

RACCOMANDAZIONE
Buy (da BUY)

Target Price
7,21 € (da 5,85 €)

Grifal

Settore: Packaging
Codice negoziazione Bloomberg: GRAL IM
Mercato: Euronext Growth Milan
Prezzo al 26/04/2023
2,42 € (price at market close)

Capitalizzazione di Borsa:
27.640.178 €
Numero di azioni:
11.397.688[^]
Patrimonio netto 31.12.2022:
17.696.371 €
[^]Al netto delle azioni proprie

Data ed ora di produzione:
27.04.2023 ore 11:00
Data ed ora di prima diffusione:
27.04.2023 ore 12:15
Ufficio Ricerca ed Analisi
Gian Franco Traverso Guicciardi (AIAF)

Tel. +39 0669933.440

Stefania Vergati

Tel. +39 0669933.228

Donatella Dragas

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.
- L'esercizio 2022 si è chiuso con un fatturato in crescita di oltre il 40%, da € 26,1 milioni al 31.12.2021 a € 36,9 milioni, con le vendite di cArtù passate da 6 a 12 milioni. Il margine operativo lordo (Ebitda) è più che raddoppiato (+108%), da € 2,1 milioni al 31.12.2021 a € 4,4 milioni mentre il risultato operativo netto (Ebit) è riuscito a tornare positivo per € 1,3 milioni dopo la perdita operativa pari a € 715 migliaia sofferta nell'esercizio 2021. L'utile di Gruppo si è attestato a € 432 migliaia a fronte della perdita netta di € 836 migliaia dell'esercizio precedente.
- In merito al periodo previsionale 2023/2026, stimiamo un fatturato in grado di attestarsi a € 48 milioni a fine 2023 per raggiungere € 101 milioni a fine 2026 (cagr +29%). Il margine operativo lordo (Ebitda) dovrebbe poter crescere ad un tasso medio annuo del 61% e raggiungere € 29,4 milioni a fine 2026 (per una marginalità del 29%). L'utile di Gruppo, previsto a € 3milioni a fine 2023, dovrebbe riuscire a portarsi a €16,7 milioni a consuntivo 2026.
- Portiamo la valorizzazione del titolo (Target Price) a € 7,21.

Anno al 31/12 (k €)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Ricavi di Vendita	26065	36875	48000	62400	81120	101400
EBITDA	2106	4373	8415	13307	20824	29449
EBIT	-715	1305	5215	9807	17124	25349
Utile di Gruppo	-836	432	2960	6076	10892	16683
Cash - flow	1985	3499	6160	9576	14592	20783
Equity	16682	17696	20656	26733	37625	54308
Pfn	-12238	-18865	-20773	-18424	-12030	2027
Roe	-	2,4	14,3	22,7	29	30,7

Fonte: Grifal; Stime Banca Finnat;

Attività & Strategie

Il Gruppo Grifal, leader italiano nel settore del packaging industriale e di protezione, è nato nel 2021 con le acquisizioni totalitarie, 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 successivamente fusa nella stessa Grifal Spa e attiva, nello stabilimento di Rivolta d'Adda, nella produzione e commercializzazione di scatole in cartone ondulato tradizionale nonché nell'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 (con il prodotto Mondaplen) e cartone ondulato (con il prodotto cArtù) 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 espanso nel mercato degli imballaggi di protezione e giungere alla realizzazione di un network internazionale di siti produttivi, in partnership con aziende già attive nella produzione di imballaggi, ai quali demandare la produzione e trasformazione di cArtù nonché la vendita delle soluzioni di imballo ecosostenibili basate su questo materiale. A tal merito, ad inizio anno, è stato stretto un primo accordo con il Gruppo Industriale portoghese José Neves (leader da 40 anni nel settore del packaging sia a livello locale che internazionale) per la produzione, attraverso una joint venture paritetica (Seven cArtù Lda), da avviare nel corso del 2023 in prossimità della sede produttiva dello stesso gruppo portoghese, di soluzioni di imballo a marchio cArtù. La gestione operativa, commerciale ed il supporto amministrativo saranno assicurati dal gruppo José Neves mentre Grifal, attraverso la controllata Tieng S.r.l., fornirà le linee di ondulazione ed il know-how per la produzione del cArtù, ottenendo inoltre delle royalties sulle vendite effettuate dalla newco.

Il portafoglio clienti di Grifal SpA comprende aziende dei settori elettromeccanico (33% del fatturato), arredamento (15%), elettronico (15%), automotive (6%), meccanica (4%) e medicale (3%).

- **Tieng Srl:**

Alla società di engineering, già fornitrice strategica di Grifal e specializzata nell'automatizzazione del packaging e nelle tecnologie di imballaggio applicabili a diversi settori industriali, è stato conferito l'intero ramo aziendale di progettazione e realizzazione delle linee di ondulazione utilizzate nella produzione di materiali ondulati principalmente a marchio cArtù e Mondaplen. Questa acquisizione, altamente sinergica, ha rinforzato 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. Nel corso del secondo semestre del corrente esercizio, inoltre, nell'ambito del progetto di ampliamento della sede produttiva di Grifal Spa (la quale dovrebbe passare dagli attuali 14.000 mq a circa 21.000 mq), dovrebbe diventare finalmente operativo il nuovo stabilimento in cui troverà spazio non solo la nuova linea di produzione cArtù 4.0 con stampa digitale integrata ma anche le nuove linee di ondulazione ad alta capacità produttiva (doppia rispetto alle linee

attuali) realizzate da Tieng. Tieng supporterà il Gruppo Grifal anche nella realizzazione dei macchinari necessari allo sviluppo organico del Gruppo e nella loro commercializzazione all'estero. Il progetto prevede che in Europa l'offerta sia incentrata sugli ondulatori Mondaplen per i trasformatori di plastiche espanse nonché su nuove taglierine destinate ai trasformatori di cArtù mentre negli USA potranno essere commercializzati anche gli ondulatori cArtù destinati ai produttori di imballaggi in cartone ondulato.

