

RACCOMANDAZIONE
HOLD
Target Price
4,6 €
Prezzo al 26/04/2019
4,47 €

Grifal

Settore: Packaging
Codice negoziazione Bloomberg: GRAL IM
Mercato AIM

Capitalizzazione di Borsa:	42.923.921 €
Numero di azioni:	9.602.667
Patrimonio netto 31.12.2018:	7.500.652 €
*Outstanding warrants (1:1):	1.950.500

**Vedi pag. 20*
Data ed ora di produzione:
29.04.2019 ore 11:00
Data ed ora di prima diffusione:
29.04.2019 ore 13:00
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

Grandi potenzialità per il cArtù nel mercato dell'imballaggio

- Grifal Spa è un'azienda tecnologica, attiva nel mercato del packaging industriale, che progetta e produce imballaggi innovativi, performanti ed eco-compatibili.
- La Società punta all'introduzione sul mercato di una nuova ed innovativa tipologia di cartone ondulato, denominato "cArtù", realizzato tramite un sistema produttivo proprietario. L'obiettivo è fare del cArtù il nuovo standard industriale per le soluzioni di packaging.
- I Risultati di Bilancio 2018 hanno in qualche modo risentito della flessione della produzione industriale in atto in Italia e del rallentamento economico in Germania. Il risultato operativo (Ebit) è migliorato di quasi il 9% rispetto al dato proforma 2017 ma le nostre stime prevedevano un incremento atteso superiore al 40%.
- Per il periodo 2018-2023 stimiamo una crescita media annua (Cagr) dei Ricavi superiore al 20%; il risultato operativo (Ebit) dovrebbe essere in grado di aumentare ad un tasso medio annuo del 60% ed il Risultato netto passare da € 386 migliaia del consuntivo 2018 ad € 5,1 milioni a fine periodo previsionale (cagr +67,9%). Riteniamo però che i prezzi attuali incorporino già le prospettive reddituali.

Anno al 31/12 (k €)	2017PF	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Ricavi di Vendita	15806	17361	19650	24454	30567	38209	47762
EBITDA	1856	2209	2998	3764	5918	8209	10335
EBIT	685	743	1240	1796	3768	5884	7893
Utile Netto	361	386	784	1153	2512	3868	5154
Cash - flow	1532	1851	2542	3122	4662	6194	7596
Equity	2285	7501	7995	8890	11021	14061	17939
Pfn	-6504	-5356	-6289	-7812	-7417	-6570	-3048
Roe	15,8	10,3	9,8	13,0	22,8	27,5	28,7

Fonte: Grifal ; PF: proforma ; Stime: Banca Finnat

Il Mercato di Riferimento

Grifal Spa è una società attiva nello sviluppo e nella produzione di soluzioni di imballaggio industriale innovative ed eco-compatibili. Opera prevalentemente in Italia (81% del fatturato al 30 dicembre 2018) attraverso il proprio stabilimento di Cologno al Serio (BG) ed offre soluzioni di imballo a base di polietilene espanso ondulato e cartone ondulato.

Grazie ai costanti investimenti in r&d, dedicati sia ai prodotti sia 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 e produzione di 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 e gli altri prodotti chimici per l'imballo.

Grifal è presente anche in Germania (dal 2017) attraverso una partnership strategica e produttiva con "Jiffy Packaging", attiva nella produzione di polietilene espanso, la quale, attraverso l'utilizzo di macchinari in comodato d'uso da "Grifal", si occupa, come terzista di produzione, della trasformazione della materia prima (polietilene espanso) in "Mondaplen" e sua successiva distribuzione diretta al cliente finale di Grifal.

Dalla prima metà di 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.

Nel corso del 2018 la società ha inoltre proceduto ad acquisire 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 alla loro superficie ondulata in gran parte realizzati da Grifal.

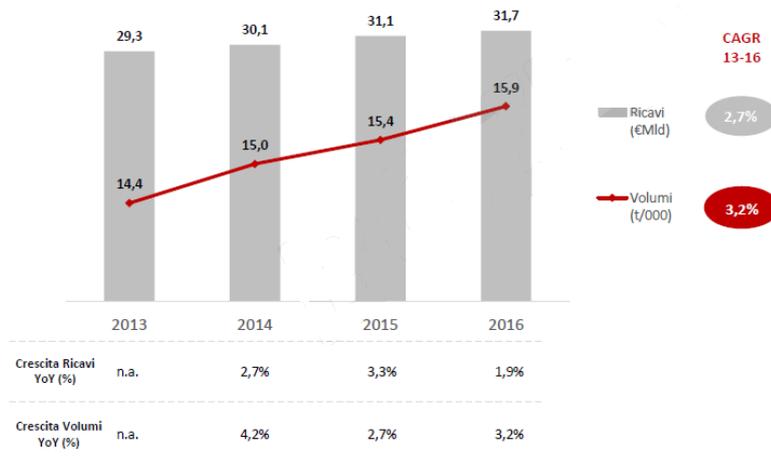
Il mercato di riferimento di Grifal rimane comunque quello del packaging.

Nel 2016 tale mercato, in Italia, ha registrato ricavi pari a 31,7 miliardi di euro, con una crescita dell'1,9% rispetto ai 31,1 miliardi di euro del 2015 e del 5,3% sul 2014.

In termini di volumi, sono state prodotte 15,9 migliaia di tonnellate di imballaggi con un aumento del 3,2% sul 2015 e del 6% sul 2014.

Nel periodo 2013-2016 il mercato nazionale degli imballaggi è cresciuto, in valore, ad un tasso medio annuo del 2,7% mentre in termini di volumi il tasso medio annuo di crescita è risultato pari al 3,2%.

Mercato degli Imballaggi in Italia – a valore e volume
(2013-2016, €Mld, t/000⁽¹⁾)

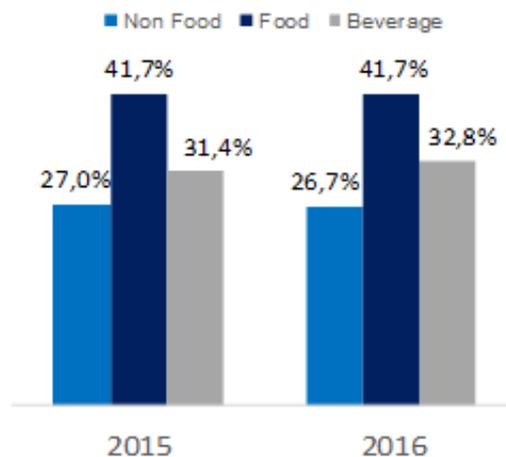


Nota: (1) Migliaia di tonnellate;

Fonte: Istituto Italiano Imballaggio

In relazione ai settori in cui vengono impiegati, il 32,8% degli imballaggi prodotti in Italia è destinato al settore beverage (31,4% nel 2015) mentre è rimasta immutata la percentuale destinata al settore food (41,7%). Si è assistito, inoltre, ad una contrazione, pur non particolarmente elevata, della quota di imballaggi destinata al mercato non food, passata dal 27% del 2015 al 26,7% nel 2016.

