

RACCOMANDAZIONE
BUY (da BUY)

Target Price
3 € (da 2,94 €)

Grifal

Settore: Packaging
Codice negoziazione Bloomberg: GRAL IM
Mercato AIM
Prezzo al 14/10/2020
2,2 €
Capitalizzazione di Borsa:
23.214.290 €
Numero di azioni:
10.521.449^
Patrimonio netto 30.06.2020:
9.666.536 €
^^Outstanding warrants (1:1):
1.059.218

^Al netto delle azioni proprie - ^^Vedi pag. 9

**Data ed ora
di produzione:**
15.10.2020 ore 9:00
**Data ed ora
di prima diffusione:**
15.10.2020 ore 9:45
**Ufficio Ricerca
ed Analisi**
Gian Franco Traverso Guicciardi (AIAF)

Tel. +39 0669933.440

Tatjana Eifrig

Tel. +39 0669933.413

Stefania Vergati

Tel. +39 0669933.228

E-mail: ufficio.studi@finnat.it

- Grifal Spa è un'azienda tecnologica e PMI innovativa che progetta, produce e commercializza, nel mercato del packaging industriale, imballaggi innovativi, performanti ed eco-compatibili.
- La Società punta all'introduzione sul mercato di una nuova ed innovativa tipologia di cartone ondulato, denominato "cArtù", che possa rappresentare un nuovo ed innovativo standard industriale per le soluzioni di packaging. La strategia aziendale prevede di portare cArtù, ora al 15% del fatturato – il 64% deriva ancora dal prodotto Mondaplen- almeno al 50% di incidenza al 2023.
- La contrazione della produzione industriale, soprattutto nel corso del secondo trimestre (-26% medio rispetto al 2019), a causa della pandemia ancora in atto, ha determinato, per Grifal, al 30 giugno 2020, un ridimensionamento dei ricavi di vendita del 20,5% rispetto al corrispondente periodo 2019; il margine operativo lordo (Ebitda) si è contratto dell'85% mentre il risultato operativo netto (Ebit) è emerso in perdita per € 705 migliaia da profitti operativi per € 700 migliaia al 30.06.2019. Il risultato netto ha registrato anch'esso una perdita pari a € 600 migliaia da un utile di pari entità al 30.06.2019.
- Manteniamo però immutate le aspettative di crescita del fatturato per il triennio 2021/2023 (al 25% annuo), con un margine lordo (Ebitda) in grado di crescere, nel periodo 2019/2023, ad un tasso medio annuo del 31,2% ed un reddito operativo (Ebit) in aumento medio annuo atteso del 66,5%.
- Manteniamo una raccomandazione di acquisto sul titolo con TP alzato dal precedente € 2,94 all'attuale € 3.

**Anno al 31/12
(k €)**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Ricavi di Vendita	17361	18637	16400	20500	25625	32030
EBITDA	2209	2480	1487	2676	4988	7340
EBIT	743	682	-413	676	2888	5240
Utile Netto	386	503	-401	367	2004	3745
Cash - flow	1852	2301	1499	2367	4104	5845
Equity	7501	10261	9860	10226	12230	15974
Pfn	-5356	-4419	-5380	-6251	-5211	-2380
Roe	5,1	4,9	-	3,6	16,4	23,4

Fonte: Grifal; Stime: Banca Finnat

Attività & Strategie

Grifal Spa è una società attiva (dal 1969) nella progettazione, produzione e commercializzazione di soluzioni di imballaggio industriale "personalizzate", innovative ed eco-compatibili. Opera prevalentemente in Italia (75% del fatturato al 30.06.2020) attraverso il proprio stabilimento di Cologno al Serio (BG) ed offre soluzioni di imballo, per la protezione ed il riempimento, a base di polietilene espanso ondulato e cartone ondulato.

Grazie ai costanti investimenti in r&d, dedicati sia ai prodotti che ai processi produttivi, brevettati e realizzati "in house", Grifal ha arricchito, negli anni, la propria offerta con prodotti innovativi tra i quali il "Mondaplen" ed il "cArtù". La società si occupa anche della progettazione delle macchine per l'ondulazione necessarie alla realizzazione dei suoi prodotti di punta: "Mondaplen", ovvero un foglio ondulato di polietilene espanso abbinato ad uno o a due fogli piani e "cArtù", una nuova tipologia di cartone ondulato in grado di sostituire le plastiche espanso ancora molto utilizzate per la realizzazione degli imballi.

Grifal era presente anche in Germania (dal 2017) attraverso una partnership strategica e produttiva con "Jiffy Packaging" (acquisita nel giugno 2019 dalla belga Abriso, attiva nei settori dell'isolamento, nel packaging e nei materiali per imballaggio) la quale, attraverso l'utilizzo di macchinari in comodato d'uso da "Grifal", si occupava, quale terzista di produzione, della trasformazione della materia prima (polietilene espanso) in "Mondaplen" e sua successiva distribuzione diretta ai clienti finali di Grifal. Con l'acquisizione di Jiffy Packaging da parte di Abriso, lo stabilimento sede della produzione di Mondaplen per Grifal in Germania è stato rilocato presso l'azienda Abriso-Prvni-Obalova (Repubblica Ceca) che non solo continuerà a produrre Mondaplen a supporto delle vendite di Grifal in Germania ma estenderà ora le vendite di soluzioni d' imballo a base Mondaplen anche in Repubblica Ceca e Slovacchia.

Nel luglio 2018 è stata costituita, sempre in Germania, Grifal GmbH, società partecipata al 100% da Grifal SpA, con l'obiettivo di presidiare, in modo più incisivo, il principale mercato del packaging a livello europeo e tra quelli potenzialmente più interessati all'introduzione di una soluzione di imballo ecocompatibile quale è il cArtù. La società intende così sviluppare, dal 2020, il business in Germania attraverso il potenziamento della propria struttura tecnico-commerciale sul territorio e l'individuazione di partners locali. Nei primi mesi dell'anno si è poi completata la costituzione, in Romania, di Grifal Europe Srl con la quale si intende presidiare il principale mercato europeo di sbocco per Grifal e uno di quelli dove sono state delocalizzate le attività produttive di molti gruppi multinazionali.

L'operazione di apertura del sito produttivo è in fase di avanzata implementazione; sono stati individuati l'area di insediamento mentre è in fase di completamento la linea di produzione dedicata al progetto il cui avvio potrebbe concretizzarsi ad inizio 2021.

Nel corso del 2018 la società ha inoltre acquisito una partecipazione del 15% in Buxkin BV, società di diritto olandese (attiva nel settore della correzione acustica degli ambienti) che commercializza materiali riciclati ed ecocompatibili di grande impatto estetico grazie alle pannellature in feltro riciclato ondulato prodotte da Grifal con la tecnologia "Mondaplen".