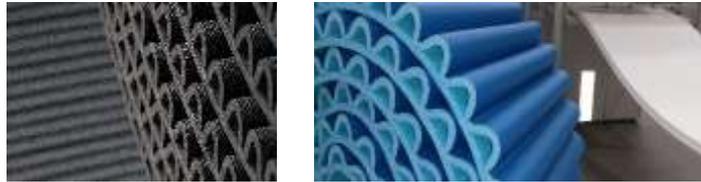
- **Grifal GmbH:**
Società costituita in Germania nel luglio 2018 con l'obiettivo di presidiare, in modo più incisivo, il principale mercato del packaging a livello europeo e tra quelli potenzialmente più interessati all'introduzione di una soluzione di imballo ecocompatibile quale è il cArtù. Rappresenta un primo passo per l'introduzione della tecnologia Grifal nel principale mercato europeo.
- **Grifal Europe Srl:**
Società operativa da settembre 2021 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, interamente dedicato alla produzione di imballaggi in cArtù (70 mila m3 annui a regime per un fatturato annuo atteso di €6 milioni), ha già raggiunto la piena efficienza operativa ed è destinato 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. 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 (n° 20 depositati in 23 Paesi sia in Europa che negli Stati Uniti) 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 sia internamente sia da terzi.

Attraverso 30 protocolli di prova specifici e molto rigorosi, vengono effettuate prove di caduta, vibrazione, compressione, resistenza, nonché 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. Amazon ha così incluso Grifal nel suo network globale di fornitori certificati, l'Amazon Packaging Support and Supplier Network (APASS). 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 poi 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 provengano da foreste gestite in modo sostenibile e responsabile.

I principali prodotti commercializzati:

MONDAPLEN:



il prodotto di punta di Grifal dal 2003 (scadenza brevetto aprile 2034) ed ancora soggetto ad ampia domanda (nell'esercizio 2022 Mondaplen ha generato il 36% del fatturato complessivo di vendita, registrando una crescita dei ricavi del 23%). 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 (scadenza brevetto febbraio 2035) - la cui incidenza sui ricavi di Gruppo ha già raggiunto il 33% - 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 - con un risparmio fino a 100 Kg di carta al m³ - ed un metro cubo di cArtù può arrivare così a pesare circa il 63% in meno rispetto al comune 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 di carta per l'imballaggio (80% rispetto ai materiali plastici 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 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 tra le quali energia e prodotti cellulosici, in virtù proprio del cospicuo minor utilizzo di energia e 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:



Versione ancora più economica del cArtù. Rappresenta l'alternativa ecosostenibile al "film a bolle", polistirolo, sacchetti d'aria, schiume poliuretatiche, poliuretano espanso ed altri prodotti in plastica 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 pre-strappo 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.

Viene al momento commercializzato attraverso una trentina di distributori di imballaggi.



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.

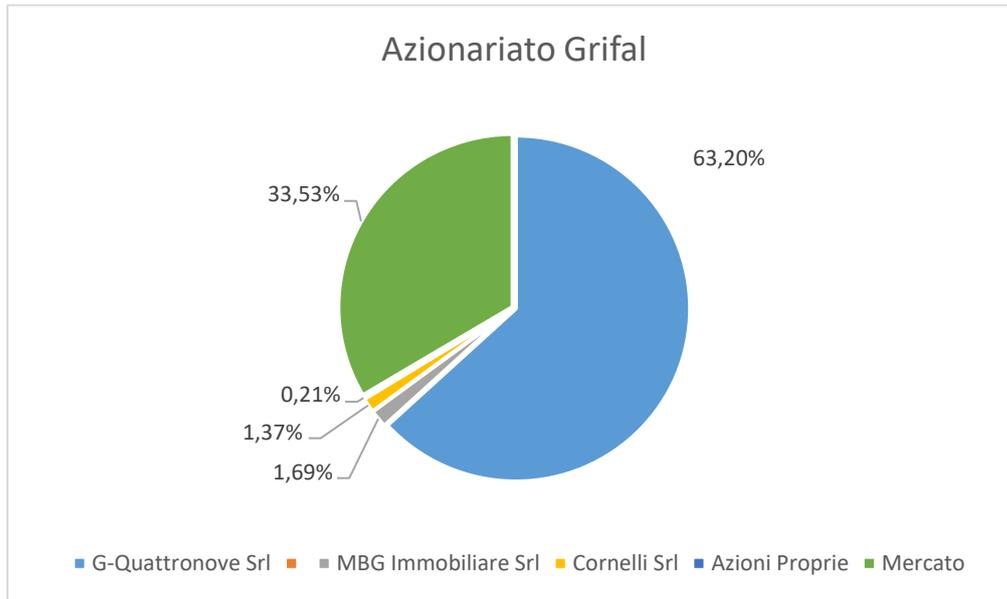


Ondulati Tecnici in Mondaplen, per applicazioni diverse dal packaging, da commercializzare quali semilavorati per i clienti-partner e quali prodotti finiti per una clientela retail. Questi prodotti sono costituiti da protezioni per auto da applicare alle pareti del garage, mobili da interno o esterno, scatole protettive, tappetini da ginnastica, materiale fonoassorbente per studi di registrazione, protezioni sportive.

