

RACCOMANDAZIONE
BUY (da BUY)

Target Price
9,4 € (da 4,74 €)

Grifal

Settore: Packaging
Codice negoziazione Bloomberg: GRAL IM
Mercato Euronext Growth Milan
Prezzo al 25/10/2021
4,00€ (price at market close)

Capitalizzazione di Borsa: 45.686.244 €
Numero di azioni: 11.397.688[^]
Patrimonio netto 30.06.2021: 17.350.805 €

[^]Al netto delle azioni proprie

Data ed ora
di produzione:
25.10.2021 ore 18:00
Data ed ora
di prima diffusione:
26.10.2021 ore 10:30
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

Claudio Napoli

Tel. +39 0669933.292

 E-mail: ufficio.studi@finnat.it

- La capogruppo 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 recente acquisizione di Tieng, già fornitore strategico di Grifal, rinforza la capacità produttiva del neo costituito Gruppo anche nel settore delle macchine per ondulazione che si cercherà di commercializzare nei confronti di potenziali licenziatari esteri.
- In un contesto di una sempre più spinta ricerca alla sostenibilità ambientale, la società punta all'introduzione sul mercato di una nuova ed innovativa tipologia di cartone ondulato, realizzato tramite un sistema produttivo proprietario, denominato "cArtù", che possa essere in grado di affermarsi quale nuovo ed innovativo standard industriale per le soluzioni di packaging e soprattutto quale alternativa, eco-sostenibile, al polistirolo.
- Le recenti acquisizioni, totalitarie, delle società Tieng S.r.l. e Cornelli BPE S.r.l. rafforzano l'esclusività delle produzioni Grifal e si presentano fortemente sinergiche ai fini dello sviluppo del business.
- Riteniamo che il nuovo perimetro aziendale, nel contesto della crescita economica attesa, possa consentire al neo costituito Gruppo di crescere, nel periodo 2020/2025, ad un tasso composto medio annuo superiore al 38% relativamente ai ricavi e di quasi il 90% per il margine operativo lordo (Ebitda). L'utile di Gruppo lo stimiamo ad € 13,6 milioni al 2025, per un Roe al 27,3%, da una perdita di € 946 migliaia (non proforma) consuntivata al 31.12.2020.
- Manteniamo una raccomandazione di acquisto sul titolo con Target Price alzato dal precedente € 4,74 all'attuale € 9,4.

Anno al 31/12 (k €)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Ricavi di Vendita	16765	27490	37195	50213	67788	84735
EBITDA	952	3331	6337	12475	18861	23470
EBIT	-1013	521	3192	9175	15066	19486
Utile di Gruppo	-946	51	2042	6319	10462	13629
Cash - flow	1020	2861	5187	9619	14257	17613
Equity	14445	17500	19542	25861	36320	49952
Pfn	-6666	-15220	-15429	-11895	-6857	2503
Roe	-	0,3	10,4	24,4	28,8	27,3

Fonte: Grifal; Stime: Banca Finnat

Attività & Strategie

Il Gruppo Grifal, leader italiano nel settore del packaging, è nato nel 2021 con le acquisizioni, da parte di Grifal SpA (azienda operante dal 1969), delle società Tieng Srl (società di engineering che produce impianti e macchinari per incollaggio tra i quali i sistemi di incollaggio degli ondulatori Grifal) e Cornelli Brand Packaging Experience Srl (società che si occupa di produzione e commercializzazione di scatole in cartone ondulato e della progettazione e realizzazione di nuove tecniche di branding applicate al packaging). Il Gruppo è quindi attivo nella progettazione, produzione e commercializzazione di soluzioni di imballaggio "personalizzate" ed eco-compatibili basate su innovativi sistemi di ondulazione. Le soluzioni di imballo proposte sono a base di polietilene espanso ondulato e cartone ondulato ma la società intende sviluppare soprattutto quest'ultimo al fine di giungere ad affermare la tecnologia cArtù e la linea di prodotti cushionPaper quali nuovi standard di imballaggio ecocompatibili. L'obiettivo etico ed aziendale è quello di sostituire le plastiche nel mercato degli imballaggi di protezione e di estendere i vantaggi di queste tecnologie sostenibili anche in settori diversi dal packaging. Opera prevalentemente in Italia (75% del fatturato al 30.06.2021) 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 con il prodotto "Mondaplen" (ovvero un foglio ondulato di polietilene espanso abbinato ad uno o a due fogli piani) e cartone ondulato con il prodotto "cArtù" (ovvero una nuova tipologia di cartone ondulato in grado di sostituire le plastiche espanso ancora molto utilizzate per la realizzazione degli imballi).

I costanti investimenti per lo sviluppo tecnologico e dei prodotti (circa il 10% del valore della produzione) hanno portato, negli anni, al deposito di 20 brevetti sia in Europa che negli Stati Uniti e consentito a Grifal di ampliare oggi la propria offerta anche alla progettazione e realizzazione delle macchine per l'ondulazione necessarie alla realizzazione dei suoi prodotti.



