

RACCOMANDAZIONE
BUY (da BUY)

Target Price
7,74 € (da 9,4 €)

Grifal

Settore: Packaging
Codice negoziazione Bloomberg: GRAL IM
Mercato Euronext Growth Milan
Prezzo al 26/04/2022
3,1€ (price at market close)

Capitalizzazione di Borsa:
35.406.839 €
Numero di azioni:
11.397.688^
Patrimonio netto 31.12.2021:
16.681.619 €

^Al netto delle azioni proprie

**Data ed ora
di produzione:**
27.04.2022 ore 12:00
**Data ed ora
di prima diffusione:**
27.04.2022 ore 15:30
**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.
- 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, 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, ai materiali plastici da sempre utilizzati negli imballaggi.
- Dopo un 2021 caratterizzato da una gestione operativa migliore rispetto all'esercizio precedente ma inferiore alle nostre aspettative, gli ordinativi del primo trimestre 2022 appaiono in crescita annua prossima al 60%, a parità di perimetro, inducendoci a confermare le stime prospettiche relative al fatturato, in precedenza già da noi formulate, per il periodo 2022/2025.
- Prevediamo quindi che in tale periodo il tasso composto medio annuo di crescita possa attestarsi al 34% per i Ricavi netti di vendita e risultare superiore all'80% per il Margine operativo lordo (Ebitda). Stimiamo un Utile di Gruppo ad €1,85 milioni a consuntivo dell'esercizio in corso, da una perdita di € 836,5 migliaia registrata a consuntivo 2021, per giungere ad € 13,1 milioni a fine 2025.
- Manteniamo una raccomandazione di acquisto sul titolo pur con Target Price abbassato a € 7,74 dal precedente € 9,4.

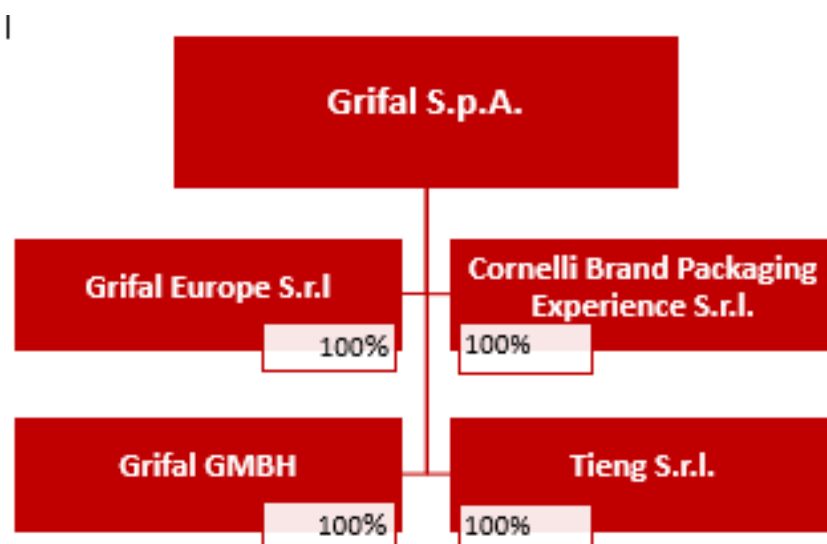
**Anno al 31/12
(k €)**

	2020^	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Ricavi di Vendita	16765	26065	37195	50213	67788	84735
EBITDA	952	2106	6071	10862	17447	22983
EBIT	-1013	-715	2926	7462	13447	18783
Utile di Gruppo	-946	-836	1850	5107	9326	13152
Cash - flow	1020	1985	4995	8507	13326	17352
Equity	14445	16682	18532	23639	32965	46117
Pfn	-6666	-12238	-17118	-13513	-8555	1395
Roe	-	-	10	21,6	28,3	28,5