Le produzioni di materiali ondulati per settori non packaging rappresentano un'altra grande opportunità di sviluppo. Grifal ha aperto, in questi mesi, una struttura dedicata dove sono già attivi due ondulatori per materiali fonoassorbenti e filtranti ed un terzo ondulatore andrà a completare, a breve, la linea di trasformazione.

L'elevato know how, i brevetti e la creazione di una linea di prodotti esclusivi, rende "non replicabili" le soluzioni d'imballo ideate da Grifal. In questo modo la società riesce a tutelare la proprietà intellettuale e a competere su fattori diversi dal prezzo. Grifal dispone, inoltre, al suo interno, anche di un Laboratorio Prove Certificato ISTA dove viene testata l'efficacia protettiva delle soluzioni d'imballo progettate attraverso 29 protocolli di prova specifici e molto rigorosi. Vengono così effettuate prove di caduta, vibrazione, compressione e prove climatiche secondo gli standard ISTA. L'obiettivo è verificare che l'imballo proposto soddisfi i requisiti di sicurezza richiesti sia dalle normative vigenti che dagli stessi clienti, stabilendone così l'effettiva conformità ed affidabilità. Il Laboratorio è così in grado di offrire ai clienti test delle soluzioni di imballo secondo specifici protocolli, con la produzione di un report finale e, ove richiesto, con l'emissione del relativo Certificato ISTA.

I principali prodotti commercializzati:

MONDAPLEN:



il prodotto di punta di Grifal dal 2003 (il 64% del fatturato ancora al 30.06.2020). Trattasi di un innovativo prodotto di imballaggio, per la protezione ed il riempimento, con numerosi ambiti di applicazione ed un'alta adattabilità alle diverse esigenze. Si compone di un foglio ondulato di polietilene espanso, abbinato ad uno o a due fogli piani, ottenuto attraverso un processo di laminazione proprietario brevettato che prevede l'utilizzo di propri macchinari di ondulazione. Nel luglio 2019 è stata ufficializzata, dall'Ufficio Brevetti USA, la concessione del brevetto sulla tecnologia Mondaplen nella versione 2.0. Tale prodotto possiede elevate capacità ammortizzanti, a fronte di un minor impiego di materia prima, ampia avvolgibilità ed adattabilità alle caratteristiche dell'imballo, con conseguente capacità di protezione di prodotti molto diversi tra loro. Tale prodotto viene commercializzato come prodotto per l'imballaggio in bobine o lastre (eventualmente pre-tagliato/pre-formato) o utilizzato con altri materiali (es. cArtù) nella progettazione di soluzioni di packaging personalizzate.

cArtù:

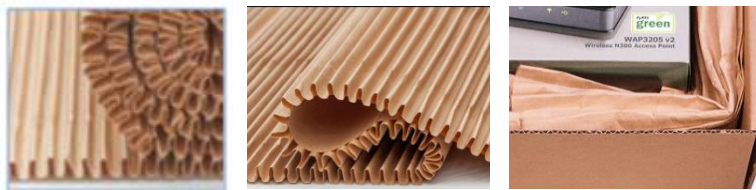


nuova tipologia di cartone ondulato (la cui incidenza sui ricavi di vendita ha ora raggiunto il 15% al 30.06.2020), dalle caratteristiche innovative, realizzato tramite un sistema produttivo proprietario brevettato in Italia nel 2016 e sul quale la società ha recentemente ottenuto il riconoscimento brevettuale anche da parte dell'Ufficio Brevetti europeo. Rappresenta l'alternativa ecocompatibile al polistirolo, al poliuretano espanso ed alle altre plastiche utilizzate nell'imballaggio di protezione grazie alle sue onde alte da 7 a 20 mm che permettono un'efficace azione ammortizzante. Il sistema genera il 50% di ondulazione in più rispetto al tradizionale cartone ondulato (il processo produttivo sostituisce l'onda sinusoidale del cartone tradizionale con una sequenza di archi di parabola) ed il prodotto risulta essere quindi molto più resistente alla compressione pur mantenendo un peso ed un consumo di carta limitati (un metro cubo di cArtù può arrivare a pesare circa 1/4 rispetto al comune cartone tradizionale in base alla tipologia di carta ed alla dimensione dell'onda). Il prodotto, realizzato con carta riciclata di alta qualità, garantisce una protezione superiore e le sue alte proprietà ammortizzanti, unite ad una elevata flessibilità, consentono di sostituire, con un prodotto al 100% in carta, i materiali di protezione a base plastica come il polistirolo espanso o le schiume di poliuretano e di polietilene.

A questo consumo ridotto di materia prima corrisponde una riduzione fino ad un quarto della produzione di CO₂. Il prodotto risulta quindi totalmente ecosostenibile, essendo riciclabile al 100% e facilmente compattabile, potendo essere smaltito nella normale raccolta urbana differenziata. E' possibile realizzare cArtù utilizzando carte di qualsiasi grammatura e qualità, con una gamma di varianti praticamente infinita. E' possibile persino utilizzare materiali diversi accoppiati alla carta come l'alluminio, il feltro riciclato, i tessuti e vari tipi di film. Questa grande varietà consente di ottenere performance tecniche particolari che ampliano i campi applicativi di cArtù. Questo risulta disponibile in diversi formati: pannelli rigidi, flessibili ed avvolgibili, fogli ammortizzanti ed avvolgibili, sistemi ammortizzanti, supporti super bloccanti, scatole ammortizzanti, vassoi impilabili, cofanetti ammortizzanti, imballi per spedizioni di bottiglie ed imballi di presentazione. In merito a quest'ultima gamma di prodotto, la società sta introducendo anche un cArtù a basso spessore, di più facile lavorabilità, al fine di soddisfare una maggiore domanda da parte di produttori di scatole. Grifal sta introducendo in modo capillare cArtù sul mercato e negli ultimi 12/15 mesi sono stati lanciati 300 nuovi progetti di imballi di cui il 90% a base cArtù.

E' stata inoltre attivata una nuova linea di produzione di cArtù basata su di una innovazione di processo che dovrebbe consentire di triplicare la velocità di produzione e di ridurre almeno di un terzo il costo delle materie prime impiegate. Grande interesse per il prodotto è già riscontrabile da parte dei grandi utilizzatori di imballi, in particolare quale sostituto del polistirolo nel settore degli elettrodomestici "bianchi". Il miglioramento dell'efficienza nella produzione consentirà di proporre i prodotti a base cArtù non solo quali soluzioni di imballo per gli utilizzatori finali ma anche quale *commodity* per i produttori di scatole, ampliando il mercato potenziale.

cushionPaper:



Rappresenta l'alternativa ecologica al "film a bolle" per imballi a protezione di oggetti delicati. Prodotto composto da uno strato liscio di carta abbinato ad un altro strato ondulato reso tale grazie alla tecnologia proprietaria brevettata di ondulazione.