Fonte: Grifal

- **Cornelli Brand Packaging Experience Srl:**
In Cornelli sono ora concentrate tutte le attività di lavorazione del cartone ondulato tradizionale. A questo obiettivo di razionalizzazione ed efficientamento della struttura si aggiunge quello di disporre di un secondo sito produttivo. Cornelli, inoltre, apporta al Gruppo la sua vasta *expertise* nella progettazione e realizzazione di nuove tecniche di *branding* applicate al packaging.
- **Tieng Srl:**
Alla società di engineering, già fornitrice strategica di Grifal e specializzata nell'automatizzazione del packaging, è stato conferito il ramo aziendale di progettazione e produzione di macchine per l'ondulazione. Si è così completato il processo di riorganizzazione e concentrazione in un'unica azienda di tutte le competenze tecnologiche ed impiantistiche relative ai macchinari per l'incollaggio resine e adesivi nonché relative agli impianti per la produzione di materiali ondulati, principalmente a marchio cArtù e Mondaplen. Questa acquisizione, altamente sinergica, rinforza la capacità produttiva del Gruppo nelle macchine per ondulazione. L'obiettivo è quello di ottenere macchinari ancora più efficienti e performanti nella realizzazione di prodotti per il settore degli imballaggi ecosostenibili non solo al fine di soddisfare le richieste "interne" di nuovi impianti ma anche e soprattutto per clienti licenziatari "esteri". Entro fine anno, inoltre, troveranno realizzazione, nell'ambito del progetto di ampliamento della sede operativa di Grifal Spa che dovrebbe passare dagli attuali 12.500 mq a 18.500 mq, non solo la nuova linea di produzione cArtù 4.0 con stampa digitale integrata ma anche nuove linee di ondulazione ad incollaggio ad alta capacità produttiva. Tieng supporterà il Gruppo Grifal nella realizzazione dei macchinari necessari allo sviluppo organico del Gruppo ed al piano per la loro commercializzazione all'estero. Il progetto prevede che in Europa l'offerta si limiti agli ondulatori Mondaplen, per i trasformatori di plastiche espanse mentre negli USA potranno essere commercializzati anche gli ondulatori cArtù, principalmente per i produttori di imballaggi in cartone ondulato.
- **Grifal GmbH:**
Società costituita in Germania nel luglio 2018 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. Rappresenta un primo passo per l'introduzione della tecnologia Grifal nel principale mercato europeo.
- **Grifal Europe Srl:**
Società costituita ad inizio 2020 in Romania (Timisoara) al fine di presidiare il principale mercato di sbocco per Grifal e uno di quelli dove sono state delocalizzate le attività produttive di molti gruppi multinazionali. Il 12 luglio u.s. è stata avviata la produzione di cArtù nel nuovo stabilimento produttivo interamente dedicato agli imballi in cArtù (70 mila m3 annui prodotti a regime per un fatturato annuo previsto di € 6 milioni) destinati a produttori internazionali di elettrodomestici che hanno l'esigenza di garantirsi grandi volumi di materiali d'imballaggio ecosostenibili (in sostituzione delle plastiche espanse finora utilizzate) e con i quali poter instaurare rapporti di fornitura di lungo periodo.

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 (International Safe Transit Association) dove viene testata l'efficacia protettiva delle soluzioni d'imballo progettate attraverso 30 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 (circa il 32% del fatturato al 30.06.2021). 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, o di altri materiali termosaldabili, 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:

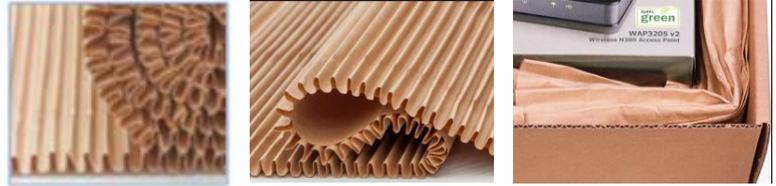


nuova tipologia di cartone ondulato (la cui incidenza sui ricavi di vendita ha raggiunto il 21% al 30.06.2021), dalle caratteristiche innovative, realizzato tramite un sistema produttivo proprietario. Rappresenta l'alternativa ecocompatibile al polistirolo, al poliuretano espanso ed alle altre plastiche 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 prodotto risulta essere quindi molto più resistente alla compressione pur mantenendo un peso ed un consumo di carta limitati (viene risparmiato circa il 70% della carta usualmente utilizzata nella produzione del classico cartone ondulato ed un metro cubo di cArtù può arrivare così a pesare circa 1/4 rispetto al cartone tradizionale in base alla tipologia di carta ed alla dimensione dell'onda). La tecnologia utilizzata per cArtù consente anche di diversificare le tipologie di carta utilizzata al fine di mitigare eventuali aumenti nei costi della materia prima. 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 all'80% di emissioni di CO2 rispetto ai tradizionali materiali da imballo. Il prodotto risulta quindi totalmente ecosostenibile, essendo riciclabile al 100% e facilmente compatto, potendo essere smaltito nella normale raccolta urbana differenziata. cArtù 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 nei primi sei mesi del 2021 sono stati lanciati circa 250 nuovi progetti di imballi di cui il 75% a base cArtù.