Fonte: Grifal; Stime: Banca Finnat; ^dati non proforma

Attività & Strategie

Il Gruppo Grifal, leader italiano nel settore del packaging industriale e di protezione, 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 resine ed adesivi 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 nonché dell'ideazione 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 aziendale è quello di sostituire le plastiche nel mercato degli imballaggi di protezione e giungere alla realizzazione di un network internazionale di siti produttivi, in partnership con aziende produttrici di imballaggi, dedicati alla produzione e trasformazione soprattutto di cArtù. Ad oggi opera prevalentemente in Italia (per il 75% del fatturato), attraverso il proprio stabilimento di Cologno al Serio (BG) ed offre soluzioni di imballo a base di polietilene espanso ondulato con il prodotto "Mondaplen" (scadenza brevetto aprile 2034) e cartone ondulato con il prodotto "cArtù" (scadenza brevetto febbraio 2035). 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 (in 23 Paesi), sia in Europa che negli Stati Uniti. Il portafoglio clienti comprende aziende dei settori elettromeccanico, arredamento, elettronico, automotive e medicale. Con le recenti acquisizioni di Tieng e Cornelli, Grifal amplia ora 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 introdurre innovazioni di prodotto e di processo che diano come risultato una riduzione dei costi e dell'impatto ambientale del packaging, ottenendo 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 macchinari ma anche e soprattutto per clienti licenziatari "terzi". Nell'esercizio in corso, inoltre, troveranno realizzazione, nell'ambito del progetto di ampliamento della sede operativa di Grifal Spa la quale 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 alta capacità produttiva (triplo rispetto alle linee attuali).
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. Lo stabilimento produttivo ivi localizzato, già suscettibile di dover aumentare la propria capacità produttiva a ragione delle sempre più pressanti richieste, è interamente dedicato agli imballi in cArtù (70 mila m3 annui destinati ad essere 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 espansive finora utilizzate. Il nuovo impianto ha già ottenuto la certificazione ISO 14001:2015 in merito ai sistemi di gestione ambientale; la certificazione ISO 9001:2015 per la gestione della qualità e la certificazione FSC per la sostenibilità dei prodotti realizzati con materie prime di origine forestale.

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 dell'area packaging). 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 dell'area packaging ha raggiunto il 26%), dalle caratteristiche innovative, realizzato tramite un sistema produttivo proprietario brevettato. 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% - a parità di volume - 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 al 74% di emissioni di CO2 rispetto ai tradizionali materiali da imballo. Il prodotto risulta quindi totalmente ecosostenibile, essendo riciclabile al 100% e facilmente compattabile, 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.

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 ondulado reso tale grazie alla tecnologia proprietaria brevettata di ondulazione.

Grazie alla superficie flessibile in carta ondolata, 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.

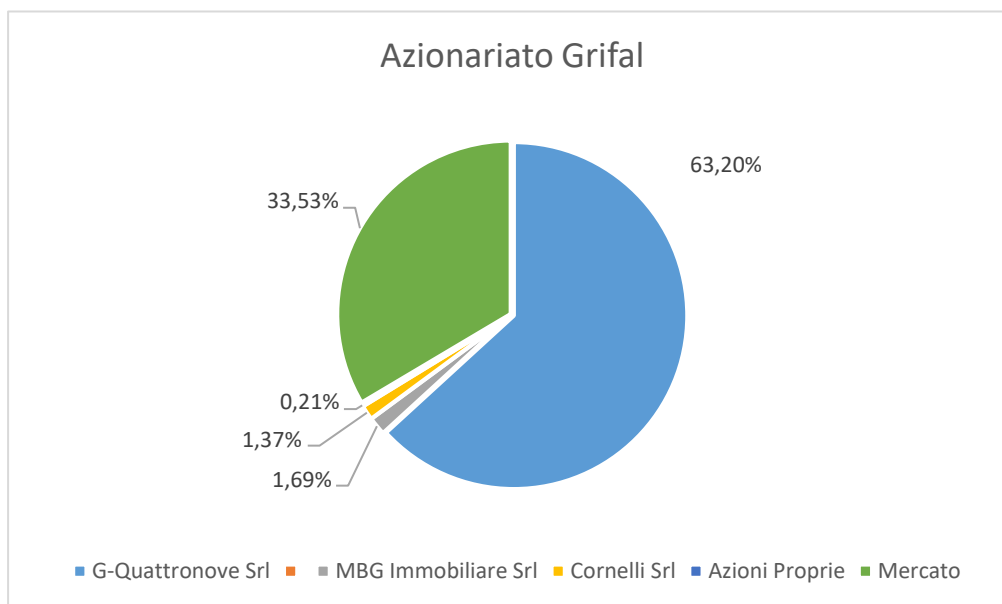
E' stata realizzata una struttura dedicata dove sono già attivi tre ondulatori per materiali fonoassorbenti e filtranti. E' prevista la commercializzazione di materiali ondulati fonoassorbenti estetici dedicati al mercato americano e materiali di protezione (wall bumper) dedicati al mercato europeo.