E' stata realizzata una struttura dedicata, presso un proprio terzista, 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.



Azionariato



La società è quotata sul mercato Euronext Growth Milan di Borsa Italiana 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 Tieng Srl) mentre l'1,37% è in capo a Cornelli Srl (società cedente il ramo d'azienda che ha formato oggetto della newco Cornelli BPE Srl ora fusa in Grifal SpA).

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-Report

Nell'ambito dei servizi offerti agli Emittenti, Banca Finnat propone anche la redazione di un Report ESG finalizzato ad evidenziare caratteristiche e policy adottate dalle imprese che appaiono rilevanti in tema di sostenibilità

Alle società che si avvalgono del nostro Coverage, la redazione del Report ESG di Banca Finnat viene offerta ed il documento - che è di regola a sè stante - viene pubblicato all'interno delle ricerche elaborate dal nostro Ufficio Studi.

Tale prassi è in continuità con quella adottata sin dal 2019, da quando le ricerche di Banca Finnat hanno iniziato ad includere una specifica sezione: prima "ESG Highlight" ed ora - appunto - "ESG-Report".

- L'Attività di Grifal, analizzata dall'Osservatorio ESG PMI quotate (promosso da Banca Finnat insieme al DEIM dell'Università della Tuscia), non è stata considerata come "sostenibile" in quanto non idonea a conseguire nessuno dei 17 SDGS (obiettivi di sostenibilità) definiti dall'ONU.
- Dalle risposte fornite dall'azienda in sede di questionario emerge però una notevole attenzione ai temi ESG. Grifal fa della sostenibilità il fattore caratterizzante della propria produzione (non solo in termini di smaltimento degli imballaggi ma anche di processi produttivi e di prodotto finito).
- Anche sulla base delle informazioni di pubblico dominio relative alla società, riteniamo che l'azienda possa ampiamente ritenersi "committed" sui fattori ESG, soddisfacendo standard particolarmente elevati di trasparenza verso tali fattori:
 - *Pur non pubblicando un codice etico, pubblica un Bilancio di Sostenibilità*
 - *Nel CDA composto da 7 membri siedono due amministratori indipendenti e 3 amministratori donne (più del 40%)*
 - *Fa significativa disclosure sulle determinanti ESG nella propria comunicazione aziendale*

INFORMAZIONI GENERALI

Le informazioni di carattere non finanziario relative alle imprese, ed in particolare quelle relative alle tematiche ESG (Environmental, Social e Governance), formano oggetto di crescente attenzione anche da parte degli investitori nell'ambito dei loro processi di investimento o finanziamento.

Per le società di grandi dimensioni, sovente oggetto di valutazioni e/o certificazioni da parte di provider specializzati, tali informazioni sono sempre più accessibili. Lo stesso non avviene per le PMI le quali hanno oggettive difficoltà a far apprezzare le loro iniziative sulla sostenibilità.

Banca Finnat, da sempre focalizzata su questo segmento di imprese, si adopera per colmare, per quanto possibile, questo gap informativo e per rappresentare per gli Emittenti un concreto supporto alla individuazione e valorizzazione dei fattori ESG che ne caratterizzano l'organizzazione o il modello di business.

A tal fine Banca Finnat ha promosso il gruppo di lavoro "Osservatorio ESG-PMI quotate", insieme al dipartimento di Economia, Ingegneria, Società e Impresa (DEIM) dell'Università della Tuscia, per promuovere progetti di ricerca in tale ambito. La collaborazione con l'Ateneo ha anche consentito alla Banca di rendere ancora più consistenti, e coerenti con le best practice, i propri processi di valutazione delle politiche e delle azioni che le società oggetto di analisi hanno adottato/stanno adottando in materia di sostenibilità ambientale, responsabilità sociale e governance (tematiche ESG).

Osservatorio ESG-PMI_{Quotate}

L'osservatorio ESG PMI-Quotate è stato promosso nel 2021 da Banca Finnat e dall'Università della Tuscia tramite il DEIM, Dipartimento di Economia, Ingegneria, Società e Impresa.

Cuore del progetto è la mappatura, per tutte le aziende quotate all'Euronext Growth Milan (EGM):

della **sostenibilità delle attività**, intesa come coerenza con almeno uno dei 17 SDGS (obiettivi ONU).

del loro **livello di "commitment"** verso i temi ESG (non solo ambientali) che deriva da tutte le iniziative, anche estranee al core business (ma con impatti sulla sostenibilità), assunte dalle società. In quest'ambito sono anche indagati vari fenomeni legati alla governance degli emittenti EGM

A tali fini è stato realizzato un dettagliato database su criteri, fattori e impegni di tutti gli emittenti presenti sul segmento di Borsa dedicato alle PMI.

E' un database che ovviamente viene seguito e aggiornato costantemente: l'iniziativa prevede infatti l'analisi di tutta la documentazione pubblica prodotta dalle società: bilanci, relazioni semestrali, eventuali bilanci non finanziari, codici etici, siti Web e persino tutti i comunicati stampa che vengono via via rilasciati.

Sono stati altresì definiti puntuali criteri volti a stabilire quando considerare sostenibile l'attività di una azienda nonché quando, a prescindere dal settore di attività, le iniziative intraprese e le policy adottate possono far definire l'azienda come "committed", ovvero impegnata in modo significativo verso i temi ESG.