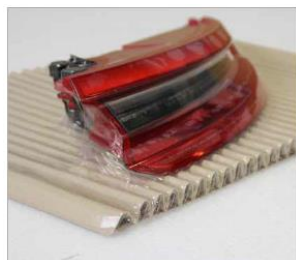
Grazie alla superficie flessibile in carta ondulata, il prodotto avvolge efficacemente qualsiasi oggetto e permette di riempire rapidamente ed efficacemente i diversi formati di un contenitore. E' un materiale ammortizzante, protettivo contro le vibrazioni derivanti dal trasporto, nonché pratico e pronto all'uso (il materiale ha un prestrappo ogni 39 cm.). E' sufficiente prendere la quantità di materiale necessaria e utilizzarla per avvolgere il prodotto da imballare. Risulta ampiamente eco-friendly, in quanto realizzato con carta al 100% riciclata ed è completamente riciclabile ed ecocompatibile. Sostituisce, nella maniera più semplice ed immediata, quei prodotti in plastica che sono dannosi per l'ambiente quali il film a bolle ed il polistirolo. Per la commercializzazione del prodotto sono stati individuati 20 distributori in Italia e 4 esteri.



InspiroPack System:



Sistema di packaging brevettato che viene commercializzato fornendo, oltre al materiale "consumabile" necessario, anche le macchine di imballaggio (in comodato d'uso). Il sistema si fonda sulla creazione del vuoto per l'ottenimento di un effetto bloccante degli oggetti tramite l'impiego di un supporto realizzato in Mondaplen, cArtù o cushion Paper e l'utilizzo di un film plastico. L'utilizzo dei materiali ondulati di Grifal agevola la creazione del vuoto e al contempo protegge efficacemente gli oggetti da urti e vibrazioni. Il film trasparente, opportunamente riscaldato, aderisce ai prodotti impedendone lo spostamento durante la movimentazione. InspiroPack System crea imballi che offrono una visibilità completa del prodotto e quindi la possibilità di verificarne in modo immediato l'integrità al momento della consegna. Consente, inoltre, una migliore conservazione del prodotto, una maggiore adattabilità e flessibilità nel processo di packaging, nonché una più efficiente gestione del magazzino. Recentemente è stato registrato un nuovo brevetto che consente di ottenere una maggiore automazione dell'intero processo produttivo di questo particolare sistema di imballo il quale sta registrando un grande interesse.





Grifal produce, inoltre:

- a) scatole in cartone ondulato.
- b) inserti e cuscini fustellati, saldati e stampati in espanso di polietilene (PE), polipropilene (PP) e poliuretano espanso (PU).
- c) soluzioni ESD e VCI di imballo che includono cartone conduttivo ed interni ammortizzanti in materiali statico dissipativi/conduktiv/shielding.
- d) sistemi di "imballo di contenimento" dove il prodotto viene fissato da un foglio di film elastico a un supporto in cartone ondulato.
- e) sistemi di "imballo di sospensione" dove il prodotto "galleggia" e resta in posizione, bloccato fra due film elastici, all'interno di una cornice di cartone ondulato.
- f) kit di imballo completi che integrano cartone, legno, polietilene espanso, poliuretano espanso e sistemi di imballo a sospensione. I kit di imballo completi sono studiati su misura per soddisfare le più stringenti necessità protettive richieste dal cliente.
- g) prodotti *standard* in Mondaplen, commercializzati per una clientela retail attraverso il market place Amazon (in Italia, Regno Unito, Germania, Francia e Spagna) e costituiti da protezioni per auto da applicare alle pareti del garage, mobili da interno o esterno, scatole protettive, tappetini da ginnastica, materiale fonoassorbente per studi di registrazione, protezioni sportive.

Da marzo 2019 Grifal figura nell'"Amazon Packaging Support and Supplier Network" (APASS), una lista di aziende alle quali i fornitori di Amazon devono rivolgersi qualora intendano vendere i propri prodotti tramite il market place Amazon. La società vede in tal modo rafforzato il proprio posizionamento competitivo in merito alle proprie competenze nella progettazione, fornitura e certificazione degli imballaggi per l'e-commerce.

In tema di imballaggi, Grifal ha recentemente ottenuto la certificazione FSC per i prodotti di origine forestale. La certificazione FSC (Forest Stewardship Council), riconosciuta a livello internazionale, garantisce che la carta utilizzata dall'azienda per i propri prodotti provenga da foreste gestite in modo sostenibile e responsabile.

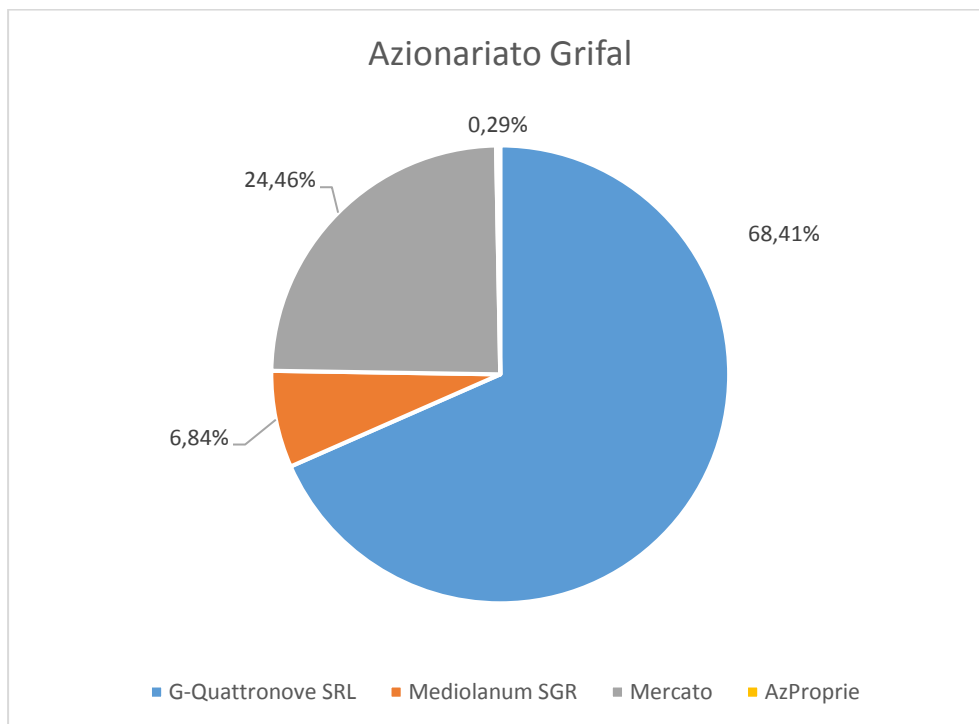
Il "Parco Clienti" di Grifal (circa 550) comprende aziende del settore Elettronico per il 26% del fatturato (tra le quali Philips, Flextronics, Fimi, SIAE), Elettromeccanico per il 25% (tra le quali Evoca, ABB, La Cimbali, De Longhi, Ceia, Profitec), Arredamento per una quota del 14% (tra le quali Elleci, Plados, Fiamma, Galassia, Electrolux, Quinflex, B&B, Thun, Bassocontinuo, Whirlpool, Schweitzer), Automotive per l'8% (tra le quali Brembo, Automotive Lighting, MTA, FCA, Marelli), Medicale per circa il 4% (tra le quali Bellco, Inpeco, W&H Sterilization, Cefla).