Mercato degli Imballaggi per Settore di impiego
(2015-2016, %)



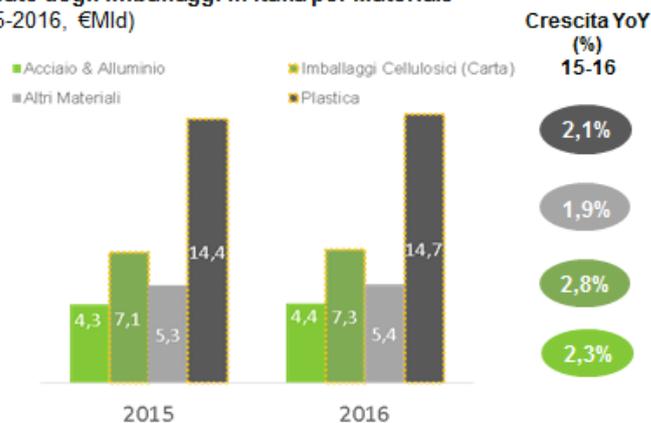
Note: Valori percentuali riferiti alle quantità in peso
Fonte: Istituto Italiano Imballaggio



In relazione al tipo di materiale utilizzato, gli imballaggi in carta hanno registrato, nel corso del 2016, ricavi per 7,3 miliardi di euro (+2,8% rispetto ai 7,1 miliardi di euro del 2015). Seguono gli imballaggi in plastica, con un incremento del 2,1% (14,7 miliardi di euro) ed il packaging in acciaio ed alluminio in crescita del 2,3% (4,4 miliardi di euro). Gli altri materiali hanno riportato incrementi di fatturato pari all'1,9%, raggiungendo i 5,4 miliardi di euro.

In termini di volumi, è il comparto del packaging in plastica ad aver registrato la maggiore crescita (+4,9%) davanti agli imballaggi in carta (+2,3%).

Mercato degli Imballaggi in Italia per Materiale
(2015-2016, €Mld)

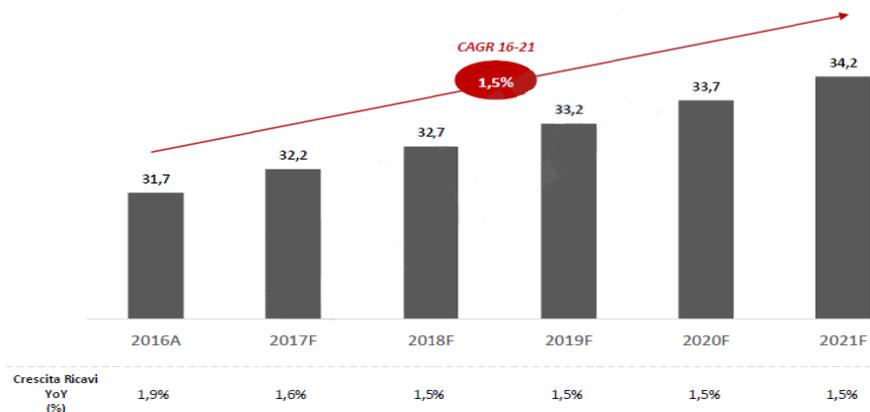


Materiale	2015 (t/000)	2016 (t/000)	Crescita YoY (%)
Imballaggi Cellulosici	4.945	5.057	2,3%
di cui cartone ondulato	3.620	3.719	2,7%
Plastica ⁽¹⁾	2.754	2.889	4,9%
di cui mat. plastici per internistica e film	1.264	1.290	2,1%

Note: include i sacchi RSU; Fonte: Istituto Italiano Imballaggio

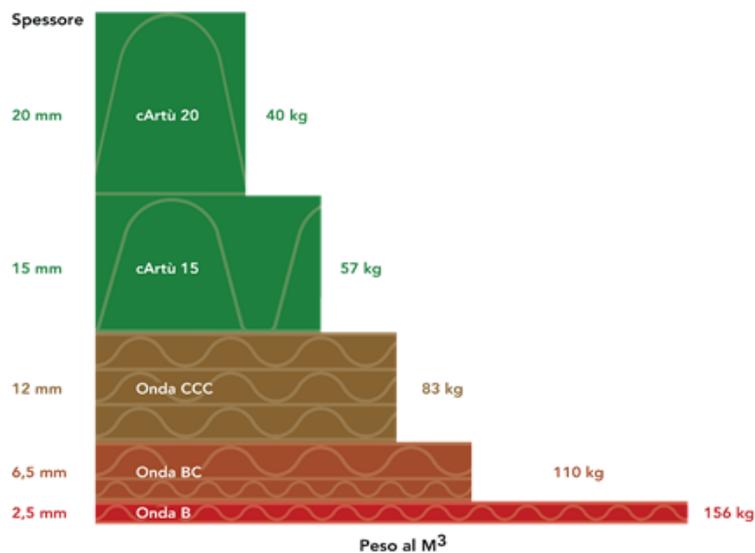
Nel periodo 2016-2021 si stima che il mercato italiano degli imballaggi possa crescere ad un tasso medio annuo dell'1,5%, passando dai 31,7 miliardi di euro a consuntivo 2016 ai 34,2 miliardi di euro attesi a fine 2021.

Mercato degli Imballaggi in Italia⁽¹⁾
(2016-2021, €Mld)



Note: stime effettuate sulla base delle previsioni di crescita dei volumi di produzione, sotto ipotesi di prezzi costanti ai livelli del 2016; Fonte: primaria società di consulenza su dati Istituto Italiano Imballaggio

Grifal Spa è specializzata nella produzione di una nuova ed innovativa tipologia di cartone ondulato denominato "cArtù". Trattasi di una soluzione ecosostenibile e riciclabile che rappresenta l'alternativa ecocompatibile al polistirolo, al poliuretano espanso ed alle altre plastiche utilizzate nell'imballaggio di protezione. E' realizzato tramite un sistema produttivo proprietario, sul quale ha ottenuto brevetto europeo, che, creando onde alte da 7 a 20 mm, genera il 50% di ondulazione in più rispetto al tradizionale cartone ondulato e permette un'efficace azione ammortizzante. Il prodotto risulta quindi molto resistente alla compressione, pur mantenendo un peso ed un consumo di carta limitati. Inoltre, ha notevoli proprietà ammortizzanti, un'elevata flessibilità ed è ecosostenibile essendo riciclabile e potendo essere smaltito nella normale raccolta urbana differenziata.