L'Osservatorio rende disponibile a Banca Finnat un sistema informativo che, per ciascuna società oggetto del progetto, consente di generare un documento, l'**Info-memo ESG**, che evidenzia le informazioni rilevanti presenti nel Database. Questa sezione ne è la sintesi.

Sez. 1 – evidenze raccolte dall'Osservatorio ESG-PMI Quotate

La sostenibilità della attività di Grifal

Sulla base delle informazioni di pubblico dominio – che sono quelle prese in esame dall'Osservatorio - non è stato possibile considerare sostenibile l'attività di Grifal alla luce del fatto che:

- L'attività "core" dell'azienda non appare specificatamente idonea a conseguire nessuno dei 17 SDGS (obiettivi di sostenibilità) definiti dall'ONU.
- Il settore in cui opera l'azienda non è considerato ecosostenibile dalla Tassonomia UE. Infatti il codice ATECO 17.21 della società (lavorazione di cartone per imballaggi) corrisponde al codice NACE 17.21 che non risulta allineato alla Tassonomia per gli ambiti di "Climate change mitigation" o di "Climate change adaptation".

Il livello di "commitment" sui fattori ESG

Le stesse informazioni pubbliche fanno però considerare l'azienda "committed" in quanto denotano un significativo impegno sui fattori Ambientali, Societari e di Governance

Tale giudizio deriva da una positiva valutazione di diverse iniziative che sono state comunicate e che al momento si ritiene producano benefici effetti. Ad esempio:

Data	Azione	rating
06/05/2022	Grifal diventa Partner di Enel X Way: fornirà gli imballaggi per le stazioni di ricarica a uso domestico e pubblico realizzate da Enel X Way, la business line del Gruppo Enel dedicata alla mobilità elettrica	E XXXX
14/12/2021	Impegno nella riduzione degli scarti durante la produzione e nello sviluppo di prodotti riciclabili con alto contenuto di materiale riciclato. In grado di riciclare il 90% degli scarti, aderendo alla normativa sulla gestione degli scarti plastici	E XXXX
09/12/2021	Grifal adotta un approccio integrato che considera l'impatto ambientale e sociale attraverso l'analisi del ciclo di vita del prodotto, dalla materia prima alla produzione, al fine di offrire soluzioni di imballo personalizzate, sostenibili e innovative	E XXXXX
04/12/2021	Garanzia della qualità degli imballi con test di trasporto e protezione certificati ISTA e Amazon in coerenza con la politica che prevede l'utilizzo di materiali riciclati e riciclabili certificati FSC e PEFC	E XXXXX
20/11/2021	Il Report di sostenibilità conferma la focalizzazione sulle soluzioni sostenibili nel packaging in continuità col primo brevetto (Mondaplen nel 2003) con cui si intraprese la direzione dello sviluppo sostenibile	E XXXXX

Sez. 2 – Gli approfondimenti emersi con gli analisti di Banca Finnat**L'incontro ESG con gli analisti
di Banca Finnat**

Grifal ha accolto la proposta di sottoporsi ad un incontro mirato con i nostri analisti ed alla somministrazione di un questionario appositamente predisposto, volti ad approfondire direttamente con il management caratteristiche e policy ESG adottate dalle imprese.

Banca Finnat, nell'ambito delle proprie attività di Corporate Broking e di Analyst Coverage, da tempo si adopera affinché emergano le politiche e le azioni sulle tematiche ESG che le Società dichiarano di aver adottato.

In questo contesto, ormai da diversi anni, nelle proprie ricerche ne dà conto e, a tal fine, gli analisti della Banca hanno elaborato un "questionario ESG" che guida poi il loro incontro di approfondimento con i manager delle aziende oggetto delle loro ricerche.

Peraltro, nell'ambito della collaborazione con l'Università della Tuscia, si è provveduto a rivisitare il questionario, oggi composto da circa 60 domande e ad ispirare il processo di analisi delle risposte ai migliori standard che emergono dalle esperienze accademiche su queste materie.

In tal modo si rende evidentemente possibile una disamina delle iniziative adottate dall'azienda ed una loro valutazione ancor più completa e dettagliata di quella effettuata nell'ambito dell'Osservatorio ESG-PMI Quotate che – pur coprendo tutte le società quotate su EGM - si basa esclusivamente su informazioni e notizie "di pubblico dominio".

Esse sono aggregate in funzione della maggior rilevanza in termini ambientali (E), Sociali (S) o di Governance (G).

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 100% riciclata e riciclabile, certificata FSC e PEFC, 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 equivalenti. 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 maggior 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, generando fino all'80% di CO₂ in meno, permette la realizzazione di prodotti per imballaggio con un impatto ambientale drasticamente più basso rispetto alle plastiche e agli altri materiali tradizionali utilizzati per l'imballaggio quali polistirolo, polietilene, pluriball e cartone ondulato tradizionale. cArtù si presenta quindi quale soluzione fino all'80% più ecologica rispetto agli imballi tradizionali mentre l'impiego di una sola scatola di cushionPaper consente di evitare l'immissione in atmosfera di 20,52 kg di CO₂, pari all'anidride carbonica che assorbono 60 alberi.

ESG

- È 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.
- È 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 31% 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.

ESG

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

DISCLAIMER

Banca Finnat svolge, in favore dell'emittente, il ruolo di Euronext growth advisor e presta o ha prestato, allo stesso, negli ultimi 12 mesi, servizi di investimento e servizi accessori. 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 il presente report 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.

