 | 5,3 |

Fonte: Hardman & Co Research

| Sommatoria DCF | |
|---|--------------|
| Componenti di valore | mIn € |
| 2019-20E | 15,2 |
| 2021-25E | 29,2 |
| dal 2026E in poi | 67,7 |
| Totale | 112,1 |
| meno indebitamento finanziario netto fine 2018E | -44,7 |
| Valore del capitale | 67,4 |
| Valore del capitale per azione (€) | 5,14 |

Fonte: Hardman & Co Research

La nostra valutazione centrale in base al metodo DCF è pari a € 5,14

Il nostro range di valori previsti, in base al metodo DCF, dà un valore che spazia da € 3,03 a € 8,36 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 € 5,14.

| Tabella sensitività DCF | | | | |
|---|------|------|------|------|
| Tasso di attualizzazione/crescita a medio termine | 3% | 4% | 5% | 6% |
| 8% | 7,08 | 7,49 | 7,92 | 8,36 |
| 10% | 4,55 | 4,84 | 5,14 | 5,46 |
| 12% | 3,03 | 3,25 | 3,48 | 3,72 |

Fonte: Hardman & Co Research

Inoltre, si segnala che la nostra stima del valore contabile della società per il 2018 è pari a € 4,60 per azione e che il costo di sostituzione delle attività è sostanzialmente più elevato.

Aspetti societari

Quotazione in Borsa

Neodecortech è stata ammessa all'AIM Italia nel settembre 2017. L'obiettivo è quello di una quotazione piena entro la primavera del 2020. L'attività nasce da diverse società controllate dal Gruppo Valentini, che detiene una partecipazione del 72%. Il resto del capitale sociale è in mano a investitori esterni.

Poiché la società non esisteva nella sua configurazione attuale prima dell'estate 2017, i dati 2017 e 2016 sono presentati su base proforma, come se la società fosse quotata in Borsa dall'inizio del 2016.

Consiglio di Amministrazione

Alberto Francois - Presidente Non Esecutivo

Laureato in economia e commercio presso l'Università degli Studi di Bologna, ha successivamente conseguito l'abilitazione all'esercizio della professione di dottore commercialista, ed è iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e dei Revisori Contabili. Ha iniziato la sua carriera professionale nel 1993 in veste di consulente in materia tributaria e societaria. Dal 1996 fino al 2006 ha collaborato nella divisione audit di Ernst & Young, ricoprendo ruoli di crescente responsabilità. Dal 2015 è CFO di Finanziaria Valentini S.p.A., oltre ad essere responsabile del coordinamento delle divisioni information technology e risorse umane di alcune controllate del Gruppo Valentini. In precedenza, ha ricoperto la carica di Direttore Finanziario presso importanti gruppi imprenditoriali nazionali ed internazionali.

Luigi Cologni - Amministratore Delegato

Laureato in economia e commercio presso l'Università degli Studi di Bergamo nel 1987, nel 1990 ha conseguito un MBA presso l'Università Commerciale Bocconi di Milano. Dopo aver ricoperto diversi incarichi presso le filiali di Banca Agricola Milanese e Credito Bergamasco, è stato Amministratore Delegato e Direttore Generale di Nicolini Cucine S.p.A. ed Ernestomeda S.p.A. da gennaio 1991 a marzo 1997. Da aprile 1997 ad agosto 2005, è stato Direttore Generale della divisione cucine di Poliform S.p.A..

Massimo Giorgilli - Amministratore Esecutivo

Laureato in giurisprudenza presso l'Università la Sapienza di Roma nel 1996, nel 1998 ha conseguito un MBA presso l'Università LUISS di Roma. Dopo una breve esperienza presso uno studio legale, ha successivamente fondato con successo una società di consulenza. Nel 2002, ha iniziato la propria attività nell'industria della produzione della carta, occupandosi del controllo di gestione. È stato Consigliere della Banca di Credito Cooperativo di Fiuggi dal 2006 al 2009 e Presidente del Consorzio Fil.Cart dal 2009 al 2014. È entrato nel Gruppo nel 2003 in veste di CFO di Cartiere di Guarcino S.p.A. ("CDG"), diventandone successivamente Amministratore Esecutivo. È Amministratore Delegato di CDG, Amministratore Unico di Bio Energia Guarcino S.r.l. e Presidente del settore carta grafica e stampata di Unindustria Roma-Frosinone-Latina-Rieti-Viterbo.

Cristina Valentini - Vice Presidente Non Esecutivo

Ha conseguito il diploma di ragioniere e perito commerciale nel 1987. Dal 1987, presta la propria attività presso Industrie Valentini S.p.A., ricoprendo incarichi di

crescente responsabilità. È stata responsabile del settore sviluppo prodotti presso Industrie Valentini S.p.A., dando inizio al processo che successivamente avrebbe portato ad una rilevante diversificazione sia di prodotto che di mercato. Attualmente è Vice Presidente di Industrie Valentini S.p.A. e membro del Comitato Strategico e Direttivo della stessa. È membro del Consiglio di Amministrazione di Valfina S.p.A. e di Finanziaria Valentini S.p.A..

Livia Amidani Aliberti - Amministratore Non Esecutivo

Laureata in economia e commercio presso l'Università LUISS di Roma, ha successivamente conseguito un Post Graduate Diploma presso l'FT-Pearson nel Regno Unito. È iscritta all'Albo dei Dottori Commercialisti di Roma e membro del Comitato Scientifico di NedCommunity. È autrice di numerose pubblicazioni e studi nel campo della diversità di genere e della direzione aziendale. È consigliere indipendente di Venture Group S.p.A., Sindaco Effettivo di Recordati S.p.A., amministratore non esecutivo di Amnesty International Charitable Trust UK (Company Limited by Guarantee) e consigliere di Quantyx Ltd..

Andrea Soprani - Amministratore Non Esecutivo

Laureato in economia e commercio presso l'Università degli Studi di Bologna, dal 1986 al 2002 ha lavorato presso PricewaterhouseCoopers S.p.A., ricoprendo diversi incarichi tra i quali quello di responsabile della formazione interna, della selezione del personale, della corporate finance e dei transaction service. Dal 2003 svolge l'attività professionale di dottore commercialista, nonché di consulente aziendale con specializzazione nelle aree di amministrazione, finanza e controllo. È membro della Commissione dei Dottori Commercialisti sui Principi Contabili Internazionali, nonché pubblicista e relatore in materie di revisione legale, bilancio, principi contabili italiani e internazionali, controllo di gestione direzionale.

Franco Megali - Consigliere

Laureato in ingegneria meccanica presso l'Università degli Studi di Brescia nel 1984, ha conseguito un MBA presso l'Università Commerciale Bocconi di Milano nel 1990. Nel 1991 ha iniziato la propria attività professionale in EDS Italia S.p.A., ricoprendo diverse posizioni, tra le quali quella di Account Executive e Direttore Vendite. Nel 2007, dopo una serie di passaggi di proprietà, la società viene acquisita da Siemens, dove Megali ricopre la carica di CEO e VP Managing Director Italia e MEA. È inoltre Amministratore Esecutivo e Amministratore Delegato di Siemens Industry Software S.r.l..

Rischi

Oltre ai normali rischi commerciali, i quattro rischi chiave che osserviamo per Neodecortech sono il ciclo economico, 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 Neodecortech è ben strutturato e, a nostro avviso, non dovrebbero esserci problemi nel caso 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, in caso di aumento sostenuto dei prezzi, i prodotti Neodecortech 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 Neodecortech devono rammentare di essere azionisti di minoranza; la famiglia Valentini controlla il 72% del capitale azionario.

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.