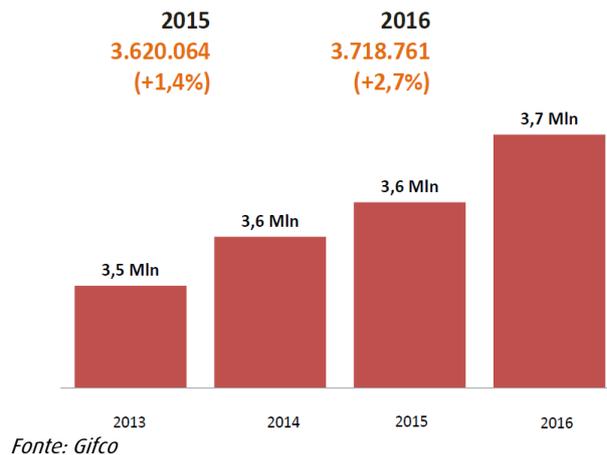


Fonte: Grifal

Il cartone ondulato è il materiale per imballo più usato al mondo. Nel 2016 la produzione mondiale ha raggiunto i 232 miliardi di metri quadri. Nella sua forma più semplice è costituito da due superfici di carta piana, dette copertine, che racchiudono una carta ondulata, il tutto legato tra loro con l'utilizzo di collanti naturali. Questa struttura conferisce rigidità e resistenza all'insieme. Poiché l'altezza dell'onda può variare da 1,5 mm a 5 mm, si possono avere combinazioni diverse che portano a spessori finali di cartone compresi tra gli 1,5 ed i 15 mm. Inoltre, il cartone ondulato è riciclabile e biodegradabile.

In Italia il mercato del cartone ondulato, nel 2016, ha registrato un incremento della produzione del 2,7%, a 3,7 milioni di tonnellate prodotte rispetto alle 3,6 milioni di tonnellate realizzate nel 2016. Nel periodo 2013-2016 la produzione è cresciuta ad un tasso medio annuo del 2,06%.

PRODUZIONE TOTALE in tonn.



In dettaglio, circa il 58,3% del cartone ondulato viene impiegato nel comparto dei prodotti alimentari (prodotti alimentari freschi e lavorati; prodotti ortofrutticoli; liquidi alimentari e bevande; pesci, carni e polli). Il restante 41,7% risulta essere impiegato per il settore non alimentare (carta, imballaggi, prodotti stampati; elettrodomestici e video; ceramica, porcellana, edilizia; prodotti chimici industriali; detergenza).

SETTORI MERCEOLOGICI

In percentuale sul totale



Fonte: Gifco

Su tutto il territorio nazionale sono presenti, al 2016, circa 80 stabilimenti attivi nella produzione di cartone ondulato (circa 92 macchine ondulatori impiegate), concentrati maggiormente a nord della penisola (20 stabilimenti in Lombardia, 14 nell'area Veneto, Trentino Alto Adige e Friuli Venezia Giulia; 15 stabilimenti tra Emilia Romagna e Marche; 9 in Toscana; 5 nell'area Piemonte, Liguria e Valle d'Aosta). Il centro Italia è caratterizzato dalla presenza di circa 7 stabilimenti mentre nel sud e nelle isole sono presenti circa 10 stabilimenti di produzione.

RIPARTIZIONE NELLE MACROAREE

92 MACCHINE ONDULATRICI UTILIZZATE



Fonte: Gifco

A livello europeo, la Germania è attiva nella produzione di cartone ondulato con una quota di mercato del 21%; segue l'Italia con il 17% e la Francia con l'11%. Spagna e Gran Bretagna operano sul mercato del cartone ondulato entrambe con una quota del 10%. In coda la Polonia con il 9%. Il restante 22% è ripartito tra gli altri Paesi europei.

Il mercato potenziale di cArtù

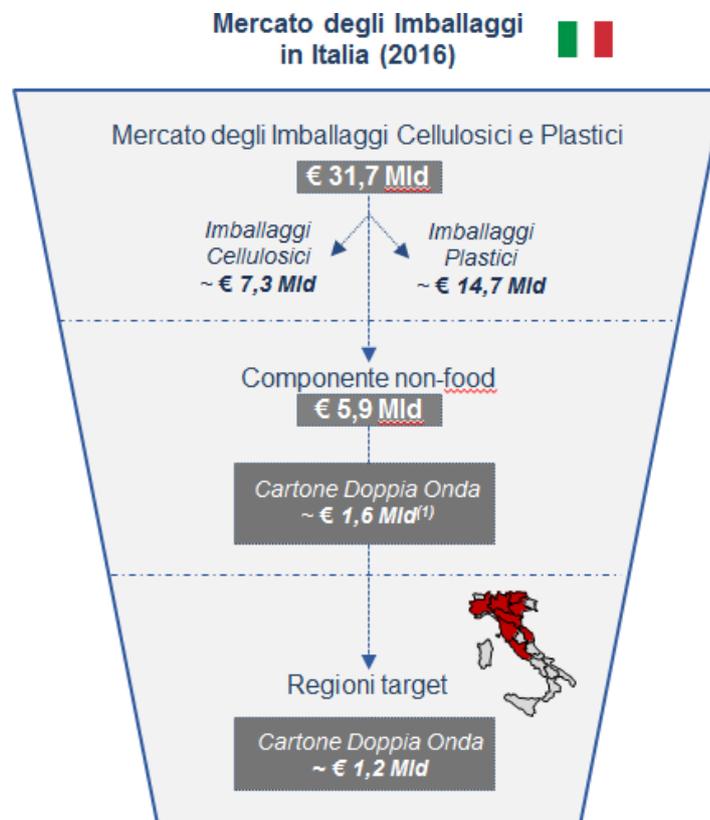
Attualmente, circa il 70% del fatturato di Grifal deriva dal prodotto “Mondaplen” mentre cArtù “pesa” per il 4,3%. La strategia della società prevede un progressivo sviluppo delle soluzioni di packaging aventi ad oggetto il cartone ondulato. Si stima, infatti, una domanda sempre più elevata per prodotti eco sostenibili e di imballaggi legati all’e-commerce.

Facendo leva sulle caratteristiche tecniche del prodotto, risulta possibile identificare, con maggiore dettaglio, il mercato potenziale del cArtù (mercato potenziale inclusivo del mercato del Polistirolo).

Tale mercato potenziale in Italia può essere stimato in circa 1,2 miliardi di euro. Tenuto conto che attualmente Grifal detiene una quota del mercato dell’imballaggio, solo in Lombardia, pari allo 0,5%, il potenziale di sviluppo appare enorme.

cArtù, per le sue caratteristiche tecniche, può ampiamente sostituire prodotti presenti nel segmento del polistirolo e nel segmento del cartone a doppia onda:

- all’interno degli imballaggi plastici, cArtù permette di sostituire, progressivamente, il polistirolo a fronte di una migliore eco-compatibilità del prodotto.
- nell’ambito degli imballaggi in cartone a doppia onda, cArtù potrà affermarsi a fronte di un migliore rapporto prezzo-quantità e migliori performance tecniche.



Fonte: Grifal; primaria società di consulenza su dati Istituto Italiano Imballaggio

Attività & Strategie

Grifal è un'azienda che, nata nel 1969 per la produzione di imballaggi di protezione in cartone, si è progressivamente sviluppata nella progettazione, produzione e commercializzazione di soluzioni di imballaggio industriale "personalizzate" per la protezione ed il riempimento, sia in polietilene espanso che in cartone, dalle elevate caratteristiche innovative. E' quotata sul mercato AIM di Borsa Italiana dal 01/06/2018 ad un prezzo di collocamento di € 2,60. L'80,4% del capitale sociale è detenuto da G-Quattronove S.r.l. (Famiglia Gritti) ed il flottante è pari al 19,2% del capitale.