Ai fini della redazione del report, la Banca utilizza 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, tuttavia, non fornisce alcuna garanzia circa l'accuratezza o la completezza delle fonti informative utilizzate.

Le informazioni fornite e le opinioni espresse nel report si riferiscono alla data di pubblicazione del report stesso.

La riproduzione, anche parziale, del report è consentita previa citazione della fonte.

Risultati al 31 Dicembre 2022

EUR (K)	2021	2022	VAR%	FY 2022E
Ricavi di Vendita	26065	36875	41,5	36500
Valore della Produzione	30749	41422	34,7	40740
Materie Prime	12535	17497	39,6	17314
%	40,8	42,4		42,5
Costi per servizi	6798	8363	22,8	8300
%	22,1	20,2		20,4
Beni di terzi	1461	1763	21,9	1700
%	4,8	4,3		4,2
Valore Aggiunto	8949	12932	44,5	12785
%	29,1	31,2		31,4
Ricavi accessori	1006	866		640
Costo del lavoro	7733	9294	20,2	9250
%	25,1	22,4		22,7
Oneri di gestione	116	131		150
EBITDA	2106	4373	107,6	4025
%	8,1	11,9		11
Ammortamenti & Svalutazioni	2821	3067	8,7	3100
%	10,8	8,3		8,5
EBIT	-715	1305		925
%	-	3,5		2,5
Oneri finanziari	261	540		420
Utile ante imposte	-976	765		505
%	-	2,1		1,4
Imposte	(139,9)	333		167
Tax rate (%)	-	43,5		33
Risultato Netto di Gruppo	-836	432		339
%	-	1,2		0,9
Cash Flow	1985	3499	76,3	3439
%	7,6	9,5		9,4
PFN	-12238	-18865		-19585
Equity	16682	17696		17020
CIN	28919	36561		36606
ROI	-	3,6		2,5
ROE	-	2,4		2
Capex	7640	7900		6800
NWC	6631	8945		10840

Fonte: Grifal; Stime: Banca Finnat

L'esercizio 2022 si è chiuso con ricavi consolidati di vendita in crescita annua superiore del 40%, in linea con le nostre aspettative, attestandosi a € 36,9 milioni a fronte di € 26,1 milioni del consuntivo 2021. L'incremento dei prezzi dei fattori produttivi, soprattutto energetici ma anche dei prodotti cellulosici, manifestatosi nel corso dell'anno, è riuscito ad essere egregiamente assorbito a ragione delle precise peculiarità dei processi produttivi di Grifal. A differenza della produzione del cartone ondulato tradizionale, che utilizza vapore e piani di asciugatura a forte consumo energetico, la produzione del cArtù richiede una quantità di energia tutto sommato trascurabile, con un impatto sui conti aziendali per meno del 2% del fatturato. Anche i costi delle materie prime grezze hanno registrato incrementi non indifferenti ma anch'essi egregiamente affrontati attraverso una attenta politica di diversificazione dei fornitori e dei mercati di approvvigionamento. La società, inoltre, è riuscita a ribaltare sui prezzi di vendita, a valle, seppur gradualmente, tutti quegli effetti inflattivi che hanno interessato i costi dei fattori produttivi, riuscendo a incrementare del 44,5% il valore aggiunto prodotto, per un quoziente sul valore della produzione pari al 31,2% dal precedente 29,1%.

Un incremento del 20% nel costo del lavoro non ha impedito al margine operativo lordo (Ebitda) di più che raddoppiare rispetto al 2021 (€ 4,4 milioni rispetto ai 4 milioni di euro attesi e ai 2,1 milioni di euro del consuntivo 2021), con una marginalità sui ricavi cresciuta dal precedente 8,1% all'11,9%. In termini di risultato operativo netto (Ebit) questo è risultato positivo per € 1,3 milioni (€ 925 migliaia attesi) rispetto alla perdita operativa di € 715 migliaia registrata a consuntivo 2021 mentre il risultato netto di Gruppo è riuscito anch'esso a chiudere positivo per € 432 migliaia (€ 339 migliaia attesi) a fronte della perdita netta pari a € 836 migliaia al 31 dicembre 2021. L'indebitamento finanziario netto si è portato ad € 18,9 milioni (rispetto a € 19,6 milioni da noi stimati) da € 12,2 milioni al 31 dicembre 2021 e € 18 milioni al 30 giugno 2022 mentre il patrimonio netto, stimato a € 17 milioni, è risultato pari ad € 17,7 milioni da € 16,7 milioni al 31 dicembre 2021 ed € 17,1 milioni al 30 giugno 2022.