I primi dieci clienti rappresentano il 44% del fatturato; i primi cinquanta il 78%; i primi cento clienti generano il 90% dei ricavi di vendita totali.

In un mercato altamente competitivo quale quello del packaging, si può emergere solo con l'innovazione di prodotto. La strategia della società prevede quindi l'affermazione del "cArtù" quale nuovo standard di imballaggio eco-compatibile. Questo obiettivo dovrebbe essere raggiunto anche attraverso l'apertura, in Italia ed all'estero, di centri integrati di produzione e distribuzione di imballaggi in cArtù da localizzarsi in prossimità di centri logistici destinati ad essere direttamente delegati, dai distributori stessi, alla fornitura alla clientela finale in un'ottica "just in time". A latere, la società intende realizzare anche un network capillare di concessionari i quali siano in grado di realizzare, presso i propri siti produttivi, reparti dedicati alla produzione di fogli di cArtù che il concessionario stesso, tipicamente un'azienda già attiva nella produzione di imballaggi in cartone ondulato, provvederà poi a trasformare in imballaggi per i propri clienti. Sono stati già sottoscritti quattro accordi di concessione, con altrettante aziende attive nella produzione di imballaggi in cartone ondulato, per la produzione delocalizzata di imballaggi in cArtù. I concessionari attivati presiederanno le provincie di Cremona, Lodi, Pavia, Verona, Pesaro/Urbino e Siena. Si intende inoltre fornire i materiali ondulati di cArtù anche ad una pletera di produttori di scatole verso i quali si intende promuovere la recente innovazione di processo nella produzione del cArtù che consente una maggiore flessibilità produttiva ed un minor costo di produzione.

L'avvio della produzione di cArtù con la nuova tecnologia di giuntatura permetterà, grazie al notevole efficientamento, di affrontare anche il mercato "commodities". Per questo mercato è stata approntata una linea di prodotti dedicata a marchio "cushionPaper" ed un sistema di consegna espressa a servizio dei distributori di materiali di imballaggio e dei loro clienti. Sono state inoltre affidate ad un'azienda terzista due linee di produzione per la realizzazione di mondaplen e materiali fonoassorbenti.

Azionariato & Outstanding Warrants



Fonte: Grifal

La società è quotata sul mercato AIM di Borsa Italiana dal 1/06/2018 ad un prezzo di collocamento di € 2,6.

Il capitale sociale, suddiviso in n. 10.551.949 azioni, è detenuto per il 68,41% da G-Quattronove S.r.l. (Famiglia Gritti); il 6,84% fa capo a Mediolanum Gestione Fondi SGR mentre il flottante sul mercato è pari al 24,46%. Le azioni proprie direttamente detenute da Grifal sono in n. 30.500, pari allo 0,29% del capitale sociale.

Il numero di warrants attualmente sul mercato (Warrants Grifal 2018-2021) è pari a n° 1.059.218 e ne è previsto un loro eventuale esercizio, nel rapporto 1:1, durante un residuo periodo temporale tra il 1 giugno 2021 ed il 15 giugno 2021 ad un prezzo di esercizio di € 3,46.

Sono inoltre a disposizione del Consiglio di Amministrazione, per essere assegnati gratuitamente a dipendenti e/o amministratori della società e delle società controllate, in esecuzione della delibera dell'Assemblea dei soci del 26 marzo 2018, ulteriori n° 134.000 warrants.

ESG Highlights: *Environmental, Social, Governance*

Le informazioni di carattere non finanziario relative alle imprese e, in particolare, quelle relative alle tematiche Environmental, Social e Governance (ESG) sono oggetto di crescente attenzione da parte degli investitori [istituzionali] nell'ambito dei propri processi di investimento. Queste informazioni sono maggiormente accessibili al mercato con riferimento alle società a grande capitalizzazione, anche grazie a valutazioni o certificazioni da parte di agenzie specializzate rispetto a quanto non lo siano per le Small e Micro Cap.

Banca Finnat ha ritenuto di adoperarsi affinché, nelle proprie Equity Company Note, si dia conto delle politiche e delle azioni adottate dalle società quotate oggetto di Analyst Coverage in materia di sostenibilità ambientale, responsabilità sociale e governance (tematiche ESG), esponendo queste informazioni unitariamente in un'apposita sezione. Le informazioni sono state riportate nei riquadri sottostanti così come fornite dalla Società, nell'ambito degli incontri e dei colloqui con gli analisti della Banca propedeutici al rilascio della Equity Company Note, anche sulla base di un apposito questionario elaborato dell'Ufficio Studi della Banca.

ESG

- L'orientamento di Grifal all'ecosostenibilità è testimoniato dalla ricerca delle materie prime (cArtù viene prodotto a base carta e riciclabile), dalla struttura monomaterica (riciclo più semplice) e dal minor impiego di materiale grazie ai processi produttivi, brevettati, di ondulazione.
- E' stata ottenuta la certificazione ISO 14001 del Sistema di Gestione Ambientale per la protezione dell'ambiente, la prevenzione dell'inquinamento, la riduzione dei rifiuti, del consumo di energia e materiali.
- E' stata ottenuta la certificazione FSC, riconosciuta a livello internazionale, che garantisce che la materia prima legnosa per carta e prodotti in legno, utilizzati da Grifal per i propri prodotti, derivino da foreste gestite in modo sostenibile e responsabile.
- La produzione di cArtù genera il 74% in meno di emissioni CO2 ed il 93% dei prodotti Grifal è riciclabile.
- La produzione Grifal si contraddistingue per la presenza ridotta di rifiuti pericolosi: solo gli olii esausti rientrano in questa categoria.
- Gli scarti del polietilene espanso vengono separati per colore e reimmessi come sottoprodotto nella filiera produttiva o come materia prima secondaria per produzione di sacchi per l'immondizia.
- Tutti i rifiuti vengono raccolti e smaltiti in un'ottica di recupero degli stessi.
- Il ciclo di vita degli imballi riduce al minimo l'impatto ambientale con materie prime al 100% riciclabili.
- Viene effettuata, periodicamente, da un consulente esterno, la valutazione della sicurezza elettrica e meccanica di tutte le macchine di produzione.
- Viene costantemente perseguita, nei processi produttivi, la riduzione degli scarti e dei consumi di energia.
- Grifal è autorizzata all'uso del marchio FITOK che certifica l'avvenuto trattamento fitosanitario applicato ai suoi materiali da imballaggio; questo si esegui sugli imballaggi in legno ed è necessario per limitare il rischio di infestazioni da organismi nocivi trasmessi attraverso il materiale da imballaggio usato negli scambi commerciali.
- Per realizzare i propri prodotti Grifal impiega carta, polietilene, legno, vernici, adesivo solido e colla vinilica; nessuna delle materie utilizzate è classificata, sulla base della normativa vigente, come pericolosa.