E' stata inoltre attivata una nuova linea di produzione di cArtù basata su di una innovazione di processo che consente 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 quale sostituto del polistirolo nel settore degli elettrodomestici "bianchi". Il prodotto cArtù offre poi grande vantaggio, per le imprese trasformatrici del cartone ondulato, soprattutto in un contesto quale quello attuale di forte rialzo dei prezzi delle materie prime fra le quali i prodotti cellulosici, in virtù proprio del cospicuo minor utilizzo di carta nel suo processo produttivo. Il classico cartone ondulato utilizza circa 140 chili di carta per ogni metro cubo realizzato mentre per la produzione del cArtù sono necessari solo 40 chili di carta per metro cubo, consentendo di ammortizzare al meglio ogni eventuale rincaro della materia prima utilizzata, con grande beneficio per la tenuta della marginalità.

cushionPaper:

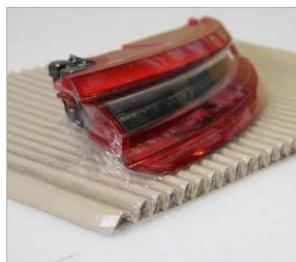
Rappresenta l'alternativa ecologica al "film a bolle" per imballi a protezione di oggetti delicati. Prodotto composto da uno strato liscio di carta abbinato ad un altro strato ondulato reso tale grazie alla tecnologia proprietaria brevettata di ondulazione.

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.



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.



Ondulati Tecnici in Mondaplen, per applicazioni diverse dal packaging, da commercializzare quali semilavorati per i clienti-partner e quali prodotti finiti per una clientela retail. Questi prodotti sono 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.

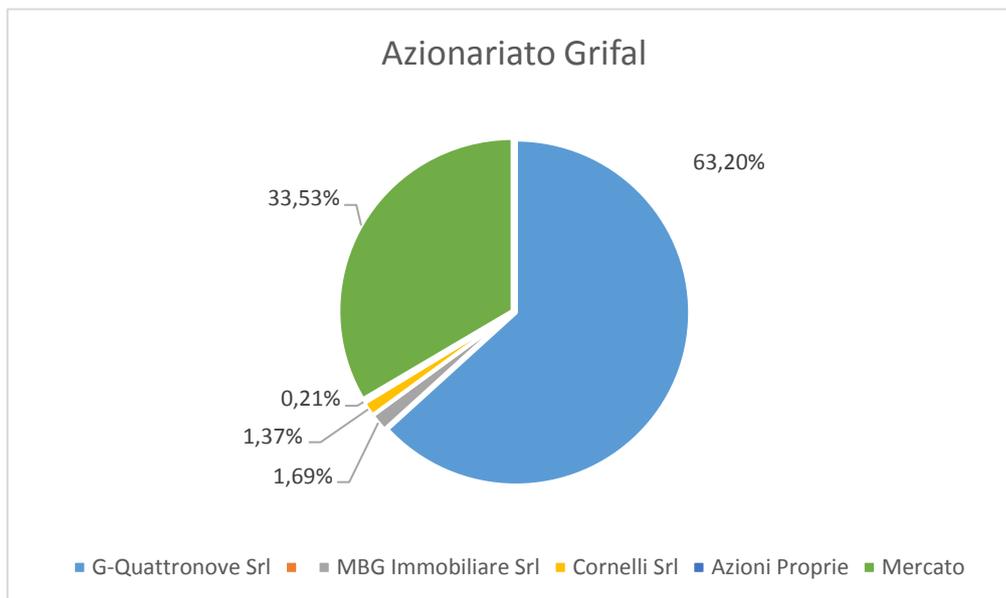
E' stata realizzata una struttura dedicata dove sono già attivi tre ondulatori per materiali fonoassorbenti e filtranti e questa nuova area di produzione sarà pienamente operativa entro fine anno con il completamento dei fine linea di trasformazione. Nel corso dei prossimi mesi è prevista la commercializzazione di materiali ondulati fonoassorbenti estetici, dedicati al mercato americano e materiali di protezione (wall bumper) dedicati al mercato europeo.



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 ottenuto le certificazioni FSC e PEFC per i prodotti di origine forestale. Entrambe le certificazioni, riconosciute a livello internazionale, garantiscono che la carta e cartone utilizzati dall'azienda per i propri prodotti provenga da foreste gestite in modo sostenibile e responsabile.

Azionariato



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

Il capitale sociale, suddiviso in n. 11.421.561 azioni, è detenuto per il 63,2% da G-Quattronove S.r.l. (Famiglia Gritti) e, a seguito delle acquisizioni di Tieng Srl e Cornelli BPE Srl, l'1,69% del capitale è detenuto da MBG Immobiliare Srl (società cedente/conferente di Tieng Srl) mentre l'1,37% è in capo a Cornelli Srl (società cedente del ramo d'azienda che ha formato oggetto della newco Cornelli BPE Srl).