Outlook 2023-2026

OLD ESTIMATES

EUR (K)	2019 [^]	2020 [^]	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	CAGR 21/25
Ricavi di Vendita	18637	16765	26065	36500	49275	66520	83150	33,6%
Valore della Produzione	21764	19917	30749	40740	54375	73620	87250	
Materie Prime	8258	7890	12535	17314	22290	29080	34460	
%	37,9	39,6	40,8	42,5	41	39,5	39,5	
Costi per Servizi	4721	4805	6798	8300	11875	14250	15705	
%	21,7	24,1	22,1	20,4	21,8	19,4	18	
Beni di terzi	933	959	1461	1700	2175	2620	2930	
%	4,3	4,8	4,8	4,2	4	3,6	3,4	
Valore Aggiunto	7852	6263	8949	12785	17435	27070	33555	
%	36,1	31,4	29,1	31,4	32	36,8	38,5	
Ricavi accessori			1006	640	600	600	600	
Costo del lavoro	5271	5168	7733	9250	10150	11820	13235	
%	24,2	26	25,1	22,7	19	16	15	
Oneri di gestione	101	143	116	150	201	270	339	
EBITDA	2480	952	2106	4025	7684	15580	20581	76,81%
%	13,3	5,7	8,1	11	15,6	23,4	24,8	
Ammortamenti & Svalutazioni	1798	1966	2821	3100	3600	4000	4200	
%	9,6	11,7	10,8	8,5	7,3	6	5	
EBIT	682	-1013	-715	925	4084	11580	16381	
%	3,7	-	-	2,5	8,3	17,4	19,7	
Oneri finanziari	185	229	261	420	470	590	620	
Utile ante imposte	497	-1243	-976	505	3614	10990	15761	
%	2,7	-	-	1,4	7,3	16,5	19	
Imposte	(6)	(297)	(139,9)	167	1193	3586	5201	
Tax rate (%)	-	-	-	33	33	33	33	
Risultato Netto di Gruppo	503	-946	-836	339	2421	7404	10560	
%	2,7	-	-	0,9	4,9	11,1	12,7	
Cash Flow	2301	1020	1985	3439	6021	11404	14760	
%	12,3	6,1	7,6	9,4	12,2	17,1	17,8	
PFN	-4419	-6666	-12238	-19585	-18984	-15767	-7983	
Equity	10261	14445	16682	17020	19442	26845	37405	
CIN	14680	21112	28919	36606	38426	42613	45389	
ROI	4,6	-	-	2,5	10,6	27,2	36,1	
ROE	4,9	-	-	2	12,5	27,6	28,2	
Capex	2951	2886	6770	6800	2300	4650	3000	
NWC	5214	5068	6853	10840	13960	17497	21473	

Fonte: Grifal; Stime: Banca Finnat; [^] Dati non proforma

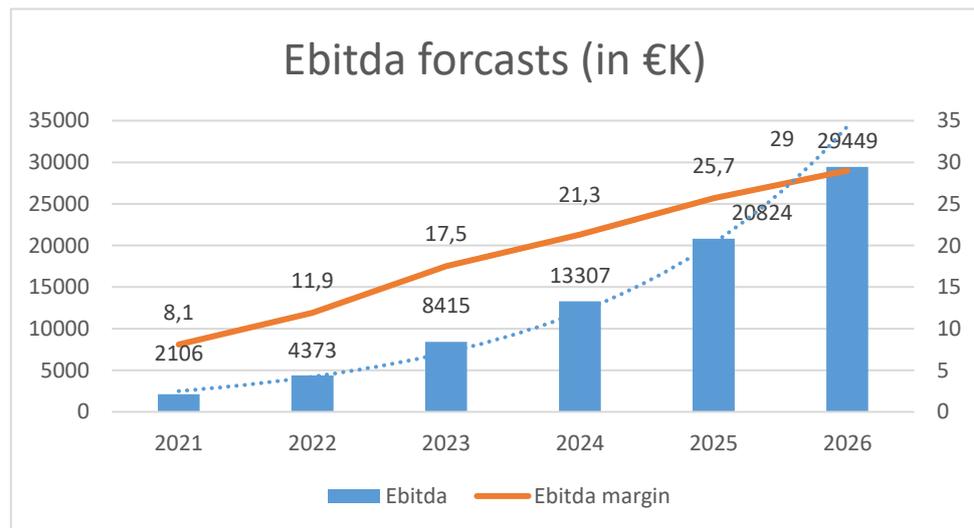
NEW ESTIMATES

EUR (K)	2020 [^]	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	CAGR 22/26
Ricavi di Vendita	16765	26065	36875	48000	62400	81120	101400	28,8
Valore della Produzione	19917	30749	41422	53300	67700	85420	104200	
Materie Prime	7890	12535	17497	21850	26740	33740	40638	
%	39,6	40,8	42,4	41	39,5	39,5	39	
Costi per Servizi	4805	6798	8363	9500	11500	13000	14400	
%	24,1	22,1	20,2	17,8	17	15,2	13,8	
Beni di terzi	959	1461	1763	2100	2250	2400	2600	
%	4,8	4,8	4,3	3,9	3,3	2,8	2,5	
Valore Aggiunto	6263	8949	12932	19050	26410	35480	45762	37,2
%	31,4	29,1	31,2	35,74	39	41,5	43,9	
Ricavi accessori		1006	866	800	800	800	800	
Costo del lavoro	5168	7733	9294	11275	13700	15200	16800	
%	26	25,1	22,4	21,1	20	18	16	
Oneri di gestione	143	116	131	160	203	256	313	
EBITDA	952	2106	4373	8415	13307	20824	29449	61,1
%	5,7	8,1	11,9	17,5	21,3	25,7	29	
Ammortamenti & Svalutazioni	1966	2821	3067	3200	3500	3700	4100	
%	11,7	10,8	8,3	6,7	5,6	4,6	4	
EBIT	-1013	-715	1305	5215	9807	17124	25349	109,9
%	-	-	3,5	10,9	15,7	21,1	25	
Oneri finanziari	229	261	540	590	600	620	450	
Utile ante imposte	-1243	-976	765	4625	9207	16504	24899	
%	-	-	2,1	9,6	14,8	20,3	24,5	
Imposte	(297)	(139,9)	333	1665	3130	5611	8217	
Tax rate (%)	-	-	43,5	36	34	34	33	
Risultato Netto di Gruppo	-946	-836	432	2960	6076	10892	16683	149,3
%	-	-	1,2	6,2	9,7	13,4	16,5	
Cash Flow	1020	1985	3499	6160	9576	14592	20783	
%	6,1	7,6	9,5	12,8	15,3	18	20,5	
PFN	-6666	-12238	-18865	-20773	-18424	-12030	2027	
Equity	14445	16682	17696	20656	26733	37625	54308	
CIN	21112	28919	36561	41430	45157	49656	52281	
ROI	-	-	3,6	12,6	21,7	34,5	48,5	
ROE	-	-	2,4	14,3	22,7	29	30,7	
Capex	2886	6770	7900	6700	4500	3400	2000	
NWC	5068	6853	8945	10314	13041	17840	22565	