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



Fonte: Grifal

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 ISTA 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 con minore impatto 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 delle Linee di produzione cArtù e cushionPaper. L'analisi, prendendo in considerazione le materie prime che costituiscono il prodotto, la fase di produzione, la fase di distribuzione, quella d'uso ed il fine vita, 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. cArtù si presenta quale soluzione fino all'80% più ecologica degli imballi tradizionali mentre l'impiego di una sola scatola di cushionPaper consente di evitare l'emissione in atmosfera di 20,52Kg di CO₂, pari all'anidride carbonica che assorbono 60 alberi.

ESG Highlights: *Environmental, Social, Governance*

ESG

- E' stata ottenuta la certificazione ISO 14001:2015 per il Sistema di Gestione Ambientale a protezione dell'ambiente, la prevenzione dell'inquinamento, la riduzione dei rifiuti ed il consumo di energia e materiali.
- E' stata ottenuta la certificazione ISO 9001:2015 per il Sistema di Gestione Qualità.
- Sono state ottenute le certificazioni FSC e PEFC, entrambe riconosciute a livello internazionale, che garantiscono che il 100% della carta utilizzata da Grifal per i propri prodotti derivi 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 0,2% di questi, emulsioni e oli utilizzati per le macchine, è classificata come pericolosa.
- Il 90% degli scarti di produzione del Gruppo è riciclabile mentre lo scarto in polietilene viene restituito al produttore affinché venga rimesso nel ciclo produttivo.
- 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 che si rende 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 90% dei dipendenti è assunta con contratti a tempo indeterminato.
- Nei processi di selezione del personale non si applicano discriminazioni di genere. Il 30% del personale è donna.
- 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 quotidiana 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%.
- Nel 2021 è stato erogato un premio speciale di 250 euro ai dipendenti per l'impegno costante dimostrato durante l'anno precedente a fronte delle difficoltà legate alla situazione globale.

ESG

Tra le posizioni dirigenziali (7) una donna è dirigente; nel Consiglio d'Amministrazione 3 componenti su 7 sono donne (43%).

Fonte: informazioni tratte dal questionario ESG compilato dalla Società

Risultati al 31 dicembre 2021

EUR (K)	FY 2020^	FY 2021	VAR%	FY 2021E
Ricavi di Vendita	16765	26065	55	27490
Valore della Produzione	19917	30749	54	31540
Materie Prime	7890	12535	59	12300
%	39,6	40,8		39
Costi per servizi	4805	6798	41	6939
%	24,1	22,1		22
Beni di terzi	959	1461		1419
%	4,8	4,8		4,5
Valore Aggiunto	6263	9955	59	10881
%	31,4	32,4		34,5
Costo del lavoro	5168	7733	50	7550
%	26	25,1		23,9
Oneri di gestione	143	116		
EBITDA	952	2106	121	3331
%	5,7	8,1		12,1
Ammortamenti & Svalutazioni	1966	2821	44	2810
%	11,7	10,8		10,2
EBIT	-1013	-715		521
%	-			1,9
Oneri finanziari	229	261		290
Utile ante imposte	-1243	-976		231
%	-			0,8
Imposte	(297)	(139,9)		180
Tax rate (%)	-			77,8
Risultato Netto di Gruppo	-946	-836		51
%	-			0,2
Cash Flow	1020	1985	95	2861
%	6,1	7,6		10,4
PFN	-6666	-12238		-15220
Equity	14445	16682		17500
ROI	-	-		1,6
ROE	-	-		0,3

Fonte: Grifal; ^ dati non proforma

Nel corso del 2021 la crescita reale del PIL nazionale è risultata pari al 6,6%, con una crescita della domanda interna, in termini di volume, pari al 17% per gli investimenti fissi lordi e del 4,1% per i consumi finali. Il costante incremento delle vendite e-commerce ha costretto le aziende a confrontarsi con un sistema distributivo più complesso e sfidante in cui il packaging è diventato non solo la garanzia di protezione del prodotto ma anche la prima immagine di comunicazione verso l'end-user, una parte integrante del prodotto acquistato e della sua sostenibilità. La pandemia, lungi dal distogliere l'attenzione dal tema della sostenibilità, ha contribuito a farlo diventare un fattore sempre più determinante.