Nel corso degli anni Grifal ha arricchito la propria offerta con prodotti esclusivi, con tecnologie brevettate, grazie ai costanti investimenti in R&D dedicati sia ai prodotti che ai processi di produzione. In merito a questi ultimi, Grifal (dal 2010) è attiva anche nella progettazione e produzione di macchine per la realizzazione e la lavorazione dei prodotti ondulati.

Tra il 2000 ed il 2015 la Società ha depositato 14 domande di brevetto, testimoniando la sua forte vocazione allo sviluppo di innovative soluzioni di imballaggio e/o nuovi metodi e macchinari produttivi. I brevetti detenuti da Grifal, inerenti a macchinari/ondulatori, sono riconosciuti sia a livello europeo che in USA. La Società dispone, al suo interno, anche di un Laboratorio Prove Certificato ISTA dove viene testata l'efficacia protettiva delle soluzioni d'imballo progettate attraverso 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. Nell'aprile 2018 la Società ha ottenuto il riconoscimento di PMI innovativa. L'azienda è inoltre certificata ISO 9001:2008.

I principali prodotti commercializzati:

MONDAPLEN:



il prodotto di punta di Grifal dal 2003 (70% del fatturato al 31.12.2018). 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. 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:



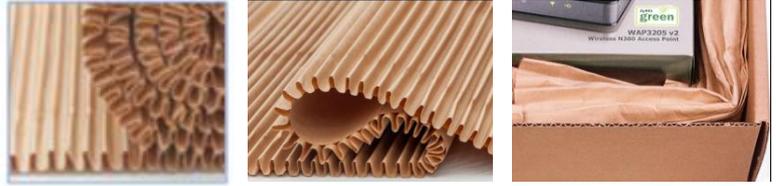
nuova tipologia di cartone ondulato, dalle caratteristiche innovative, realizzato tramite un sistema produttivo proprietario brevettato nel 2016. Rappresenta l'alternativa ecocompatibile al polistirolo, al poliuretano espanso ed alle altre plastiche utilizzate nell'imballaggio di protezione grazie alle 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 a 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; dall'inizio dell'anno sono stati lanciati 300 nuovi progetti di imballi di cui il 90% a base cArtù.

E' peraltro in stato avanzato la realizzazione di una prima linea cArtù basata su di una innovazione di processo che consentirà 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 riscontrabile da parte dei grandi utilizzatori di imballi, in particolare nei settori dei piccoli elettrodomestici e del bianco. 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.

cushion Paper:



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. 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 come il film a bolle ed il polistirolo.



InspiroPack System:



sistema di packaging che viene commercializzato fornendo in comodato d'uso le macchine di imballaggio ed il materiale "consumabile" necessario. 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.



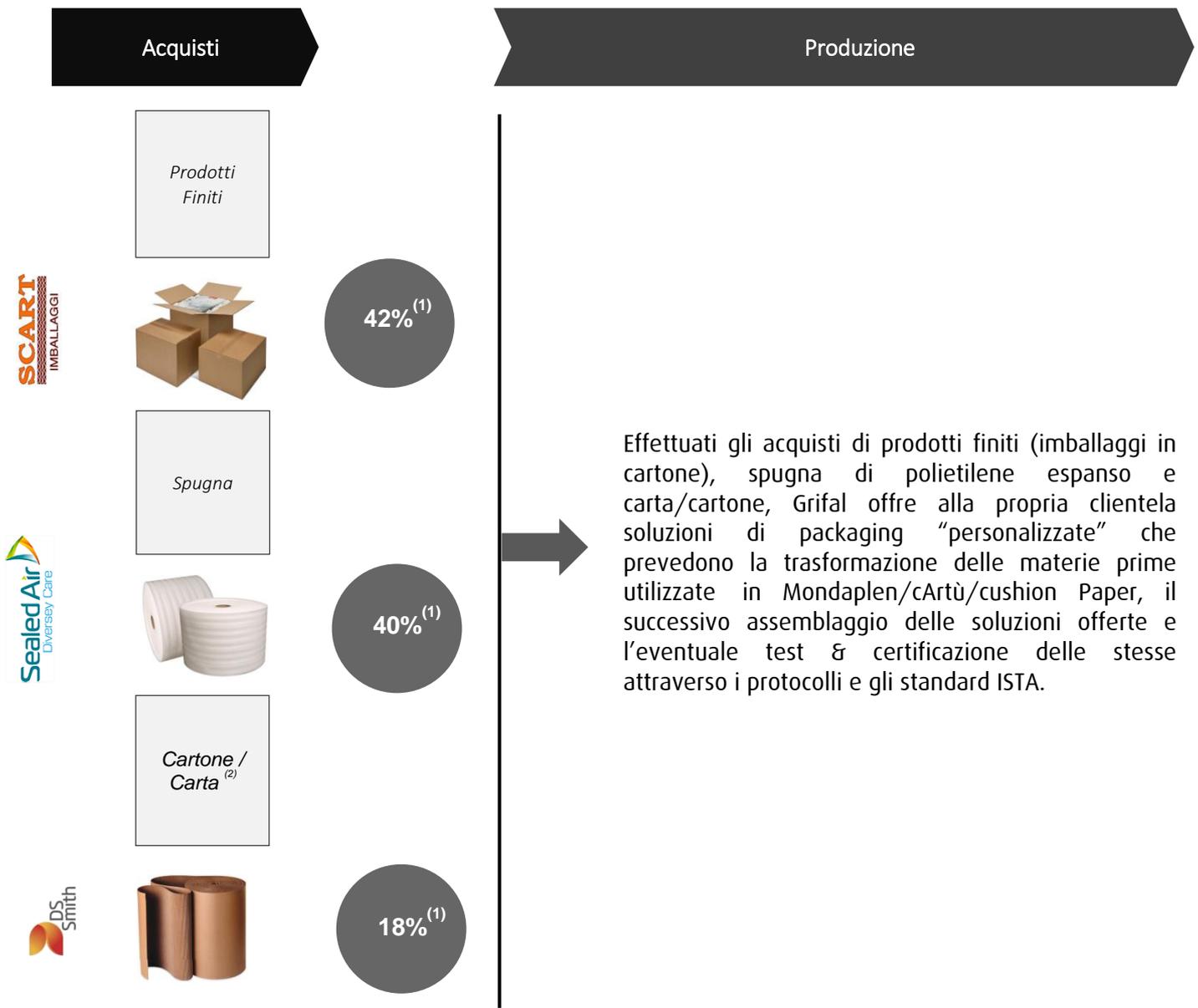
Grifal produce, inoltre:

- 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/conduktiviti/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, unica in Italia, nell'"Amazon Packaging Support and Supplier Network" (APASS). Questo permetterà ad Amazon di segnalare la società quale fornitore adeguato e preferenziale per le aziende che intendono vendere i propri prodotti tramite il market place Amazon.