Fonte: Grifal; Stime: Banca Finnat; [^] Dati non proforma

Le aspettative di un progressivo venir meno delle pressioni inflazionistiche sui fattori produttivi, in un contesto di immutato forte incremento atteso per i ricavi del Gruppo, su tutto il periodo previsionale 2023/2026, dovrebbe consentire a Grifal di beneficiare di un importante recupero di redditività. A fronte di una crescita media annua attesa del fatturato prossima al 29% (da € 48 milioni attesi a fine 2023 a € 101 milioni a fine 2026) l'incremento medio annuo del valore aggiunto dovrebbe poter superare il 37%, per un quoziente sul valore della produzione che dovrebbe raggiungere il 44% nel 2026 dal 35,7% atteso per il consuntivo 2023.

In termini di margine operativo lordo (Ebitda), questo dovrebbe poter crescere ad un tasso medio annuo superiore al 60%, portandosi a € 29,4 milioni al 2026 da € 8,4 milioni previsti sul consuntivo 2023. La marginalità sui ricavi di vendita la stimiamo al 17,5% sul 2023 e al 29% a fine 2026.



Stime: Banca Finnat

Il risultato operativo netto (Ebit) lo prevediamo a € 5,2 milioni a fine 2023 e a € 25,3 milioni a consuntivo 2026, per un tasso medio annuo di crescita del 110% ed una redditività sui ricavi di vendita in costante progresso dal 10,9% atteso a fine 2023 fino al 25% a fine 2026.

Il risultato netto di Gruppo dovrebbe attestarsi prossimo a € 3 milioni a consuntivo 2023 (€ 432 migliaia sul consuntivo 2022) per giungere a € 16,7 milioni a fine 2026, con un Roe in grado di superare il 20% già nel 2024 per portarsi al 30,7% nel 2026. Stimiamo un indebitamento netto a € 20,8 milioni a fine 2023, da € 18,9 milioni a consuntivo 2022, per giungere ad una posizione di cassa di € 2 milioni nel 2026.

Il patrimonio netto, pari a € 17,7 milioni a fine 2022, lo prevediamo a € 20,6 milioni a fine 2023 e a € 54,3 milioni a fine 2026.

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 2023/2026. Il tasso di crescita perpetua è mantenuto all'1% ed il WACC è stato determinato al 10,04% (precedente 9,48%) in funzione di un Risk free Rate al 4%, un Market Risk Premium mantenuto immutato al 9,75%, un coefficiente Beta pari a 0,90 (fonte: Salvidio & Partners – utilizzando quale base di calcolo un Beta unlevered pari a 0,74 quale media su cinque anni del settore globale “Imballaggi di carta e cartone”) e tenuto conto di una struttura patrimoniale debt/equity pari a 0,25/0,75, un costo lordo del debito del 2,78% ed un tax rate medio del 34,25%.

Otteniamo un Enterprise Value pari a 126,1 milioni di euro ed un Valore ad Equity pari a **9,41 euro/azione**.

Cash Flow Model (K €)

	2023E	2024E	2025E	2026E
EBIT	5215	9807	17124	25349
Taxes on Ebit	1877	3334	5822	8365
NOPAT	3338	6473	11302	16984
D&A [^]	2939	3239	3439	3839
Capex	6700	4500	3400	2000
CNWC	1368	2727	4799	4725
FOCF	-1791	2485	6542	14098

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

DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	1
WACC (%)	10,04
Discounted Terminal Value	110.738
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	15.413
Enterprise Value	126.151
Net financial position as of 31/12/2022	-18.865
Equity Value	107.286
Nr. of shares net of treasury shares (k)	11.398
Value per share	9,41

Stime: Banca Finnat

WACC Calculation (%)

Risk free rate	4
Market risk premium	9,75
Beta (x)	0,9
Cost of Equity	12,78
Equity/(Debt+Equity)	0,75
Gross cost of debt	2,78
Tax rate	34,25
Net cost of debt	1,83
Debt/(Debt+Equity)	0,25
WACC	10,04

Stime: Banca Finnat

2. Multipli di mercato del settore

Abbiamo quindi eseguito una valutazione sulla base dei multipli mediani di mercato EV/Ebitda e EV/Ebit desunti da un panel di 30 società del settore Paper Packaging Products globale (fonte: Factset).

Questi multipli li abbiamo applicati ai corrispondenti valori di bilancio di Grifal stimati per gli esercizi 2023 e 2024. Utilizzando tale metodologia otteniamo un Equity Value medio pari a 5 euro/azione.