ESG

- L'azienda consente l'utilizzo dei premi di produzione nell'ambito di un progetto di welfare aziendale.
- Il 95% dei dipendenti è assunta con contratti a tempo indeterminato.
- E' previsto un percorso di formazione del personale su diversi ambiti: miglioramento della sicurezza e della consapevolezza in tema sicurezza; aggiornamento professionale e miglioramento delle soft skills.
- La società sostiene le iniziative del territorio organizzate da pro-loco, società sportive ed enti socio-culturali.

ESG

- Nei processi di selezione del personale non si applicano discriminazioni di genere.
- Tuttavia, tra le posizioni dirigenziali (3) non sono presenti donne; il Consiglio d'amministrazione ed il Collegio sindacale, invece, annoverano una donna ciascuno tra i loro componenti;

Fonte: informazioni tratte dal questionario ESG compilato dalla Società

La Società è in procinto di pubblicare il Bilancio di Sostenibilità 2019

Risultati al 30 giugno 2020

EUR (K)	1H 2019	1H 2020	VAR%	FY2019
Ricavi di Vendita	9750	7752	-20,5	18637
Valore della Produzione	11419	9357	-18,1	21764
Materie Prime	4353	3944		8259
%	38,1	42,1		37,9
^Rimanenze	(36)	(76)		-
Costi per servizi	2379	2293		4822
%	20,8	24,5		22,1
Beni di terzi	462	465		933
%	4	5		4,3
VALORE AGGIUNTO	4261	2731	-35,9	7750
%	37,3	29,2		35,6
Costo del lavoro	2723	2455	-9,9	5271
%	27,9	31,7		28,3
Oneri di gestione	22	51		
EBITDA	1516	226	-85	2480
%	15,5	2,9		13,3
Ammortamenti & Svalutazioni	817	931	14	1798
%	8,4	12		9,6
EBIT	699	-705		682
%	7,2			3,7
Oneri finanziari	99	87		185
UTILE ANTE IMPOSTE	600	-792		497
%	6,1			2,7
Imposte	45	(192)		(6)
Tax rate (%)	7,5			
RISULTATO NETTO	555	-600		503
%	5,7			2,7
Cash Flow	1372	331	-75,8	2301
%	14,1	4,3		12,3
PFN	-3932	-5176		-4419
Equity	10312	9666		10261
ROI	9,8	-		4,6
ROE	10,8	-		4,9

Fonte: Grifal

La pandemia da Covid-19 e l'emergenza sanitaria che ne è derivata ha provocato una significativa contrazione dei PIL e della produzione industriale (in Italia il prodotto interno lordo è sceso, nel corso del secondo trimestre 2020, del 18% in ragione d'anno e la produzione industriale ha registrato una contrazione media, nel trimestre, del 26%), generando ampia incertezza sulle prospettive future ed influenzando negativamente propensione al consumo ed investimenti. La caduta della produzione industriale affligge, automaticamente, il settore del packaging cui è strettamente legato. Al termine del primo semestre 2020 Grifal ha così registrato una caduta superiore al 20% dei suoi ricavi di vendita, passati da € 9,8 milioni al 30.06.2019 ad € 7,8 milioni al 30.06.2020. Il valore della produzione si è contratto, anch'esso, del 18,1%, subendo anche il venir meno del credito d'imposta per € 500 migliaia di cui avevano tratto beneficio i risultati economici 2019. La rilevante riduzione nel valore della produzione ha poi determinato un non indifferente rialzo dell'incidenza di tutti i costi operativi (materie prime, servizi e beni di terzi) che a loro volta hanno contribuito a determinare una caduta del 36% del valore aggiunto prodotto (da € 4,3 milioni al 30.06.2019 ad € 2,7 milioni al 30.06.2020). Il ricorso agli ammortizzatori sociali, per quanto sia stato possibile, circostanza che ha consentito di ridurre il costo del lavoro di circa il 10% rispetto al corrispondente periodo del precedente esercizio, non ha impedito alla società di subire, a consuntivo del primo semestre, una contrazione dell'85% del margine operativo lordo (Ebitda), passato da € 1,5 milioni al 30.06.2019 ad € 226 migliaia al 30.06.2020. Ammortamenti in crescita del 14%, a seguito dell'immutato impegno a perseverare con gli investimenti programmati, pur a fronte delle contingenze avverse, ha però contribuito a generare una perdita operativa (Ebit) di € 705 migliaia a fronte di un risultato operativo netto positivo per € 700 migliaia al 30.06.2019. In termini di risultato netto, questo ha beneficiato di imposte anticipate per € 192 migliaia ma ha chiuso il semestre con una perdita di € 600 migliaia a fronte di un utile di € 555 migliaia conseguito al termine del corrispondente periodo del 2019.

La posizione finanziaria netta si è appesantita, con un indebitamento netto pari a € 5,2 milioni (pur con una liquidità disponibile per € 4,4 milioni) da € 4,4 milioni di debito netto al 31.12.2019 ed € 3,9 milioni al 30.06.2019 mentre il patrimonio netto, a seguito della perdita semestrale, si è contratto ad € 9,7 milioni da € 10,3 milioni al 31.12.2019 e 30.06.2019.