Il "Parco Clienti" di Grifal (oltre 700) comprende aziende del settore Elettromeccanico per il 25,7% del fatturato (tra le quali Evoca, ABB, La Cimbali, Ceia, Profitec, Saga Coffee, De Longhi, Peg Pèrego, SMEG), Elettronico per il 22,5% (tra le quali Flextronics, Fimi), Arredamento per una quota del 15,6% (tra le quali Gewiss, Artemide, Fontana Arte, B&B Italia, Kartell, Flos, Poliform, Philips, Plados, Schweitzer, Fiamma), Automotive per il 9,4% (tra le quali Brembo, Automotive Lighting, FCA, M.Marelli, MTA), Medicale per il 6,2% (tra le quali Bellco, Inpeco).

Il Processo Produttivo



Note: 1) In percentuale sulle materie dirette di produzione che costituiscono l'80% circa dei costi di acquisto;

2) Il consumo di carta, ad oggi marginale, è atteso crescere in misura significativa a seguito dell'avvio della produzione di cArtù.

Distribuzione

Clienti

La Distribuzione B2B ai clienti finali (direttamente o attraverso grossisti) avviene attraverso Partners logistici mentre per le vendite On-line B2C, nei confronti di una clientela interessata ai prodotti *standard*, la Società si avvale del Market Place Amazon.

Programmi & Strategie

La strategia della Società prevede, come obiettivo, 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 commercializzazione di imballaggi in cArtù, "door to door" con i maggiori clienti utilizzatori, in partnership con aziende che già oggi producono imballaggi in cartone. A latere, la società intende realizzare anche un network capillare di concessionari (produttori/distributori) 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. Nel corso del primo semestre 2018 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.

Le direttrici della strategia di sviluppo aziendale sono quindi rappresentate da:

1. La creazione di un "Network Grifal" B2B in Italia attraverso la costituzione di due **centri integrati di distribuzione e produzione** (limitata al prodotto cArtù ed operativi su due linee di produzione da 7 e 20 mm) in grado di servire le 8 Regioni (Lombardia, Piemonte, Emilia-Romagna, Trentino Alto Adige, Veneto, Toscana, Lazio e Marche) che rappresentano la base dell'attuale clientela.
2. La contestuale realizzazione di un network capillare di concessionari in grado di produrre cArtù all'interno dei propri siti produttivi.
3. La fornitura di materiali ondulati di cArtù anche ad una pletera di produttori e non solo concessionari, resa possibile dalla recente innovazione di processo che consente una maggiore flessibilità e minor costo di produzione, per la produzione di scatole.
4. L'apertura di almeno due **centri esteri integrati di distribuzione e produzione** (limitata al prodotto cArtù) possibilmente in Germania, Romania o Svezia.
5. Il rafforzamento sui mercati esteri attraverso Joint Ventures e/o Partnership Strategiche (al 60% del capitale) di carattere produttivo e/o commerciale. La società prevede di poter aprire all'estero, dal 2021, almeno 2 siti produttivi annui al fine di portare l'incidenza del fatturato estero dall'attuale 19% al 30% nel 2023.
6. L'ampliamento (per 3500 mq), da metà 2020, del sito produttivo di Cologno al Serio con due linee produttive per il prodotto cArtù.
7. L'incremento dell'offerta di prodotti standard per il canale di vendita Amazon (B2C).
8. Lo sviluppo di un canale di vendita on-line diretto B2B per la vendita di cArtù "personalizzato" e prodotti di packaging "customizzati".

Risultati FY 2018

EUR (K)	2017PF	2018	VAR%	2018E
Ricavi di Vendita	15806	17361	9,8	18410
Valore della Produzione	17748	19627		19360
Materie Prime	7326	7871		7900
%	46,3	45,3		42,9
Costi per servizi	3737	4233		1660
%	23,6	24,4		9
Beni di terzi	851	905		644
%	5,4	5,2		3,5
Costi Produzione	-	-		524
%	-	-		2,8
Lavorazioni esterne	-	-		460
%	-	-		2,5
VALORE AGGIUNTO	5834	6618		8172
%	36,9	38,1		44,4
Costo del lavoro	3978	4409		4220
%	25,2	25,4		22,9
Oneri diversi di gestione	-	-		1465
%	-	-		7,9
EBITDA	1856	2209	19	2487
%	11,7	12,7		13,5
Ammortamenti & Svalutazioni	1171	1466		1510
%	7,4	8,4		8,2
EBIT	685	743	8,5	977
%	4,3	4,3		5,3
Oneri finanziari	159	224		165
UTILE ANTE IMPOSTE	526	519		812
%	3,3	3		4,4
Imposte	165	133		244
Tax rate (%)	31	26		30
RISULTATO NETTO	361	386	6,9	568
%	2,3	2,2		3,1
Cash Flow	1532	1852		2078
%	9,7	10,7		11,3
PFN	-6504	-5356		-3277
Equity	2285	7501		7528
CIN	8789	12857		10805
ROI	7,8	11,6		9
ROE	15,8	10,3		7,5

Fonte: Grifal; PF: proforma; Stima: Banca Finnat

La flessione della produzione industriale in Italia ed il rallentamento economico in atto in Germania hanno fortemente influito sui risultati reddituali di Grifal nell'esercizio 2018. L'attività del settore nel quale opera la società appare fortemente correlata ai principali settori industriali e di conseguenza l'andamento negativo della congiuntura non solo produce una ricaduta diretta negativa sulla domanda di imballaggi in generale ma determina anche, in particolare, un non indifferente rallentamento dei piani di lancio sul mercato di nuovi prodotti (che necessitano di imballaggi) da parte delle grandi aziende.

I ricavi di vendita, da noi previsti per il consuntivo 2018 ad € 18,4 milioni (per una crescita stimata del 16,5% sul pro forma 2017), si sono viceversa attestati ad € 17,4 milioni, per una crescita limitata al 9,8%.

Il margine operativo lordo (Ebitda), da noi atteso ad € 2,5 milioni (per una crescita stimata del 34% sul pro forma 2017), si è viceversa attestato ad € 2,2 milioni, in crescita del 19%.

Il risultato operativo netto (Ebit), da noi stimato in crescita del 43% (ad € 977 migliaia), è risultato pari ad € 743 migliaia (per una crescita, sempre in raffronto al pro forma 2017, pari all'8,5%) mentre il risultato netto si è portato da € 361 migliaia del pro forma 2017 ad € 386 migliaia, per una crescita di circa il 7% ma a fronte di nostre aspettative di un utile pari ad € 568 migliaia.