Le azioni proprie sono pari a n° 23.873 (0,21% del capitale) mentre il flottante sul mercato è pari al residuo 33,53%.

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.

La politica di sostenibilità di Grifal per la progettazione di imballi sostenibili prevede:

- la riduzione costante della dimensione degli imballi eliminando i materiali superflui e mantenendo l'efficacia della protezione.
- L'aumento dell'efficienza della logistica e la riduzione dei volumi nei magazzini con imballi adatti a prodotti di ogni forma, peso e dimensione.
- Il risparmio energetico realizzando soluzioni che richiedano meno impianti (stampi e fustelle).
- La realizzazione di prodotti in carta riciclata e riciclabile, certificata FSC, perfettamente inserita in un contesto di economia circolare.
- La massimizzazione della qualità dell'imballo grazie a test di trasporto e protezione certificati ASTA e Amazon.
- La ridotta emissione nell'ambiente di anidride carbonica (CO₂). Per realizzare 1 metro cubo di cArtù si emettono 35Kg. di CO₂ eq. Per produrre, invece, 1 metro cubo di lastra di polistirolo, il materiale più ecologico dopo cArtù, le emissioni di CO₂ sono 2,4 volte superiori. Utilizzare in un anno 100.000 Kg di cArtù o cushionPaper, anziché la stessa quantità di polistirolo, permette di evitare l'immissione in atmosfera di 418.000 kg. di CO₂ pari a quanto ne assorbirebbero 59.976 alberi che occupano una superficie grande quanto quella di 84 campi da calcio.
- L'adozione dell'analisi di Life Cycle Assessment (LCA) per gestire con maggiore precisione l'impatto ambientale della Linea cArtù e cushionPaper. Il calcolo prende in considerazione le materie prime che costituiscono il prodotto, la fase di produzione, la fase di distribuzione, quella d'uso ed il fine vita. L'analisi ha confermato che la tecnologia utilizzata da Grifal permette la realizzazione di prodotti per imballaggio con un impatto ambientale drasticamente più basso rispetto a quello dei materiali alternativi quali polistirolo, pluriball, cartone ondulato tradizionale e polietilene. Pur tuttavia, la stessa analisi ha permesso di avanzare proposte di miglioramento al fine di ridurre ulteriormente le emissioni di CO₂ identificando quali possibili interventi: la modifica del fornitore della carta, la modifica del mix elettrico e l'adozione di veicoli di classe emissiva Euro 6 per la distribuzione.

ESG Highlights: Environmental, Social, Governance

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 14001:2015 del Sistema di Gestione Ambientale per la protezione dell'ambiente, la prevenzione dell'inquinamento, la riduzione dei rifiuti, del consumo di energia e materiali.
- Sono state ottenute le certificazioni FSC e PEFC, entrambe riconosciute a livello internazionale, che garantiscono 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.
- E' stata ottenuta la certificazione KIWA per la conformità dei sottoprodotti di materie plastiche in accordo alla norma UNI 10667-1:2017
- 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 lo 0,1% di questi, emulsioni e oli utilizzati per le macchine, è classificata come pericolosa.
- 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 (circa l'81% 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.
- Installato un sistema di aspirazione dell'aria centralizzato per convogliare all'esterno i fumi delle lavorazioni di termo saldatura, incollaggio e stampa.

ESG

- L'azienda consente l'utilizzo dei premi di produzione nell'ambito di un progetto di welfare aziendale.
- Il 91% 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.

A seguito dell'emergenza COVID la società ha disposto:

- Stipulato una polizza assicurativa supplementare per tutti i dipendenti in caso di positività al covid-19.
- Attivato un servizio specializzato di sanificazione periodica di tutti gli spazi aziendali.
- Intensificata la prevenzione attraverso il controllo quotidiano della temperatura e delle distanze
- Distribuito dispositivi di protezione individuale (mascherine, guanti e gel igienizzante).
- Migliorato il ricambio di aria in tutti gli ambienti e igienizzato i mezzi aziendali.
- Attivato procedure specifiche per i trasportatori durante le operazioni di carico/scarico merci.
- Introdotto lo smart working tra gli impiegati con presenza in ufficio ridotta tra il 40 ed il 60%.

ESG

- Nei processi di selezione del personale non si applicano discriminazioni di genere. Il 27,3% del personale è donna.
- Tuttavia, tra le posizioni dirigenziali (3) non sono presenti donne; nel Consiglio d'Amministrazione 3 componenti su 4 sono donne.