Outlook 2020-2023

OLD ESTIMATES

EUR (K)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	CAGR 19/23
Ricavi di Vendita	17361	18637	16401	20501	25626	32031	14,5
Valore della Produzione	19627	21764	18901	22851	28276	34531	
Materie Prime	7871	8259	7277	8798	10745	13122	
%	40,1	37,9	38,5	38,5	38	38	
Costi per Servizi	4233	4822	4450	5117	5768	6561	
%	21,6	22,1	23,5	22,4	20,4	19	
Beni di terzi	905	933	965	937	1131	1381	
%	4,6	4,3	5,1	4,1	4	4	
VALORE AGGIUNTO	6618	7750	6209	7999	10632	13467	
%	33,7	35,6	32,9	35	37,6	39	
Costo del lavoro	4409	5271	4500	5125	5638	6406	
%	25,4	28,3	27,4	25	22	20	
EBITDA	2209	2480	1709	2874	4994	7061	29,9
%	12,7	13,3	10,4	14	19,5	22	
Ammortamenti & Svalutazioni	1466	1798	1980	1950	2000	2000	
%	8,4	9,6	12,1	9,5	7,8	6,2	
EBIT	743	682	-271	924	2994	5061	65
%	4,3	3,7	-	4,5	11,7	15,8	
Oneri finanziari	224	185	180	180	180	180	
%	1,3	1	1,1	0,9	0,7	0,6	
UTILE ANTE IMPOSTE	519	497	-451	744	2814	4881	
%	3	2,7	-	3,6	11	15,2	
Imposte	133	(6)	-	193	732	1269	
Tax rate (%)	25,7	-	-	26	26	26	
RISULTATO NETTO	386	503	-451	550	2082	3612	63,7
%	2,2	2,7	-	2,7	8,1	11,3	
Cash Flow	1852	2301	1529	2500	4082	5612	
%	10,7	12,3	9,3	12,2	15,9	17,5	
PFN	-5356	-4419	-4432	-4784	-3703	-911	
Equity	7501	10261	9810	10360	12443	16055	
CIN	12857	14680	14242	15144	16147	16966	
ROI	5,8	4,6	-	6,1	18,5	29,8	
ROE	5,1	4,9	-	5,3	16,7	22,5	
Capex	4621	2951	2363	2100	2300	2000	
NWC	4498	5133	4311	5064	5766	6585	

Fonte: Grifal; Stime: Banca Finnat

NEW ESTIMATES

EUR (K)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	CAGR 19/23
Ricavi di Vendita	17361	18637	16400	20500	25625	32030	14,5
Valore della Produzione	19627	21764	19150	22900	28275	34580	
Materie Prime	7871	8259	7660	8931	10603	12620	
%	40,1	37,9	40	39	37,5	36,5	
^Rimanenze			(150)				
Costi per Servizi	4233	4822	4596	5038	5796	6916	
%	21,6	22,1	24	22	20,5	20	
Beni di terzi	905	933	957	1030	1131	1383	
%	4,6	4,3	5	4,5	4	4	
VALORE AGGIUNTO	6618	7750	6087	7901	10745	13661	
%	33,7	35,6	31,8	34,5	38	39,5	
Costo del lavoro	4409	5271	4500	5125	5637	6201	
%	25,4	28,3	27,4	25	22	19,4	
Oneri di gestione			100	100	120	120	
EBITDA	2209	2480	1487	2676	4988	7340	31,2
%	12,7	13,3	9,1	13	19,5	22,9	
Ammortamenti & Svalutazioni	1466	1798	1900	2000	2100	2100	
%	8,4	9,6	11,6	9,8	8,2	6,6	
EBIT	743	682	-413	676	2888	5240	66,5
%	4,3	3,7	-	3,3	11,3	16,4	
Oneri finanziari	224	185	180	180	180	180	
UTILE ANTE IMPOSTE	519	497	-593	496	2708	5060	
%	3	2,7	-	2,4	10,6	15,8	
Imposte	133	(6)	(192)	129	704	1315	
Tax rate (%)	25,7	-	-	26	26	26	
RISULTATO NETTO	386	503	-401	367	2004	3745	65,2
%	2,2	2,7	-	1,8	7,8	11,7	
Cash Flow	1852	2301	1499	2367	4104	5845	
%	10,7	12,3	9,1	11,5	16	18,2	
PFN	-5356	-4419	-5380	-6251	-5211	-2380	
Equity	7501	10261	9860	10226	12230	15974	
CIN	12857	14680	15240	16478	17441	18354	
ROI	5,8	4,6	-	4,1	16,5	28,5	
ROE	5,1	4,9	-	3,6	16,4	23,4	
Capex	4621	2951	3000	2500	2500	2500	
NWC	4498	5133	4592	5330	5894	6406	

Fonte: Grifal; Stime: Banca Finnat

La Società mantiene saldo l'obiettivo di affermare i propri prodotti come nuovi standard di imballaggio e gli ordinativi si stanno riportando, progressivamente, a meno di improvvisi nuovi lockdown produttivi al momento non facilmente ipotizzabili, in linea con l'anno precedente; il terzo trimestre dovrebbe aver chiuso nuovamente in crescita, con il mese di settembre, nello specifico, in miglioramento di circa il 15% rispetto al corrispondente mese del 2019 (con una crescita concentrata sui prodotti ecocompatibili quali cartù e cushion Paper). Per la fine dell'esercizio in corso stimiamo, oramai, una contrazione inevitabile dei ricavi netti di vendita di almeno il 12%, in linea con quanto già in precedenza ipotizzato ma per il successivo triennio 2021/2023, alla luce delle potenzialità di affermazione delle produzioni Grifal e soprattutto del suo cartone ondulato cArtù, manteniamo immutate le previsioni di incremento annuo dei ricavi a circa il 25%. Il fatturato 2020 dovrebbe quindi attestarsi ad € 16,4 milioni, giungere a € 20,5 milioni a fine 2021 e ad € 32 milioni a fine 2023, per un tasso medio annuo di crescita, sul periodo 2019/2023, stimato al 14,5%. In termini di margine operativo lordo (Ebitda) il tasso di crescita medio annuo (2019/2023) lo stimiamo al 31,2%, per un valore pari ad € 1,5 milioni attesi per fine 2020 e ad € 7,3 milioni al 2023. La redditività sul fatturato la stimiamo in crescita dal 9,1% (2020) al 22,9% (2023).

In merito al risultato operativo netto (Ebit), stimiamo che la società possa presentare, a consuntivo 2020, una perdita operativa pari a € 413 migliaia ma in grado di poter registrare, per fine 2023, profitti operativi pari ad € 5,2 milioni, con un tasso medio annuo di crescita sul periodo 2019/2023 del 66,5% ed una redditività (ROS) in aumento dal 3,7% del 2019 al 16,4% previsto a fine periodo (2023).

L'esercizio 2020 dovrebbe chiudersi con una perdita pari ad € 401 migliaia mentre al 2023 l'utile dovrebbe riuscire ad attestarsi ad € 3,7 milioni, per un tasso medio annuo di crescita 2019/2023 del 65,2% ed un net margin dal 2,7% del 2019 all' 11,7% a fine periodo previsionale.