Secondo l'Istituto Italiano dell'Imballaggio la produzione di imballaggi nel nostro Paese dovrebbe aver registrato, nel corso del 2021, un aumento in tonnellate dell'1,5% dopo la flessione dell'1,6% riscontrata nel 2020.

Il fatturato di Grifal, dopo la contrazione del 10% subita a consuntivo 2020 (nel contesto di una contrazione del PIL nazionale pari all'8,9%), ha registrato, nell'esercizio 2021, una crescita organica del 34% e, tenuto conto delle acquisizioni di Tieng (consolidata da gennaio 2022) e di Cornelli (consolidata da aprile 2022), un incremento del 55% (€ 26,1 milioni di ricavi consolidati rispetto a € 16,8 milioni – dato non proforma – al 31 dicembre 2020). La crescita è risultata significativa ma inferiore rispetto alle nostre stime di un fatturato previsto a € 27,5 milioni, per un incremento atteso, sul 2020, del 64%. Il valore aggiunto è sì cresciuto del 59% sul 2020 (da € 6,3 milioni a circa 10 milioni), con un'incidenza sul valore della produzione al 32,4% dal precedente 31,4% ma a fronte di € 10,9 milioni da noi stimati per una crescita del 74% sul 2020 ed un'incidenza attesa del 34,5% sul valore della produzione. Un maggiore costo del lavoro (25,1% del valore della produzione rispetto al 23,9% atteso) e maggiori oneri di gestione, rispetto a quanto da noi preventivato, hanno penalizzato la gestione operativa la quale è migliorata rispetto all'esercizio precedente ma è risultata inferiore alle nostre aspettative. La necessità di ribaltare a valle, gradualmente, l'aumento continuo dei fattori produttivi, la fase di integrazione delle società acquisite e l'avvio dell'attività in Romania, hanno inciso sulla redditività. Così il margine operativo lordo (Ebitda) si è attestato ad € 2,1 milioni rispetto a € 952 migliaia del consuntivo 2020 (+121%) ma è risultato considerevolmente inferiore, di € 1,2 milioni, rispetto a € 3,3 milioni da noi attesi. La corrispondente marginalità sui ricavi di vendita è sì migliorata dal precedente 5,7% all'8,1% ma a fronte di un'incidenza da noi stimata al 12,1%. In termini di risultato operativo netto (Ebit), questo è risultato negativo per € 715 migliaia a fronte di una perdita operativa per € 1 milione a consuntivo 2020 ma contro un risultato operativo da noi atteso positivo per € 521 migliaia. Il bilancio consolidato 2021 di Grifal si è quindi chiuso con una perdita netta di € 836 migliaia a fronte di una perdita 2020 pari ad € 946 migliaia ed una nostra stima di utile per € 51 migliaia. L'indebitamento finanziario netto si è portato ad € 12,2 milioni, da € 6,7 milioni al 31 dicembre 2020 mentre il patrimonio netto è pari ad € 16,7 milioni da € 14,4 milioni di fine esercizio 2020. Entrambi hanno beneficiato di una raccolta di € 2,3 milioni derivante dall'esercizio, ad un prezzo di € 3,46, di n° 676.841 warrants (2018-2021) esercitati al termine del residuo periodo temporale di esercizio 1 giugno 2021/15 giugno 2021.

Outlook 2022-2025

OLD ESTIMATES

UR (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	8258	7890	12300	15208	21229	29418	34941	
%	37,9	39,6	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	7852	6263	10881	14787	22323	30681	36706	
%	36,1	31,4	34,5	37,7	40,8	41,3	41,6	
Costo del lavoro	5271	5168	7550	8450	9848	11820	13235	
%	24,2	26	23,9	21,5	18	16	15	
Oneri di gestione	101	143						
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	-1243	231	2836	8777	14531	18929	
%	2,7	-	0,8	7,6	17,5	21,4	22,3	
Imposte	(6)	(297)	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	2886	9300	4300	2300	4650	3000	
NWC	5214	5068	8144	9240	13025	17595	22848	