Fonte: informazioni tratte dal questionario ESG compilato dalla Società

Risultati al 30 giugno 2021

EUR (K)	1H 2020	1H 2021	VAR%	FY 2021E
Ricavi di Vendita	7752	12275	58	27490
Valore della Produzione	9357	14568	56	31540
Materie Prime	3944	5606	42	12300
%	42,1	38,5		39
^Rimanenze	(76)			-
Costi per servizi	2293	3850	68	6939
%	24,5	26,4		22
Beni di terzi	465			1419
%	5			4,5
Valore Aggiunto	2732	4472	64	10881
%	29,2	30,7		34,5
Ricavi accessori		640		
Costo del lavoro	2455	3776	54	7550
%	26,2	25,9		23,9
Oneri di gestione	51	44		
EBITDA	227	1292		3331
%	2,9	10,5		12,1
Ammortamenti & Svalutazioni	931	1321	42	2810
%	12	10,8		10,2
EBIT	-705	-28		521
%	-			1,9
Oneri finanziari	87	119		290
Utile ante imposte	-792	-148		231
%	-			0,8
Imposte	(192)	37		180
Tax rate (%)	-			77,8
Risultato Netto di Gruppo	-600	-184		51
%	-			0,2
Cash Flow	331	1136		2861
%	4,3	9,2		10,4
PFN	-5176	-9470		-17130
Equity	9666	17351		16839
ROI	-	-		1,5
ROE	-	-		0,3

Fonte: Grifal

Il primo semestre 2021 si è caratterizzato per una ripresa della domanda nonostante il perdurare della fase emergenziale dovuta alla pandemia da covid-19 e, grazie ad una offerta particolarmente distintiva, l'andamento degli ordinativi ha continuato a presentarsi sostenuto, raggiungendo, a fine semestre, il 68% dei ricavi 2020 a fronte del 46% del periodo di confronto. I ricavi di vendita (a perimetro disomogeneo) sono cresciuti, nel semestre, del 58%, rispetto al 30 giugno 2020, da € 7,8 milioni a € 12,3 milioni (le due acquisizioni effettuate nel corso del primo trimestre hanno contribuito ai risultati semestrali per cinque mesi per quanto riguarda Tieng Srl e per tre mesi per quanto riguarda Cornelli BPE Srl) mentre, a parità di perimetro, la capogruppo Grifal SpA ha conseguito ricavi per € 10,7 milioni, con un incremento del 38% rispetto al corrispondente periodo 2020. Nonostante aumenti del 42% nel costo delle materie prime (da € 3,9 milioni al 30 giugno 2020 a € 5,6 milioni), del 68% nel costo dei servizi (da € 2,3 milioni al 30 giugno 2020 a € 3,8 milioni) e del 54% nel costo del lavoro (da € 2,5 milioni a € 3,8 milioni), il margine operativo lordo (Ebitda) è riuscito a portarsi al 10,5% del fatturato, rispetto al 2,9% conseguito a fine semestre 2020 sul precedente perimetro aziendale, attestandosi ad € 1,3 milioni rispetto ad € 227 migliaia del periodo di confronto. Una crescita del 42% degli ammortamenti, da € 931 migliaia al 30 giugno 2020 ad € 1,3 milioni (comprensivi di € 110 migliaia relativi ad avviamenti e differenze di consolidamento), ha determinato una perdita operativa netta (Ebit) per € 28 migliaia a fronte della perdita di € 705 migliaia fatta registrare a consuntivo del primo semestre 2020. In termini di Risultato netto, il Gruppo ha registrato una perdita di € 184 migliaia a fronte di una perdita (non proforma) per € 600 migliaia del primo semestre dell'esercizio 2020. L'indebitamento netto si è portato ad € 9,5 milioni, da € 6,7 milioni al 31.12.2020 mentre il patrimonio netto si è attestato ad € 17,3 milioni da € 14,4 milioni al 31.12.2020, beneficiando di una raccolta pari a € 2,3 milioni derivante dalla recente ultima conversione di warrants - al termine del residuo periodo temporale 1 giugno 2021/15 giugno 2021 sono stati esercitati n° 676.841 warrants (2018-2021) nel rapporto 1:1 ad un prezzo di esercizio di € 3,46.

