

RACCOMANDAZIONE
BUY (da BUY)

Target Price
2,94 € (da 5,3 €)

Prezzo al 23/04/2020
2,27€

Grifal

Settore: Packaging
Codice negoziazione Bloomberg: GRAL IM
Mercato AIM

Capitalizzazione di Borsa:	23.949.519 €
Numero di azioni:	10.550.449
Patrimonio netto 31.12.2019:	10.260.991 €
^Outstanding warrants (1:1):	1.060.718

^Vedi pag. 13

Data ed ora
di produzione:

24.04.2020 ore 14:45

Data ed ora
di prima diffusione:

24.04.2020 ore 15:10

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

Gaspere Novelli

Tel. +39 0669933.292

E-mail: ufficio.studi@finnat.it

- Grifal Spa è un'azienda tecnologica e PMI innovativa che progetta e produce, nel mercato del packaging industriale, imballaggi innovativi, performanti ed eco-compatibili.
- La Società punta all'introduzione sul mercato di una nuova ed innovativa tipologia di cartone ondulato, denominato "cArtù", realizzato tramite un sistema produttivo proprietario sul quale ha ottenuto brevetto europeo. L'obiettivo è fare del cArtù il nuovo standard industriale per le soluzioni di packaging. La strategia aziendale prevede di portare cArtù, ora all'11% del fatturato - il 64% deriva ancora dal prodotto Mondaplen- almeno al 50% di incidenza al 2023.
- Al 31 dicembre 2019 Grifal ha presentato ricavi di vendita in crescita del 7,3%, un margine operativo lordo (Ebitda) in aumento del 12,3% ma un risultato operativo netto (Ebit) in calo dell'8,3%.
- Nell'attuale contesto di lockdown produttivo, l'azienda resta parzialmente operativa a ragione della sua appartenenza alla filiera delle aziende strategiche per il packaging dell'elettromeccanica-sanitaria ma le attese di forte contrazione della produzione industriale in Italia nel corso del 2020 ci inducono a stimare un calo di fatturato, per l'esercizio in corso, del 12%. Il risultato netto 2020 lo stimiamo in perdita per € 451 migliaia.
- Manteniamo invece immutate le aspettative di crescita del fatturato per il triennio 2021/2023 (al 25% annuo). La riduzione del TP (a € 2,94 dal precedente € 5,3) risente dei diminuiti tassi di crescita attesi nei risultati reddituali rispetto alla precedente valutazione.

Anno al 31/12 (k €)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Ricavi di Vendita	17361	18637	16401	20501	25626	32031
EBITDA	2209	2480	1709	2874	4994	7061
EBIT	743	682	-271	924	2994	5061
Utile Netto	386	503	-451	550	2082	3612
Cash - flow	1852	2301	1529	2500	4082	5612
Equity	7501	10261	9810	10361	12443	16055
Pfn	-5356	-4419	-4432	-4784	-3703	-911
Roe	5,1	4,9	-	5,3	16,7	22,5

Fonte: Grifal; Stime: Banca Finnat

Il Mercato di Riferimento

Grifal Spa è una società attiva nello sviluppo e nella produzione di soluzioni di imballaggio industriale innovative ed eco-compatibili. Opera prevalentemente in Italia (75% del fatturato al 31.12.2019) attraverso il proprio stabilimento di Cologno al Serio (BG) ed offre soluzioni di imballo a base di polietilene espanso ondulato e cartone ondulato.

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

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

Nel luglio 2018 è stata costituita, sempre in Germania, Grifal GmbH, società partecipata al 100% da Grifal SpA, con l'obiettivo di presidiare, in modo più incisivo, il principale mercato del packaging a livello europeo e tra quelli potenzialmente più interessati all'introduzione di una soluzione di imballo eco-compatibile quale è il cArtù. La Società intende così sviluppare, dal 2020, il business in Germania attraverso il potenziamento della propria struttura tecnico-commerciale sul territorio e l'individuazione di partners locali. E' stata, inoltre, recentemente, costituita, in Romania, Grifal Europe Srl per la produzione di cArtù a presidio della clientela presente nell'area; la produzione dovrebbe partire entro la fine dell'anno.

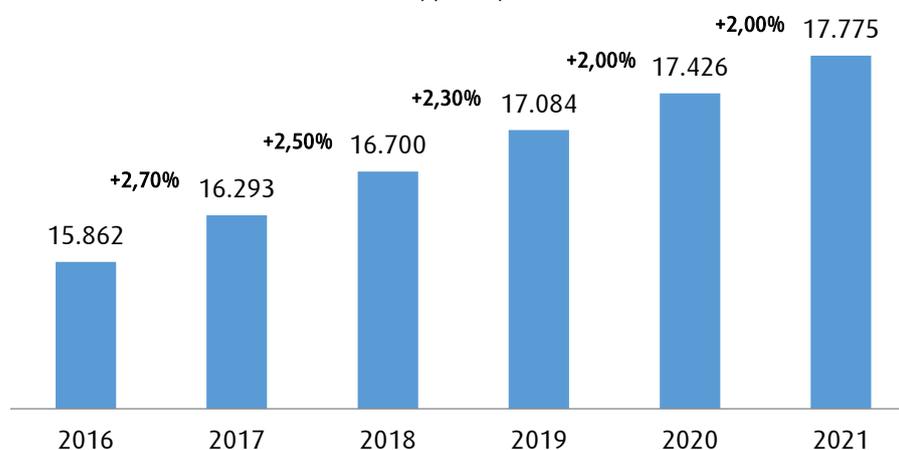
Nel corso del 2018 la società ha inoltre acquisito una partecipazione del 15% in Buxkin BV, società di diritto olandese (attiva nel settore della correzione acustica degli ambienti) che commercializza materiali riciclati ed eco-compatibili di grande impatto estetico grazie alle pannellature in feltro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