Outlook 2019-2023

Old estimates

EUR (K)	2017PF	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	CAGR 17/22
Ricavi di Vendita	15806	18410	22370	26840	32208	38650	20
Valore della Produzione	17748	19360	23520	27990	33358	39800	
Materie Prime	7326	7900	9575	11407	13688	16426	
%	46,3	42,9	42,8	42,5	42,5	42,5	
Costi per Servizi	3737	1660	1920	2308	2705	3247	
%	23,6	9	8,6	8,6	8,4	8,4	
Beni di terzi	851	644	783	859	870	850	
%	5,4	3,5	3,5	3,2	2,7	2,2	
Costi Produzione	-	524	693	832	998	1198	
%	-	2,8	3,1	3,1	3,1	3,1	
Lavorazioni esterne	-	460	490	510	515	502	
%	-	2,5	2,2	1,9	1,6	1,3	
VALORE AGGIUNTO	5834	8172	10058	12074	14581	17577	
%	36,9	44,4	45	45	45,3	45,5	
Costo del lavoro	3978	4220	4810	5234	5636	5990	
%	25,2	22,9	21,5	19,5	17,5	15,5	
Oneri diversi di gestione	-	1465	1678	1959	2029	2319	
%	-	8	7,5	7,3	6,3	6	
EBITDA	1856	2487	3571	4881	6916	9268	38
%	11,7	13,5	16	18,2	21,5	24	
Ammortamenti & Svalutazioni	1171	1510	1835	2013	2190	2360	
%	7,4	8,2	8,2	7,5	6,8	6,1	
EBIT	685	977	1736	2868	4726	6908	58,8
%	4,3	5,3	7,8	10,7	14,7	17,9	
Oneri finanziari	159	165	180	215	225	193	
%	1	0,9	0,8	0,8	0,7	0,5	
UTILE ANTE IMPOSTE	526	812	1556	2653	4501	6715	
%	3,3	4,4	7	9,9	14	17,4	
Imposte	165	244	467	796	1350	2015	
Tax rate (%)	31,4	30	30	30	30	30	
RISULTATO NETTO	361	568	1089	1857	3151	4701	67,2
%	2,3	3,1	4,9	6,9	9,8	12,2	
Cash Flow	1532	2078	2924	3870	5341	7060	
%	9,7	11,3	13,1	14,4	16,6	18,3	
PFN	-6504	-3277	-4537	-4964	-3818	804	
Equity	2285	7528	8617	10474	13625	18325	
CIN	8789	10805	13154	15438	17443	17522	
ROI	7,8	9	13,2	18,6	27,1	39,4	
ROE	15,8	7,5	12,6	17,7	23,1	25,6	

Fonte: Grifal; PF: proforma; Stime: Banca Finnat

New estimates

EUR (K)	2017PF	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	CAGR 18/23
Ricavi di Vendita	15806	17361	19650	24454	30567	38209	47762	22,4
Valore della Produzione	17748	19627	22373	27164	33711	41455	49452	
Materie Prime	7326	7871	8941	11127	13755	17194	21015	
%	46,3	45,3	45,5	45,5	45	45	44	
Costi per Servizi	3737	4233	4519	5380	6113	6878	7642	
%	23,6	24,4	23	22	20	18	16	
Beni di terzi	851	905	963	1198	1375	1643	1863	
%	5,4	5,2	4,9	4,9	4,5	4,3	3,9	
VALORE AGGIUNTO	5834	6618	7950	9459	12467	15740	18932	
%	36,9	38,1	40,5	38,7	40,8	41,2	39,6	
Costo del lavoro	3978	4409	4952	5694	6549	7531	8597	
%	25,2	25,4	25,2	23,3	21,4	19,7	18	
EBITDA	1856	2209	2998	3765	5918	8209	10335	36,1
%	11,7	12,7	15,3	15,4	19,4	21,5	21,6	
Ammortamenti & Svalutazioni	1171	1466	1758	1969	2150	2325	2442	
%	7,4	8,4	8,9	8	7	6,1	5,1	
EBIT	685	743	1240	1796	3768	5884	7893	60,4
%	4,3	4,3	6,3	7,3	12,3	15,4	16,5	
Oneri finanziari	159	224	151	194	220	250	130	
%	1	1,3	0,8	0,8	0,7	0,6	0,3	
UTILE ANTE IMPOSTE	526	519	1089	1602	34548	5634	7763	
%	3,3	3	5,5	6,5	11,6	14,7	16,2	
Imposte	165	133	305	448	993	1577	2174	
Tax rate (%)	31,4	25,7	28	28	28	28	28	
RISULTATO NETTO	361	386	784	1153	2512	3868	5154	67,9
%	2,3	2,2	4	4,7	8,2	10,1	10,8	
Cash Flow	1532	1852	2542	3122	4662	6194	7596	
%	9,7	10,7	12,9	12,8	15,2	16,2	15,9	
PFN	-6504	-5356	-6289	-7812	-7417	-6570	-3048	
Equity	2285	7501	7995	8890	11021	14061	17939	
CIN	8789	12857	14284	16702	18438	20631	20986	
ROI	7,8	11,6	8,7	10,7	20,4	28,5	37,6	
ROE	15,8	10,3	9,8	13	22,8	27,5	28,7	

Fonte: Grifal; PF: proforma; Stime: Banca Finnat

A fronte di risultati reddituali 2018 che si sono dimostrati inferiori alle aspettative, riteniamo che, viceversa, per il periodo 2018/2023, possano rimanere sostanzialmente inalterate le capacità di crescita reddituale dell'azienda a ragione delle immutate potenzialità di affermazione sul mercato del cArtù quale prodotto di punta per il packaging industriale.

Stimiamo quindi una dinamica dei ricavi di vendita in grado di portare questi ultimi ad attestarsi ad € 47,8 milioni al 2023 dai 17,4 milioni di euro del consuntivo 2018, per una crescita media annua superiore al 20%.

Il margine operativo lordo (Ebitda) lo stimiamo, nel periodo 2018/2023, in crescita media annua del 36%, per attestarsi ad € 10,3 milioni (al 2023) da € 2,2 milioni a consuntivo 2018. La marginalità sui ricavi dovrebbe aumentare dal 12,7% del 2018 al 21,6% a fine periodo.

In merito al risultato operativo netto (Ebit), questo dovrebbe essere in grado di portarsi da € 743 migliaia del 2018 ad € 7,9 milioni al 2023, con un ROS in crescita dal 4,3% del 2018 al 16,5% del 2023 per un tasso di crescita media annua del 60%.

In termini di risultato netto d'esercizio, questo dovrebbe poter raggiungere i 5,1 milioni di euro a fine periodo previsionale da € 386 migliaia del consuntivo 2018 con un net margin al 10,8%, dal 2,2% del 2018, per un tasso medio annuo di crescita pari al 68%. Il ritorno sul capitale proprio (ROE) lo stimiamo in crescita dal 10,3% del consuntivo 2018 al 28,7% nel 2023.

Outstanding Warrants

Il numero di warrants attualmente sul mercato è pari a n° 1.950.500. Ne è previsto un loro eventuale esercizio durante tre periodi temporali:

- Tra il 1° giugno 2019 ed il 15 giugno 2019 ad un prezzo di esercizio di € 2,86
- Tra il 1° giugno 2020 ed il 15 giugno 2020 ad un prezzo di esercizio di € 3,15
- Tra il 1° giugno 2021 ed il 15 giugno 2021 ad un prezzo di esercizio di € 3,46

Valuation

Nonostante le brillanti prospettive reddituali, riteniamo che i prezzi attuali del titolo già possano incorporare pienamente tali aspettative a ragione di un quoziente P/E 2020 pari a 37x gli utili previsti ed un P/BV al 2020 prossimo a 5 volte il patrimonio netto contabile. Se utilizziamo la metodologia del Discounted Cash Flow con previsione esplicita dei flussi di cassa generati nel periodo 2019/2023, otteniamo un Enterprise Value pari a 49,3 milioni di euro ed un **Valore ad Equity** pari a **4,6 euro/azione**.