Outlook 2021-2025

OLD ESTIMATES

EUR (K)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	CAGR 20/24
Ricavi di Vendita	18637	16765	27500	34375	42969	49414	<i>31</i>
Valore della Produzione	21764	19917	30500	37375	45969	52414	
Materie Prime	8515	8012	11590	14202	17000	19393	
%	<i>39,1</i>	<i>40,2</i>	<i>38</i>	<i>38</i>	<i>37</i>	<i>37</i>	
Costi per Servizi	4721	4805	6405	7849	9194	10483	
%	<i>21,7</i>	<i>24,1</i>	<i>21</i>	<i>21</i>	<i>20</i>	<i>20</i>	
Beni di terzi	933	959	1220	1495	1839	2097	
%	<i>4,3</i>	<i>4,8</i>	<i>4</i>	<i>4</i>	<i>4</i>	<i>4</i>	
Valore Aggiunto	7595	6141	11285	13829	17936	20441	
%	<i>34,9</i>	<i>30,8</i>	<i>37</i>	<i>37</i>	<i>39</i>	<i>39</i>	
Costo del lavoro	5271	5168	7425	8937	9831	10323	
%	<i>24,2</i>	<i>25,9</i>	<i>24,3</i>	<i>23,9</i>	<i>21</i>	<i>20</i>	
Oneri di gestione	101	143	192	241	301	346	
^Rimanenze	(257)	(122)					
EBITDA	2480	952	3667	4651	7804	9773	<i>79</i>
%	<i>13,3</i>	<i>5,7</i>	<i>13,3</i>	<i>13,5</i>	<i>18,2</i>	<i>19,8</i>	
Ammortamenti & Svalutazioni	1798	1966	2300	2350	2400	2400	
%	<i>9,6</i>	<i>11,7</i>	<i>8,4</i>	<i>6,8</i>	<i>5,6</i>	<i>4,9</i>	
EBIT	682	-1013	1367	2301	5404	7373	
%	<i>3,7</i>	<i>-</i>	<i>5</i>	<i>6,7</i>	<i>12,6</i>	<i>14,9</i>	
Oneri finanziari	185	229	230	230	230	230	
Utile ante imposte	497	-1242	1137	2071	5174	7143	
%	<i>2,7</i>	<i>-</i>	<i>4,1</i>	<i>6</i>	<i>12</i>	<i>14,4</i>	
Imposte	(6)	(296)	296	538	1345	1857	
Tax rate (%)	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>26</i>	<i>26</i>	<i>26</i>	<i>26</i>	
Risultato Netto di Gruppo	503	-946	842	1532	3829	5286	
%	<i>2,7</i>	<i>-</i>	<i>3,1</i>	<i>4,5</i>	<i>8,9</i>	<i>10,7</i>	
Cash Flow	2301	1020	3142	3882	6229	7686	
%	<i>12,3</i>	<i>6,1</i>	<i>11,4</i>	<i>11,3</i>	<i>14,5</i>	<i>15,5</i>	
PFN	-4419	-6666	-8190	-8588	-5769	-1951	
Equity	10261	14445	15287	16819	20648	25934	
CIN	14680	21112	23477	25408	26417	27885	
ROI	4,6	-	5,8	9	20,5	26,4	
ROE	4,9	-	5,5	9,1	18,5	20,4	
Capex	2951	2986	3000	3000	3000	3000	
NWC	5214	5068	6733	8014	8423	9291	

Fonte: Grifal; Stime: Banca Finnat

NEW ESTIMATES

EUR (K)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	CAGR 20/25
Ricavi di Vendita	18637	16765	27490	37195	50213	67788	84735	38,3
Valore della Produzione	21764	19917	31540	39195	54713	74288	88235	
Materie Prime	8515	8012	12300	15208	21229	29418	34941	
%	39,1	40,2	39	38,8	38,8	39,6	39,6	
Costi per Servizi	4721	4805	6939	7633	9082	11589	13765	
%	21,7	24,1	22	19,5	16,6	15,6	15,6	
Beni di terzi	933	959	1419	1568	2079	2600	2823	
%	4,3	4,8	4,5	4	3,8	3,5	3,2	
Valore Aggiunto	7595	6141	10881	14787	22323	30681	36706	
%	34,9	30,8	34,5	37,7	40,8	41,3	41,6	
Costo del lavoro	5271	5168	7550	8450	9848	11820	13235	
%	24,2	25,9	23,9	21,5	18	16	15	
Oneri di gestione	101	143						
^Rimanenze	(257)	(122)						
EBITDA	2480	952	3331	6337	12475	18861	23470	89,8
%	13,3	5,7	12,1	17	24,8	27,8	27,7	
Ammortamenti & Svalutazioni	1798	1966	2810	3145	3300	3795	3985	
%	9,6	11,7	10,2	8,5	6,6	5,6	4,7	
EBIT	682	-1013	521	3192	9175	15066	19486	
%	3,7	-	1,9	8,6	18,3	22,2	23	
Oneri finanziari	185	229	290	356	398	535	557	
Utile ante imposte	497	-1242	231	2836	8777	14531	18929	
%	2,7	-	0,8	7,6	17,5	21,4	22,3	
Imposte	(6)	(296)	180	794	2457	4069	5300	
Tax rate (%)	-	-	77,8	28	28	28	28	
Risultato Netto di Gruppo	503	-946	51	2042	6319	10462	13629	
%	2,7	-	0,2	5,5	12,6	15,4	16,1	
Cash Flow	2301	1020	2861	5187	9619	14257	17613	
%	12,3	6,1	10,4	13,9	19,1	21	20,8	
PFN	-4419	-6666	-15220	-15429	-11895	-6857	2503	
Equity	10261	14445	17500	19542	25861	36320	49952	
CIN	14680	21112	32720	34971	37756	43180	47449	
ROI	4,6	-	1,6	9,1	24,3	34,9	41,1	
ROE	4,9	-	0,3	10,4	24,4	28,8	27,3	
Capex	2951	2986	9300	4300	2300	4650	3000	
NWC	5214	5068	8144	9240	13025	17595	22848	