Fonte: Grifal; Stime: Banca Finnat

NEW ESTIMATES

EUR (K)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	CAGR 21/25
Ricavi di Vendita	18637	16765	26065	37195	50213	67788	84735	34,3
Valore della Produzione	21764	19917	30749	40195	55213	74788	88735	
Materie Prime	8258	7890	12535	15676	21420	29541	35050	
%	37,9	39,6	40,8	39	38,8	39,5	39,5	
Costi per Servizi	4721	4805	6798	8240	10780	13090	14198	
%	21,7	24,1	22,1	20,5	19,5	17,5	16	
Beni di terzi	933	959	1461	1608	2100	2620	2930	
%	4,3	4,8	4,8	4	3,8	3,5	3,3	
Valore Aggiunto	7852	6263	9955	14671	20913	29537	36557	
%	36,1	31,4	32,4	36,5	37,9	39,5	41,2	
Costo del lavoro	5271	5168	7733	8450	9850	11820	13235	
%	24,2	26	25,1	21	18	16	15	
Oneri di gestione	101	143	116	150	201	270	339	
EBITDA	2480	952	2106	6071	10862	17447	22983	81,75
%	13,3	5,7	8,1	16,3	21,6	25,7	27,1	
Ammortamenti & Svalutazioni	1798	1966	2821	3145	3400	4000	4200	
%	9,6	11,7	10,8	8,5	6,8	5,9	5	
EBIT	682	-1013	-715	2926	7462	13447	18783	
%	3,7	-	-	7,9	14,9	19,8	22,2	
Oneri finanziari	185	229	261	356	398	535	557	
Utile ante imposte	497	-1243	-976	2570	7064	12912	18226	
%	2,7	-	-	6,9	14,1	19	21,5	
Imposte	(6)	(297)	(139,9)	720	1957	3586	5074	
Tax rate (%)	-	-	-	28	28	28	28	
Risultato Netto di Gruppo	503	-946	-836	1850	5107	9326	13152	
%	2,7	-	-	5	10,2	13,8	15,5	
Cash Flow	2301	1020	1985	4995	8507	13326	17352	
%	12,3	6,1	7,6	13,4	16,9	19,7	20,5	
PFN	-4419	-6666	-12238	-17118	-13513	-8555	1395	
Equity	10261	14445	16682	18532	23639	32965	46117	
CIN	14680	21112	28919	35650	37152	41520	44722	
ROI	4,6	-	-	8,2	20,1	32,4	42	
ROE	4,9	-	-	10	21,6	28,3	28,5	
Capex	2951	2886	6770	6800	2300	4650	3000	
NWC	5214	5068	6853	9929	12531	16249	20651	

Fonte: Grifal; Stime: Banca Finnat

Grifal sta cercando di traslare a valle, con incrementi di prezzo dal 20% al 40% in base alla segmentazione della propria clientela, gli aumenti in atto nei costi dei fattori produttivi, al fine di salvaguardare la propria marginalità. Nel corso del primo trimestre 2022 gli ordinativi appaiono cresciuti di circa il 60% rispetto a quelli registrati, a parità di perimetro, nel medesimo periodo dell'esercizio precedente, rappresentando già circa il 50% dei ricavi di Gruppo del 2021. Tale positiva circostanza ci induce a mantenere invariate, allineate alle nostre precedenti stime, le proiezioni di fatturato per l'intero periodo previsionale 2022/2025. I ricavi di vendita li confermiamo quindi a € 37,2 milioni attesi per il consuntivo dell'esercizio in corso ed in grado di portarsi ad € 84,7 milioni a fine 2025. Il tasso composto medio annuo di crescita dei ricavi di vendita dovrebbe quindi attestarsi al 34,3%. Se il fatturato lo manteniamo immutato, non di meno procediamo a ricalibrare l'incidenza del costo di alcuni fattori produttivi, nonché l'entità degli ammortamenti, con un inevitabile, leggero, ridimensionamento, rispetto alle nostre precedenti stime, a monte del valore aggiunto e a valle del risultato operativo. Il margine operativo lordo (Ebitda) lo stimiamo ora raggiungere € 6,1 milioni a consuntivo 2022 (da € 6,3 milioni delle nostre precedenti stime e € 2,1 milioni al 31.12.2021) e quindi portarsi ad € 23 milioni a fine 2025 (da € 23,5 milioni delle nostre precedenti stime), per un tasso medio annuo di crescita di circa l'82% ed una marginalità in progressivo miglioramento dal 16,3% di fine 2022 al 27,1% di fine 2025. Il risultato operativo netto (Ebit) lo stimiamo ad € 2,9 milioni a consuntivo 2022 (da € 3,2 milioni delle nostre precedenti stime e da una perdita operativa di € 715 migliaia al 31.12.2021), per portarsi ad € 18,8 milioni a fine 2025 (da € 19,5 milioni delle nostre precedenti stime), per un Ros in progressivo aumento dal 7,9% del 2022 al 22,2% del 2025. Il Risultato Netto di Gruppo lo prevediamo quindi attestarsi ad € 1,9 milioni nel 2022 (da € 2 milioni delle nostre precedenti stime e dalla perdita di € 836 migliaia del consuntivo 2021), per portarsi ad € 13,2 milioni (€ 13,6 milioni le nostre precedenti stime) nel 2025.