Il tasso di crescita perpetua è mantenuto all'1,5 % ed il WACC è stato determinato al 9,4% con un Free Risk Rate al 2,75%, un Coefficiente Beta pari all'unità, un Market Risk Premium al 9,75%, nonché una struttura patrimoniale debt/equity pari a 30/70.

Il prezzo sul mercato risulta allineato al valore e la nostra Raccomandazione è quindi di HOLD.

Cash Flow Model (K €)

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
EBIT	1240	1795	3768	5884	7893
Tax rate%	28	28	28	28	28
NOPAT	893	1293	2713	4236	5683
D&A	1758	1969	2150	2325	2442
Capex	2575	3210	3275	3250	1450
CNWC	610	1176	611	1268	1347
FOCF	-535	-1125	977	2043	5328

Stime: Banca Finnat

DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	1,5
WACC (%)	9,4
Discounted Terminal Value	44992
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	4268
Enterprise Value	49260
Net financial position as of 31/12/2018	5356
Equity Value	43904
Nr. Azioni (k)	9603
Value per share	4,6

Stime: Banca Finnat

WACC Calculation (%)

Risk free rate	2,75
Market risk premium	9,75
Beta (x)	1
Cost of Equity	12,50
Equity/(Debt+Equity)	0,70
Gross cost of debt	2,98
Tax rate	28
Net cost of debt	2,15
Debt/(Equity+Debt)	0,30
WACC	9,4

Stime: Banca Finnat

Historical recommendations and target price trend

Date	Rating	Target Price	Market Price
24.10.2018	Hold	4,9 €	4,75 €

Key to Investment Rankings (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%

INCOME STATEMENT (Eur k)	2017PF	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Ricavi di Vendita	15806	17361	19650	24454	30567	38209	47762
Valore della Produzione	17748	19627	22373	27164	33711	41455	49452
Materie Prime	7326	7871	8941	11127	13755	17194	21015
Costi per Servizi	3737	4233	4519	5380	6113	6878	7642
Beni di terzi	851	905	963	1198	1375	1643	1863
VALORE AGGIUNTO	5834	6618	7950	9459	12467	15740	18932
Costo del lavoro	3978	4409	4952	5694	6549	7531	8597
EBITDA	1856	2209	2998	3765	5918	8209	10335
Ammortamenti & Svalutazioni	1171	1466	1758	1969	2150	2325	2442
EBIT	685	743	1240	1796	3768	5884	7893
Oneri finanziari	159	224	151	194	220	250	130
UTILE ANTE IMPOSTE	526	519	1089	1602	3548	5634	7763
Imposte	165	133	305	448	993	1577	2174
Tax-rate (%)	31,4	25,7	28	28	28	28	28
Minorities	-	-	-	-	43	188	435
RISULTATO NETTO	361	386	784	1153	2512	3868	5154
Cash Flow	1532	1852	2542	3122	4662	6194	7596
BALANCE SHEET (Eur k)	2017PF	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Patrimonio Netto	2285	7501	7995	8890	11021	14061	17939
PFN	-6504	-5356	-6289	-7812	-7417	-6570	-3048
Capitale Investito Netto	8789	12857	14284	16702	18438	20631	20986
FINANCIAL RATIOS (%)	2017PF	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
EBITDA margin	11,7	12,7	15,3	15,4	19,4	21,5	21,6
EBIT margin	4,3	4,3	6,3	7,3	12,3	15,4	16,5
Net margin	2,3	2,2	4	4,7	8,2	10,1	10,8
ROI	7,8	11,6	8,7	10,7	20,4	28,5	37,6
ROE	15,8	10,3	9,8	13	22,8	27,5	28,7
GROWTH RATES(%)	2017PF	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Ricavi di Vendita	-	9,84	13,2	24,4	25	25	25
EBITDA	-	19	35,7	25,6	57,2	38,7	25,9
EBIT	-	8,5	66,8	44,8	109,8	56,1	34,1
Net Profit	-	6,9	103,2	47,1	117,8	54	33,2
Cash Flow	-	20,9	37,3	22,8	49,3	32,9	22,6
VALUATION METRICS	2017PF	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
P/E	-	111,2	54,7	37,2	17,1	11,1	8,3
P/CF	-	23,2	16,9	13,7	9,2	6,9	5,7
P/BV	-	5,7	5,4	4,8	3,9	3	2,4
EV/SALES	-	2,8	2,5	2,1	1,6	1,3	1
EV/EBITDA	-	21,9	16,4	13,5	8,5	6	4,4
EV/EBIT	-	64,9	39,7	28,3	13,3	8,4	5,8

Fonte: Grifal; PF: proforma; Stime: Banca Finnat

BANCA FINNAT S.p.A. E' STATA AUTORIZZATA DALLA BANCA D'ITALIA ALLA PRESTAZIONE DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO DI CUI AL D.LGS.N.58/1998 ED E' SOTTOPOSTA ALLA SUA VIGILANZA NONCHE' A QUELLA DELLA CONSOB. CIO' PREMesso, IL PRESENTE DOCUMENTO RIENTRA, PER CONTENUTI E FINALITA', NELL'AMBITO DELLE DISPOSIZIONI FISSATE DAL REGOLAMENTO DELEGATO UE 2016/958 DEL 9 MARZO 2016 E TIENE CONTO DI QUANTO DISPOSTO DAGLI ARTICOLI 34,36 E 37 DEL REGOLAMENTO DELEGATO UE 2017/565.

IL DOCUMENTO E' STATO REDATTO, SU MANDATO DELLA SOCIETA' OGGETTO DELL'ANALISI, DALL'UFFICIO STUDI E RICERCHE DI BANCA FINNAT NELLA PERSONA DELL'ANALISTA GIANFRANCO TRAVERSO. PERTANTO, LA BANCA PERCEPISCE COMPENSI DALLA REDAZIONE DELLO STESSO.

BANCA FINNAT HA AGITO IN QUALITA' DI NOMAD E DI GLOBAL COORDINATOR DELL'OFFERTA DI STRUMENTI FINANZIARI EMESSI DALLA SOCIETA' GRIFAL SPA E FINALIZZATA ALLA QUOTAZIONE DI TALI STRUMENTI FINANZIARI SUL MERCATO AIM DI BORSA ITALIANA. SUCCESSIVAMENTE AL COLLOCAMENTO, BANCA FINNAT AGISCE QUALE NOMAD NONCHE' OPERATORE SPECIALISTA SUL TITOLO GRIFAL SPA QUOTATO SUL MERCATO AIM DI BORSA ITALIANA.

I MODELLI DI VALUTAZIONE SONO DISPONIBILI PRESSO IL DIPARTIMENTO DI RICERCA ED ANALISI DELLA BANCA.