L'indebitamento netto lo stimiamo ad € 5,4 milioni a consuntivo 2020, da € 4,4 milioni al 31.12.2019 mentre il patrimonio netto dovrebbe portarsi da € 9,9 milioni a fine 2020 ad € 16 milioni a fine 2023.

Valuation

A fini valutativi abbiamo utilizzato la metodologia del Discounted Cash Flow con previsione esplicita dei flussi di cassa generati nel periodo 2020/2023.

Il tasso di crescita perpetua è stato mantenuto all'1,5% ed il WACC è stato determinato all'8,3% (dal precedente 8,44%) con un Free Risk Rate all'1,2% (precedente 1,5%), un Coefficiente Beta pari a 0,87 (fonte: Bloomberg) dal precedente 0,77 ed un Market Risk Premium immutato all'11,25%. Si è tenuto conto di una struttura patrimoniale debt/equity pari a 0,3/0,7.

Otteniamo un Enterprise Value pari a 36,6 milioni di euro ed un Valore ad Equity pari a 3 euro/azione. La nostra raccomandazione sul titolo permane di acquisto.

Cash Flow Model (K €)

	2020E	2021E	2022E	2023E
EBIT	-413	676	2.888	5.240
Imposte	0	129	704	1.315
NOPAT	-413	547	2.184	3.925
D&A	1.900	2.000	2100	2100
Capex	3000	2500	2500	2500
CNWC	-541	738	564	512
FOCF	-972	-691	1220	3013

Stime: Banca Finnat

DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	1,5
WACC (%)	8,3
Discounted Terminal Value	34.856
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	1.773
Enterprise Value	36.629
Net financial position as of 30/06/2020	-5.176
Equity Value	31.453
Nr. Azioni (k)	10.521
Value per share	3,00

Stime: Banca Finnat

WACC Calculation (%)

Risk free rate	1,2
Market risk premium	11,25
Beta (x)	0,87
Cost of Equity	10,99
Equity/(Debt+Equity)	0,70
Gross cost of debt	2,84
Tax rate	26
Net cost of debt	2,1
Debt/(Debt+Equity)	0,3
WACC	8,3

Stime: Banca Finnat



INCOME STATEMENT (Eur k)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Ricavi di Vendita	17361	18637	16400	20500	25625	32030
Valore della Produzione	19627	21764	19150	22900	28275	34580
Materie Prime	7871	8259	7660	8931	10603	12620
^Rimanenze			(150)			
Costi per Servizi	4233	4822	4596	5038	5796	6916
Beni di terzi	905	933	957	1030	1131	1383
Valore Aggiunto	6618	7750	6087	7901	10745	13661
Costo del lavoro	4409	5271	4500	5125	5637	6201
Oneri di gestione			100	100	120	120
EBITDA	2209	2480	1487	2676	4988	7340
Ammortamenti & Svalutazioni	1466	1798	1900	2000	2100	2100
EBIT	743	682	-413	676	2888	5240
Oneri finanziari	224	185	180	180	180	180
UTILE ANTE IMPOSTE	519	497	-593	496	2708	5060
Imposte	133	(6)	(192)	129	704	1315
Tax-rate (%)	25,7	-	-	26	26	26
RISULTATO NETTO	386	503	-401	367	2004	3745
Cash Flow	1852	2301	1499	2367	4104	5845
BALANCE SHEET (Eur k)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Patrimonio Netto	7501	10261	9860	10226	12230	15974
PFN	-5356	-4419	-5380	-6251	-5211	-2380
Capitale Investito Netto	12857	14680	15240	16478	17441	18354
FINANCIAL RATIOS (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
EBITDA margin	12,7	13,3	9,1	13	19,5	22,9
EBIT margin	4,3	3,7	-	3,3	11,3	16,4
Net margin	2,2	2,7	-	1,8	7,8	11,7
Net Debt/Ebitda	2,42	1,78	3,62	2,34	1,05	0,32
Net Debt/Equity	0,71	0,43	0,55	0,61	0,43	0,15
ROI	5,8	4,6	-	4,1	16,5	28,5
ROE	5,1	4,9	-	3,6	16,4	23,4
GROWTH RATES (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Ricavi di Vendita	9,8	7,3	-12	25	25	25
EBITDA	19	12,3	-40	80	86	47
EBIT	8,5	-8,3	-	-	327	81
Net Profit	6,9	30,4	-	-	446	87
Cash Flow	20,9	24,3	-34,9	58	73	42
VALUATION METRICS	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
EPS	0,04	0,05	-0,04	0,03	0,19	0,35
CFPS	0,17	0,22	0,14	0,22	0,39	0,55
BVPS	0,71	0,97	0,94	0,97	1,16	1,52
P/E	60,2	46,1	-	63,1	11,6	6,2
P/CF	12,5	10,1	15,4	9,8	5,6	4
P/BV	3,1	2,3	2,3	2,3	1,9	1,4
EV/SALES	1,65	1,5	1,7	1,4	1,1	0,8
EV/EBITDA	12,9	11,1	19,2	11	5,7	3,5
EV/EBIT	38,4	40,5	-	43,5	9,8	4,9

Fonte: Grifal; Stime: Banca Finnat

Historical recommendations and target price trend

Date	Rating	Target Price	Market Price
24.04.2020	Buy	2,94 €	2,27 €
30.10.2019	Buy	5,3 €	3,42 €
29.04.2019	Hold	4,6 €	4,47 €

Key to Investment Rating (12 Month Horizon)

BUY: Upside potential at least 15%**HOLD:** Expected to perform +/- 10%**REDUCE:** Target achieved but fundamentals disappoint**SELL:** Downside potential at least 15%

Informazioni generali

La presente ricerca è stata preparata da Gian Franco Traverso Guicciardi, analista finanziario di Banca Finnat S.p.A. ("Banca Finnat" o la "Banca"), autorizzata dalla Banca d'Italia all'esercizio dell'attività bancaria ai sensi del D.lgs. n. 385/1993 e alla prestazione dei servizi e attività di investimento di cui al D.lgs. n. 58/1998. Nello svolgimento delle proprie attività, Banca Finnat è sottoposta alla vigilanza della Banca d'Italia e della CONSOB per quanto di rispettiva competenza.

La presente ricerca, per contenuti e finalità, rientra nell'ambito delle disposizioni previste dal Regolamento Delegato (UE) 2016/958 e degli articoli 34, 36 e 37 del Regolamento Delegato (UE) 2017/565 che disciplinano gli obblighi a carico degli intermediari che pubblicano raccomandazioni di investimento.