Fonte: Grifal; Stime: Banca Finnat

Secondo una ricerca pubblicata da "Market Watch" il settore del "green packaging" è destinato ad aumentare, a livello globale, di ben 154 mld \$ entro il 2028 (+60%) raggiungendo un fatturato superiore a 413 mld \$ (cagr 6%). In Italia, la quota di packaging "sostenibile e riciclabile al 100%" è limitata, al momento, al 6,2%, rappresentando quindi un driver importante per ottenere una crescita a doppia cifra per il mercato delle soluzioni "eco-friendly". Grifal mantiene quindi saldo l'obiettivo di affermare i propri prodotti come nuovi standard di imballaggio, in un contesto di sempre maggiore interesse, da parte dei grandi utilizzatori di imballi, verso la progressiva sostituzione della plastica (polistirolo e poliuretano espanso) con alternative eco-sostenibili. Appare in costante crescita, peraltro, anche il contesto concorrenziale, con l'industria della carta che accelera non solo sul business dell'imballaggio (oltre il 50% del settore è rappresentato oramai dagli imballaggi) ma anche sulla sostenibilità delle produzioni, con l'87% degli imballaggi di provenienza da fibre riciclate. Le acquisizioni, altamente sinergiche, di Tieng e Cornelli consentono ora a Grifal non solo di rafforzare il business esistente ma anche di ampliare il proprio campo di azione con l'offerta commerciale, sul mercato europeo e nord americano, di sistemi di ondulazione (prodotti da Tieng) da offrire non solo ai produttori di imballaggi in cartone ondulato ma anche ai trasformatori di plastiche espansive (polietilene).

Tenuto ora conto del nuovo perimetro aziendale, nonché dell'attesa accelerazione "organica" del business in scia alla ripresa economica che dovrebbe caratterizzare l'orizzonte temporale di medio termine, stimiamo che il fatturato 2021 possa attestarsi ad € 27,5 milioni e giungere a € 84,7 milioni al termine del periodo di previsione (2025), per un tasso composto medio annuo di crescita, sul periodo 2020/2025, pari al 38,3%.

Il margine operativo lordo (Ebitda) lo stimiamo in crescita media annua di quasi il 90%, con una previsione ad € 3,3 milioni a consuntivo 2021 per giungere ad € 23,5 milioni al 2025 con una redditività sul fatturato dal 12,1% stimata a consuntivo 2021 al 27,7% al 2025.

In merito al risultato operativo netto (Ebit), lo prevediamo a € 521 migliaia a consuntivo 2021 per giungere a € 19,5 milioni a fine periodo previsionale (2025), con un Ros in aumento progressivo dall'1,9% al 23%. Il Risultato Netto di Gruppo dovrebbe quindi attestarsi ad € 2 milioni nel 2022 (da € 51 migliaia stimati per il consuntivo 2021) per portarsi ad € 13,6 milioni nel 2025.

La posizione finanziaria netta dovrebbe restare negativa fino al 2024, con un indebitamento netto di € 15,2 milioni a consuntivo 2021 e pari ad € 6,8 milioni a fine 2024, per portarsi positiva (cassa) per € 2,5 milioni nel 2025.

Il patrimonio netto, atteso ad € 17,5 milioni a fine 2021, lo stimiamo ad € 50 milioni nel 2025.

Valuation

A fini valutativi abbiamo utilizzato la metodologia del Discounted Cash Flow con previsione esplicita dei flussi di cassa generati nel periodo 2021/2025.

La forte crescita stimata nel periodo (cagr sull' Ebitda pari all'89,8%) ci ha indotto, prudenzialmente, a ridurre all'1% dal precedente 1,5% il tasso (g) di crescita perpetua. Il WACC è stato determinato al 7,65% (precedente 7,34%) in funzione di un Free Risk Rate e Market Risk Premium mantenuti immutati, rispettivamente, all'1% e al 9,75% mentre il coefficiente Beta è stato portato a 0,89 (fonte Bloomberg) dal precedente 0,84. Si è tenuto conto di una struttura patrimoniale debt/equity pari a 0,25/0,75, un costo lordo del debito pari al 2,2% ed un tax rate del 28%.

Otteniamo un Enterprise Value pari a 116,6 milioni di euro ed un Valore ad Equity pari a **9,4 euro/azione**. La nostra raccomandazione sul titolo permane di acquisto.

Cash Flow Model (K €)

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
EBIT	521	3192	9175	15066	19486
Imposte	180	794	2457	4069	5300
NOPAT	341	2398	6718	10997	14186
D&A	2810	3145	3300	3795	3985
Capex	9300	4300	2300	4650	3000
CNWC	3077	1096	3785	4569	5254
FOCF	-9226	147	3933	5573	9917

Stime: Banca Finnat

DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	1
WACC (%)	7,65
Discounted Terminal Value	110.683
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	6.074
Enterprise Value	116.757
Net financial position as of 30/06/2021	-9.470
Equity Value	107.287
Nr. of shares net of treasury shares (k)	11.398
Value per share	9,4

Stime: Banca Finnat

WACC Calculation (%)

Risk free rate	1
Market risk premium	9,75
Beta (x)	0,89
Cost of Equity	9,68
Equity/(Debt+Equity)	0,75
Gross cost of debt	2,2
Tax rate	28
Net cost of debt	1,58
Debt/(Debt+Equity)	0,25
WACC	7,65