L'EMITTENTE NON DETIENE PARTECIPAZIONI NELLA BANCA SUPERIORI AL 5% DEL SUO CAPITALE AZIONARIO TOTALE.

L'UFFICIO STUDI DELLA BANCA E' UN DIPARTIMENTO A SE' STANTE ED E' INQUADRATO NELL'AMBITO DELLA VICE DIREZIONE GENERALE FINANZA CUI RISPONDE DIRETTAMENTE.

NESSUN ANALISTA DELL'UFFICIO STUDI E RICERCHE DELLA BANCA DETIENE STRUMENTI FINANZIARI EMESSI DALLA SOCIETA' OGGETTO DELL'ANALISI NE' SVOLGE RUOLI DI AMMINISTRAZIONE, DIREZIONE O CONSULENZA PER IL SOGGETTO STESSO.

L'ANALISTA DICHIARA DI NON ESSERE A CONOSCENZA DI PERSONE APPARTENENTI ALLA BANCA O AL GRUPPO DELLA BANCA CHE ABBIANO INTERESSI IN CONFLITTO CON UNA VALUTAZIONE OBIETTIVA DELL'OGGETTO DELL'ANALISI.

NESSUNA RICOMPENSA DIRETTA E/O INDIRETTA E' STATA, NE' SARA', RICEVUTA DALL'ANALISTA A SEGUITO DELLE OPINIONI ESPRESSE NELL'ANALISI.

LA REMUNERAZIONE DELL'ANALISTA NON DIPENDE DIRETTAMENTE DALLO SPECIFICO SERVIZIO OFFERTO, DALLE COMMISSIONI DI NEGOZIAZIONE NE' DA ALTRE OPERAZIONI SVOLTE DALLA BANCA O DA SOCIETA' APPARTENENTI ALLO STESSO GRUPPO.

I RESPONSABILI DEI SERVIZI DELLA BANCA CHE POSSONO AVERE INTERESSE AD INFLUENZARE LA VALUTAZIONE DELL'OGGETTO DELL'ANALISI HANNO SOTTOSCRITTO APPOSITA DICHIARAZIONE NELLA QUALE SI OBBLIGANO A NON INTERFERIRE IN ALCUN MODO CON L'ATTIVITA' DI VALUTAZIONE DELL'ANALISTA.

NESSUNA PERSONA DIVERSA DALL'ANALISTA HA AVUTO ACCESSO AI CONTENUTI DELL'ANALISI PRIMA DELLA SUA DIFFUSIONE.

LA BANCA VIETA AI PROPRI DIPENDENTI DI:

- i. RICEVERE COMUNQUE INCENTIVI DA PARTE DELLA SOCIETA' OGGETTO DELL'ANALISI O
- ii. PROMETTERE TRATTAMENTI DI FAVORE NEI CONFRONTI DEL MEDESIMO OGGETTO DELL'ANALISI.

DAL MOMENTO IN CUI L'UFFICIO STUDI INIZIA LA PREDISPOSIZIONE DEL DOCUMENTO E FINO A QUANDO ESSO NON E' PUBBLICATA SUL SITO DI BORSA ITALIANA E' INOLTRE FATTO DIVIETO A TUTTI I DIPENDENTI DELLA BANCA, IVI COMPRESI I COMPONENTI DELL'UFFICIO STUDI, DI COMPIERE QUALSIASI OPERAZIONE PERSONALE RIGUARDANTE LO STRUMENTO FINANZIARIO OGGETTO DEL DOCUMENTO STESSO.

QUALSIASI OPINIONE, PREVISIONE O STIMA CONTENUTA NEL PRESENTE DOCUMENTO E' ESPRESSA SULLA BASE DELLA SITUAZIONE CORRENTE ED E' QUINDI POSSIBILE CHE I RISULTATI O GLI AVVENIMENTI FUTURI SI DISCOSTINO RISPETTO A QUANTO INDICATO IN TALI OPINIONI, PREVISIONI E STIME.

TUTTE LE INFORMAZIONI IVI CONTENUTE PROVENGONO DALLA SOCIETA' OGGETTO DELL'ANALISI E SONO COSTITUITE DALLE PUBBLICAZIONI PERIODICHE DELLA SOCIETA' STESSA (BILANCIO DI ESERCIZIO E BILANCIO CONSOLIDATO), SULLA CUI ATTENDIBILITA' RISPONDE LA SOCIETA' MEDESIMA.

L'ATTENDIBILITA' DELLE FONTI, ALLA DATA DEL PRESENTE DOCUMENTO, NON RISULTA ESSERE OGGETTO DI ACCERTAMENTI, PROVVEDIMENTI O PUBBLICHE SMENTITE DA PARTE DI AUTORITA' GIUDIZIARIE O DI VIGILANZA.

E' PRASSI SOTTOPORRE LA BOZZA DELL'ANALISI EFFETTUATA, SENZA VALUTAZIONE O PREZZO DI RIFERIMENTO, ALLA SOCIETA' OGGETTO DI ANALISI, ESCLUSIVAMENTE AL FINE DI VERIFICARE LA CORRETTEZZA DELLE INFORMAZIONI IVI CONTENUTE E NON DELLA VALUTAZIONE.

LA RIPRODUZIONE, ANCHE PARZIALE, DI QUESTO DOCUMENTO E' CONSENTITA PREVIA CITAZIONE DELLA FONTE. IL PRESENTE DOCUMENTO, O COPIA O PARTI DI ESSO, NON POSSONO ESSERE PORTATI, TRASMESSI, DISTRIBUITI O COMUNQUE UTILIZZATI NEGLI USA O DA PERSONA STATUNITENSE, NE' IN CANADA, AUSTRALIA, GIAPPONE O DA ALCUNA PERSONA IVI RESIDENTE.

LA DISTRIBUZIONE DEL PRESENTE DOCUMENTO IN ALTRI STATI POTRA' ESSERE OGGETTO DI RESTRIZIONI NORMATIVE E LE PERSONE CHE SIANO IN POSSESSO DEL PRESENTE DOCUMENTO DOVRANNO INFORMARSI SULL'ESISTENZA DI TALI RESTRIZIONI ED OSSERVARLE.

CON L'ACCETTAZIONE DELLA PRESENTE ANALISI FINANZIARIA SI ACCETTA DI ESSERE VINCOLATI DALLE RESTRIZIONI SOPRA ILLUSTRATE.

BANCA FINNAT EURAMERICA S.p.A.
Palazzo Altieri - Piazza del Gesù, 49 - 00186 - Roma
Tel (+39) 06 69933.1 - Fax (+39) 06 6784950
www.bancafinnat.it - banca@finnat.it
Capitale Sociale: Euro 72.576.000,00 i.v.
ABI 3087.4

R.E.A. n. 444286 - P.IVA n. 00856091004
C.F. e Reg. Imprese di Roma n. 00168220069
Iscritta all'albo delle banche - Capogruppo del gruppo bancario
Banca Finnat Euramerica, iscritta all'albo dei gruppi bancari
Aderente al fondo interbancario di tutela dei depositi