La posizione finanziaria netta dovrebbe restare negativa fino al 2024, con un indebitamento netto stimato a € 17,1 milioni a consuntivo 2022, pari ad € 8,5 milioni a fine 2024, per portarsi positiva (cassa) per € 1,4 milioni nel 2025.

Il patrimonio netto, atteso ad € 18,5 milioni a fine 2022, da € 16,7 milioni a consuntivo 2021, lo stimiamo raggiungere € 46,1 milioni a fine 2025.

Valuation

A fini valutativi abbiamo utilizzato le seguenti metodologie:

1. Il Discounted Cash Flow

Abbiamo proceduto con una previsione esplicita dei flussi di cassa generati nel periodo 2022/2025. Il tasso di crescita perpetua è fissato all'1% ed il WACC è stato determinato all'8,55% (precedente 7,65%) in funzione di un Free Risk Rate alzato al 2% dal precedente 1%, un Market Risk Premium mantenuto immutato al 9,75%, un coefficiente Beta portato allo 0,98 (fonte: Damodaran – abbiamo utilizzato un Beta unlevered pari a 0,75, pertinente ad un campione di 45 società appartenenti al settore Packaging & Container europeo, tenuto conto di una struttura patrimoniale debt/equity pari a 30/70) dal precedente 0,89 ed un costo lordo del debito al 2,1% con un tax rate del 28%.

Otteniamo un Enterprise Value pari a 110 milioni di euro ed un Valore ad Equity pari a **8,6 euro/azione**.

Cash Flow Model (K €)

	2022E	2023E	2024E	2025E
EBIT	2926	7462	13447	18783
Imposte	819	2089	3765	5259
NOPAT	2107	5373	9682	13524
D&A [^]	2920	3175	3775	3975
Capex	6800	2300	4650	3000
CNWC	3075	2602	3718	4402
FOCF	-4848	3646	5089	10097

Stime: Banca Finnat; [^]al netto dell'ammortamento dell'avviamento

DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	1
WACC (%)	8,55
Discounted Terminal Value	99.864
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	10.143
Enterprise Value	110.007
Net financial position as of 31/12/2021	-12.238
Equity Value	97.769
Nr. of shares net of treasury shares (k)	11.398
Value per share	8,6

Stime: Banca Finnat

WACC Calculation (%)

Risk free rate	2
Market risk premium	9,75
Beta (x)	0,98
Cost of Equity	11,56
Equity/(Debt+Equity)	0,70
Gross cost of debt	2,1
Tax rate	28
Net cost of debt	1,51
Debt/(Debt+Equity)	0,30
WACC	8,55

Stime: Banca Finnat

2. Multipli di mercato del settore

Abbiamo quindi eseguito una valutazione sulla base dei multipli di mercato P/E, EV/Ebitda e EV/Ebit riconosciuti al settore Packaging & Container europeo, costituito da un panel di 45 società (fonte: Damodaran).

Questi multipli li abbiamo applicati ai corrispondenti valori di bilancio di Grifal stimati per gli esercizi 2022 e 2023. Utilizzando tale metodologia otteniamo un Equity Value medio pari a **6,88 euro/azione**.

Market multiples

Industry	P/E	EV/Ebitda	EV/Ebit
Packaging & Container	23,79	10,9	17,54

Fonte: Damodaran (05/01/2022)

Grifal multiples valuation	2022			2023			Media
	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	
Equity Value per share	3,86	4,30	2,99	10,66	9,18	10,28	6,88

Stime: Banca Finnat

Valuation Summary

Metodi di Valorizzazione	Equity value per share
Discounted Cash Flow	8,6
Multipli di mercato	6,88
Media	7,74

Stime: Banca Finnat

Dall'utilizzo congiunto delle metodologie applicate otteniamo una valorizzazione media del capitale economico di Grifal pari a **7,74 euro/azione**. La nostra raccomandazione permane di acquisto.