La presente ricerca non costituisce in alcun modo proposta di conclusione di un contratto, né offerta al pubblico di prodotti finanziari, né costituisce o si configura da parte della Banca come prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti di strumenti finanziari ai sensi dell'articolo 1 comma 5 del D.lgs. n. 58/1998 e successivi aggiornamenti.

Fonti e modelli di valutazione

Ai fini della redazione della ricerca, la Banca ha utilizzato fonti informative (a titolo esemplificativo, articoli di stampa, bilanci, comunicati, informazioni reperite nel corso di incontri e conversazioni telefoniche con i rappresentanti dell'emittente) che, alla data di pubblicazione della ricerca stessa, non risultano essere oggetto di accertamenti, provvedimenti o pubbliche smentite da parte di autorità giudiziarie o di vigilanza e che la Banca ritiene affidabili. Banca Finnat non fornisce, tuttavia, alcuna garanzia circa l'accuratezza o la completezza delle suddette fonti informative.

Gli analisti della Banca utilizzano modelli standard di valutazione riconosciuti a livello internazionale, tra cui, a titolo esemplificativo, Discounted Cash Flow Model (DCF), Economic Value Added (EVA) e NAV Method (Net Asset Value). Qualunque sia il metodo di valutazione utilizzato, esiste un rischio significativo che il prezzo target non sia raggiunto entro i tempi previsti nella ricerca.

Le informazioni fornite e le opinioni espresse nella ricerca si riferiscono alla data di pubblicazione della ricerca stessa. Qualsiasi opinione, previsione o stima contenuta è espressa sulla base della situazione corrente ed è quindi possibile che i risultati o gli avvenimenti futuri si discostino rispetto a quanto indicato in tali opinioni, previsioni e stime.

Copertura e aggiornamento

L'elenco degli emittenti coperti dall'Ufficio Studi e Ricerche è disponibile nell'apposita sezione del sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche (al seguente link <https://www.bancafinnat.it/it/pages/index/2/28/0/28/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>).

Banca Finnat fornisce copertura continua degli emittenti seguiti, aggiornando le ricerche di regola con cadenza semestrale. Inoltre, la Banca può pubblicare altre tipologie di ricerche più sintetiche (denominate *flash company note*) a seguito della pubblicazione delle relazioni contabili periodiche e di eventi, anche di carattere ordinario, inerenti l'Emittente.

Lo storico delle raccomandazioni di investimento nel tempo formulate e il prezzo target relativo all'emittente sono riportati nella parte finale della ricerca, sezione "Valuation", nonché sul sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche (al seguente link <https://www.bancafinnat.it/it/pages/index/2/28/0/28/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>)¹.

¹ Per informazioni su tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte da Banca Finnat negli ultimi 12 mesi (ivi inclusa la percentuale di raccomandazioni buy/hold/reduce/sell pubblicate e la percentuale degli emittenti corrispondenti a ciascuna di queste categorie ai quali la Banca ha prestato servizi bancari, di investimento o accessori) si rinvia al sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche.

Informazioni sugli interessi e sui conflitti di interessi

La presente ricerca è prodotta su incarico remunerato da parte dell'emittente. Si comunica, inoltre, che Banca Finnat svolge il ruolo di nominated advisor e specialist in favore dell'emittente e presta o ha prestato servizi di investimento o accessori in favore dell'emittente negli ultimi 12 mesi.

Si comunica, altresì, che nessun analista dell'Ufficio Studi e Ricerche detiene o ha detenuto negli ultimi 12 mesi strumenti finanziari emessi dall'emittente o ad essi collegati, né svolge ruoli di amministrazione, direzione o consulenza per l'emittente stesso. L'analista che ha preparato la presente ricerca dichiara, in particolare, di non avere interessi o conflitti di interessi nei confronti dello strumento finanziario o dell'emittente e di non essere a conoscenza di interessi o conflitti di interessi in capo a Banca Finnat e/o alle società appartenenti al suo gruppo in relazione allo strumento finanziario e/o all'emittente ulteriori rispetto a quanto rappresentato nel presente disclaimer.

Presidi organizzativi e procedurali volti a prevenire e gestire potenziali conflitti di interessi

La Banca previene e gestisce i potenziali conflitti di interesse attuando, tra l'altro, i seguenti presidi: (1) indipendenza dell'Ufficio Studi e Ricerche dalle altre aree della Banca e inserita in staff al Direttore Generale; (2) sistema di *information barriers*; (3) adozione di procedure interne che preservano la propria indipendenza nello svolgimento dell'elaborazione delle ricerche; (4) divieto ai dipendenti della Banca di compiere qualsiasi operazione personale riguardante lo strumento finanziario oggetto della ricerca stessa tranne in occasione di ammissione a quotazione.

La remunerazione degli analisti non dipende, pertanto, in modo diretto dalla prestazione di servizi di investimento o da altre tipologie di operazioni eseguite dalla Banca o da altre società del suo gruppo, ovvero dalle commissioni di negoziazione ricevute dalla Banca o da altre società del suo gruppo.

Esclusivamente gli analisti dell'Ufficio Studi e Ricerche della Banca possono avere accesso alla ricerca prima della sua pubblicazione. È tuttavia prassi sottoporre la bozza della ricerca, senza la raccomandazione o il prezzo target, all'emittente prima della sua diffusione al pubblico, al fine di verificare l'accuratezza delle asserzioni fattuali e permettere la correzione di eventuali errori materiali. Le informazioni di carattere fattuale contenute nella bozza dell'analisi potrebbero, pertanto, essere state modificate a seguito della condivisione con l'emittente e prima della definitiva diffusione al pubblico.

Per maggiori informazioni si rinvia al sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche. <https://www.bancafinnat.it/it/pages/index/2/28/0/28/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>

Riproduzione e distribuzione della ricerca

La riproduzione, anche parziale, della presente ricerca è consentita previa citazione della fonte. La presente ricerca non può essere portata, trasmessa, distribuita o comunque utilizzata, in tutto o in parte, negli Stati Uniti d'America o da una "US Person" secondo la definizione contenuta nella *Regulation S* dello *United States Securities Act* del 1933, come successivamente modificato, né in Canada, Australia, Giappone o da alcuna persona ivi residente. La distribuzione della presente ricerca in altri Stati potrà essere oggetto di restrizioni normative e le persone che siano in possesso della presente ricerca dovranno informarsi sull'esistenza di tali restrizioni ed osservarle.

Banca Finnat Research Rating Distribution		31/07/2020				
N° Società sotto copertura di ricerca:	15	BUY	HOLD	REDUCE	SELL	N.R.
Percentuali di raccomandazioni sul totale ricerche		73%	14%	0%	0%	13%
Percentuali di Società coperte alle quali Banca Finnat offre servizi di investimento		100%	100%	-	-	100%