Market multiples

Industry	EV/Ebitda	EV/Ebit
Paper Packaging Products	6,81x	10,53x

Fonte: Factset (24/04/2023)

Grifal multiples valuation	2023E		2024E		Media
	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/EBITDA	EV/EBIT	
Equity Value per share (€)	3,20	3,00	6,32	7,43	5,00

Stime: Banca Finnat

Valuation Summary

Metodi di Valorizzazione (€)	Equity value per share
Discounted Cash Flow	9,41
Multipli di mercato	5
Media	7,21

Stime: Banca Finnat

Dall'utilizzo congiunto delle metodologie applicate otteniamo una valorizzazione media del capitale economico di Grifal pari a **7,21 euro/azione**. Reiteriamo la nostra raccomandazione di acquisto.

TARGET PRICE IMPLIED MULTIPLES VALUATION

	2023E	2024E	2025E	2026E
P/E	27,76	13,52	7,54	4,93
P/CF	13,34	8,58	5,63	3,95
P/BV	3,98	3,07	2,18	1,51
EV/SALES	2,15	1,61	1,16	0,79
EV/EBITDA	12,25	7,57	4,53	2,73
EV/EBIT	19,77	10,27	5,51	3,17

Stime: Banca Finnat

INCOME STATEMENT (Eur k)	2020 [^]	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Ricavi di Vendita	16765	26065	36875	48000	62400	81120	101400
Valore della Produzione	19917	30749	41422	53300	67700	85420	104200
Materie Prime	7890	12535	17497	21850	26740	33740	40638
Costi per Servizi	4805	6798	8363	9500	11500	13000	14400
Beni di terzi	959	1461	1763	2100	2250	2400	2600
Valore Aggiunto	6263	8949	12932	19050	26410	35480	45762
Ricavi accessori		1006	866	800	800	800	800
Costo del lavoro	5168	7733	9294	11275	13700	15200	16800
Oneri di gestione	143	116	131	160	203	256	313
EBITDA	952	2106	4373	8415	13307	20824	29449
Ammortamenti & Svalutazioni	1966	2821	3067	3200	3500	3700	4100
EBIT	-1013	-715	1305	5215	9807	17124	25349
Oneri finanziari	229	261	540	590	600	620	450
Utile ante imposte	-1243	-976	765	4625	9207	16504	24899
Imposte	(297)	(139,9)	333	1665	3130	5611	8217
Tax-rate (%)	-	-	43,5	36	34	34	33
Risultato Netto di Gruppo	-946	-836	432	2960	6076	10892	16683
Cash Flow	1020	1985	3499	6160	9576	14592	20783
BALANCE SHEET (Eur k)	2020 [^]	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Patrimonio Netto	14445	16682	17696	20656	26733	37625	54308
PFN	-6666	-12238	-18865	-20773	-18424	-12030	2027
Capitale Investito Netto	21112	28919	36561	41430	45157	49656	52281
FINANCIAL RATIOS (%)	2020 [^]	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
EBITDA margin	5,7	8,1	11,9	17,5	21,3	25,7	29
EBIT margin	-	-	3,5	10,9	15,7	21,1	25
Net margin	-	-	1,2	6,2	9,7	13,4	16,5
Net Debt/Ebitda(x)	7	5,81	4,3	2,47	1,38	0,58	-
Net Debt/Equity(x)	0,5	0,73	1,07	1,01	0,69	0,32	-
ROI	-	-	3,6	12,6	21,7	34,5	48,5
ROE	-	-	2,4	14,3	22,7	29	30,7
GROWTH RATES (%)	2020 [^]	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Ricavi di Vendita	-10	55	41,5	30	30	30	25
EBITDA	-61,6	121	107,6	92	58	56	41,4
EBIT	-	-	-	300	88	75	48
Net Profit	-	-	-	585	105	79	53,2
Cash Flow	-55,7	95	76,3	76	55	52	42,4
VALUATION METRICS	2020 [^]	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
EPS ^{^^}	-0,09	-0,07	0,04	0,26	0,53	0,96	1,46
CFPS ^{^^}	0,1	0,17	0,31	0,54	0,84	1,28	1,82
BVPS ^{^^}	1,37	1,46	1,55	1,81	2,34	3,3	4,76
P/E	-27	-333	63,84	9,32	4,54	2,53	1,65
P/CF	25	13,89	7,88	4,48	2,88	1,89	1,33
P/BV	1,77	1,65	1,56	1,33	1,03	0,73	0,51
EV/SALES	1,92	1,53	1,26	1,01	0,74	0,49	0,25
EV/EBITDA	33,8	18,93	10,63	5,75	3,46	1,9	0,87
EV/EBIT	-31,77	-55,75	35,62	9,28	4,7	2,32	1,01

Fonte: Grifal; Stime: Banca Finnat; [^]Dati non proforma; ^{^^}Dati per share al netto azioni proprie

Raccomandazioni emesse sul titolo GRIFAL nei 12 mesi precedenti

Date	Rating	Target Price	Market Price
17.10.2022	Buy	5,85 €	1,86 €
27.04.2022	Buy	7,74 €	3,1 €
25.10.2021	Buy	9,4 €	4,00 €
26.04.2021	Buy	4,74 €	3,92 €

Rating System (orizzonte temporale di 12 mesi)

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

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

SELL (vendere): 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
31/03/2023

N° Ricerche emesse ultimi 12 mesi: 29	BUY	HOLD	SELL	N.R.
Percentuali di raccomandazioni sul totale ricerche	87%	10%	0%	3%
Percentuali di Società coperte alle quali Banca Finnat offre servizi di investimento	100%	100%	-	100%

Informazioni generali

La presente ricerca è stata preparata da **Gianfranco Traverso**, 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/documentazione/14/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/documentazione/14/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/documentazione/14/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/documentazione/14/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.