TARGET PRICE IMPLIED MULTIPLES VALUATION

	2022E	2023E	2024E	2025E
P/E	47,7	17,3	9,5	6,7
P/BV	4,8	3,7	2,7	1,9
EV/SALES	2,8	2	1,4	1
EV/EBITDA	17,4	9,4	5,6	3,8
EV/EBIT	36,1	13,6	7,2	4,6

Stime: Banca Finnat

INCOME STATEMENT (Eur k)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Ricavi di Vendita	18637	16765	26065	37195	50213	67788	84735
Valore della Produzione	21764	19917	30749	40195	55213	74788	88735
Materie Prime	8258	7890	12535	15676	21420	29541	35050
Costi per Servizi	4721	4805	6798	8240	10780	13090	14198
Beni di terzi	933	959	1461	1608	2100	2620	2930
Valore Aggiunto	7852	6263	9955	14671	20913	29537	36557
Costo del lavoro	5271	5168	7733	8450	9850	11820	13235
Oneri di gestione	101	143	116	150	201	270	339
EBITDA	2480	952	2106	6071	10862	17447	22983
Ammortamenti & Svalutazioni	1798	1966	2821	3145	3400	4000	4200
EBIT	682	-1013	-715	2926	7462	13447	18783
Oneri finanziari	185	229	261	356	398	535	557
Utile ante imposte	497	-1243	-976	2570	7064	12912	18226
Imposte	(6)	(297)	(139,9)	720	1957	3586	5074
Tax-rate (%)	-	-	-	28	28	28	28
Risultato Netto di Gruppo	503	-946	-836	1850	5107	9326	13152
Cash Flow	2301	1020	1985	4995	8507	13326	17352
BALANCE SHEET (Eur k)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Patrimonio Netto	10261	14445	16682	18532	23639	32965	46117
PFN	-4419	-6666	-12238	-17118	-13513	-8555	1395
Capitale Investito Netto	14680	21112	28919	35650	37152	41520	44722
FINANCIAL RATIOS (%)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
EBITDA margin	13,3	5,7	8,1	16,3	21,6	25,7	27,1
EBIT margin	3,7	-	-	7,9	14,9	19,8	22,2
Net margin	2,7	-	-	5	10,2	13,8	15,5
Net Debt/Ebitda(x)	1,8	7	5,81	2,82	1,24	0,49	-
Net Debt/Equity(x)	0,4	0,5	0,73	0,92	0,57	0,3	-
ROI	4,6	-	-	8,2	20,1	32,4	42
ROE	4,9	-	-	10	21,6	28,3	28,5
GROWTH RATES (%)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Ricavi di Vendita	7,3	-10	55	43	35	35	25
EBITDA	12,3	-61,6	121	188	79	61	32
EBIT	-8,3	-	-	-	155	80	40
Net Profit	30,4	-	-	-	176	83	41
Cash Flow	24,3	-55,7	95	152	70	57	30
VALUATION METRICS	2019	2020	2021^	2022E^	2023E^	2024E^	2025E^
EPS	0,05	-0,09	-0,07	0,16	0,45	0,82	1,15
CFPS	0,22	0,1	0,17	0,44	0,75	1,17	1,52
BVPS	0,97	1,37	1,46	1,63	2,1	2,9	4
P/E	65	-34,6	-42,2	19,1	6,9	3,8	2,7
P/CF	14,2	32,1	17,8	7,1	4,1	2,7	2
P/BV	3,2	2,3	2,1	1,9	1,5	1,1	0,8
EV/SALES	2	2,3	1,8	1,4	1	0,7	0,4
EV/EBITDA	15	41,3	22,6	8,7	4,5	2,5	1,5
EV/EBIT	54,4	-38,9	-66,6	18	6,6	3,3	1,8

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
25.10.2021	Buy	9,4 €	4,00 €
26.04.2021	Buy	4,74 €	3,92 €
15.10.2020	Buy	3,0 €	2,20 €
24.04.2020	Buy	2,94 €	2,27 €

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
31/03/2022
N° Ricerche emesse ultimi 12 mesi: 29

Percentuali di raccomandazioni sul totale ricerche
 Percentuali di Società coperte alle quali Banca Finnat
 offre servizi di investimento

BUY	HOLD	SELL	N.R.
83%	14%	0%	3%
100%	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 dallo specialist (MIT SIM) dell'emittente. Si comunica, inoltre, che (1) Banca Finnat svolge in favore dell'emittente il ruolo di Euronext growth advisor 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.