Stime: Banca Finnat

INCOME STATEMENT (Eur k)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Ricavi di Vendita	18637	16765	27490	37195	50213	67788	84735
Valore della Produzione	21764	19917	31540	39195	54713	74288	88235
Materie Prime	8515	8012	12300	15208	21229	29418	34941
Costi per Servizi	4721	4805	6939	7633	9082	11589	13765
Beni di terzi	933	959	1419	1568	2079	2600	2823
Valore Aggiunto	7595	6141	10881	14787	22323	30681	36706
Costo del lavoro	5271	5168	7550	8450	9848	11820	13235
Oneri di gestione	101	143					
^Rimanenze	(257)	(122)					
EBITDA	2480	952	3331	6337	12475	18861	23470
Ammortamenti & Svalutazioni	1798	1966	2810	3145	3300	3795	3985
EBIT	682	-1013	521	3192	9175	15066	19486
Oneri finanziari	185	229	290	356	398	535	557
UTILE ANTE IMPOSTE	497	-1242	231	2836	8777	14531	18929
Imposte	(6)	(296)	180	794	2457	4069	5300
Tax-rate (%)	-	-	77,8	28	28	28	28
RISULTATO NETTO DI GRUPPO	503	-946	51	2042	6319	10462	13629
Cash Flow	2301	1020	2861	5187	9619	14257	17613
BALANCE SHEET (Eur k)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Patrimonio Netto	10261	14445	17500	19542	25861	36320	49952
PFN	-4419	-6666	-15220	-15429	-11895	-6857	2503
Capitale Investito Netto	14680	21112	32720	34971	37756	43180	47449
FINANCIAL RATIOS (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
EBITDA margin	13,3	5,7	12,1	17	24,8	27,8	27,7
EBIT margin	3,7	-	1,9	8,6	18,3	22,2	23
Net margin	2,7	-	0,2	5,5	12,6	15,4	16,1
Net Debt/Ebitda(x)	1,8	7	4,6	2,4	0,95	0,36	-
Net Debt/Equity(x)	0,4	0,5	0,87	0,79	0,46	0,2	-
ROI	4,6	-	1,6	9,1	24,3	34,9	41,1
ROE	4,9	-	0,3	10,4	24,4	28,8	27,3
GROWTH RATES (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Ricavi di Vendita		-10	64	35	35	35	25
EBITDA		-61,6	250	90	97	51,2	24,4
EBIT		-	-	512	187	64,2	29,3
Net Profit		-	-	-	209	65,56	30,3
Cash Flow		-55,7	181	81	85	48,2	23,5
VALUATION METRICS	2019	2020	2021E^	2022E^	2023E^	2024E^	2025E^
EPS	0,05	-0,09	0,005	0,18	0,55	0,92	1,19
CFPS	0,22	0,1	0,25	0,45	0,84	1,25	1,55
BVPS	0,97	1,37	1,53	1,71	2,27	3,2	4,4
P/E	83,9	-	-	22,3	7,2	4,4	3,3
P/CF	18,3	41,4	15,9	8,8	4,7	3,2	2,6
P/BV	4,1	2,9	2,6	2,3	1,8	1,3	0,9
EV/SALES	2,5	2,9	2,2	1,6	1,1	0,8	0,5
EV/EBITDA	18,8	51,3	18,3	9,6	4,6	2,8	1,8
EV/EBIT	68,4	-	116,8	19,1	6,3	3,5	2,2

Fonte: Grifal; Stime: Banca Finnat; ^Data per share al netto azioni proprie

Raccomandazioni emesse sul titolo GRIFAL nei 12 mesi precedenti

Date	Rating	Target Price	Market Price
26.04.2021	Buy	4,74 €	3,92 €
15.10.2020	Buy	3,0 €	2,20 €
24.04.2020	Buy	2,94 €	2,27 €
30.10.2019	Buy	5,3 €	3,42 €

Rating System (orizzonte temporale di 12 mesi)

BUY: se il target price è almeno del 15% più elevato del prezzo corrente di mercato

HOLD: se il target price è compreso nel range +/-15% rispetto al prezzo corrente di mercato

SELL: se il target price è almeno del 15% più basso del prezzo corrente di mercato

NO RATING: mancanza di basi fondamentali sufficienti per formulare una raccomandazione e/o un target price

Banca Finnat Research Rating Distribution
30/09/2021

N° Ricerche emesse ultimi 12 mesi: 28	BUY	HOLD	SELL	N.R.
Percentuali di raccomandazioni sul totale ricerche	86%	14%	0%	0%
Percentuali di Società coperte alle quali Banca Finnat offre servizi di investimento	100%	100%	-	-

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. Per maggiori informazioni sul documento metodologico si rinvia al 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>.

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, di carattere ordinario od eccezionale, 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 dello specialist (MIT SIM) dell'emittente. Si comunica, inoltre, che (1) Banca Finnat svolge il ruolo di nominated advisor in favore dell'emittente e presta o ha prestato (2) servizi di investimento e (3) servizi 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.