Il settore degli imballaggi rappresenta un importante attore economico a livello mondiale. Secondo *Smithers Pira* questo settore è cresciuto, finora, nel mondo, ad un tasso annuo di circa il 3,5% e prima che le attuali aspettative di recessione globale prendessero piede, si stimava che nel corso del 2020 si sarebbe potuto raggiungere un fatturato complessivo pari a 998 miliardi di dollari USA. *Global Market Insights* stimava il raggiungimento di 1,3 trilioni di dollari entro il 2024. Chiaramente, ora ci si aspetta una rimodulazione di queste aspettative ma la crescita del mercato degli imballaggi, a prescindere dalle fluttuazioni cicliche determinate dalle dinamiche del PIL e della produzione industriale, si presenta, in ogni caso, legata alla crescente urbanizzazione, tendenza mai venuta meno, nonché alla spinta al consumo di alimenti “più comodi”. Fornire giornalmente alimenti sani e di alta qualità rappresenta un’enorme sfida logistica. Gli imballaggi, in questo contesto, rappresentano la chiave per trasportare, senza danni, beni alimentari e non solo ai clienti finali.

Oggi packaging vuol dire, però, molto di più che semplicemente proteggere beni ai fini di una spedizione o di stoccaggio. L’imballaggio è diventato sempre di più una parte fondamentale nella catena produttiva di un’impresa che deve adattarsi ai canali di distribuzione ma, al tempo stesso, attraverso uno specifico packaging, rafforzare la propria immagine, veicolare in modo immediato la propria *mission* e i valori dell’azienda onde accrescere il potenziale commerciale di ciò che l’imballo contiene. Secondo *Nielsen* chi acquista un prodotto è inoltre sempre più attento ai materiali con i quali questo è confezionato, imballato e spedito, privilegiando, nella scelta, brands che impiegano packaging ecosostenibili. Sul mercato italiano il 66% dei consumatori (fonte Nielsen) sembrerebbe disposto a spendere di più per un oggetto con imballaggio ecologico e riciclabile mentre il 51% dei millennials controlla le confezioni cercando indicazioni precise in merito ad eventuali certificazioni sulla sostenibilità e provenienza dei materiali che le costituiscono.

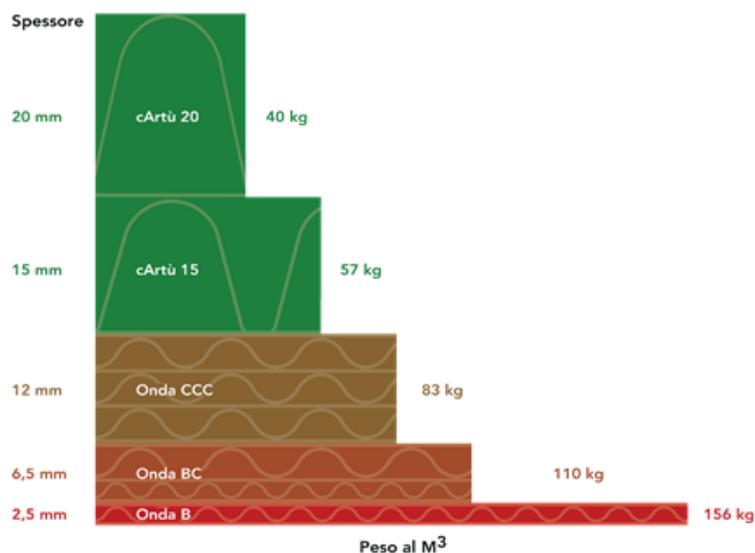
In Italia il settore degli imballaggi sta registrando un trend positivo dal 2014 e la crescita media annua della produzione, in migliaia di tonnellate, era stimata pari al 2,3% nel periodo 2016/2021 (Fonte: Prometeia).

Produzione di imballaggi in Italia (t/000)



Nel 2018 il fatturato complessivo del settore ha superato i 33,4 miliardi di euro, con una crescita del 2,6% sul 2017 e del 31,5% rispetto ai 25,4 miliardi del 2007. Di supporto al mercato la spinta della domanda interna (+2,6%), in particolare il packaging di piccolo formato che nel settore food è un grande protagonista. Sebbene il settore alimentare resti sempre il comparto trainante per la produzione di imballaggi, anche i settori non food vedono aumentare la richiesta di packaging in modo sostanziale. Un fattore che sta influenzando positivamente la crescita del comparto del packaging non food è costituito dall'inarrestabile incremento delle vendite on line le quali comportano, inevitabilmente, un maggior utilizzo di packaging da trasporto e protezione. Nel 2018 la crescita degli imballaggi in cartone è risultata pari al 2% mentre gli imballaggi in vetro sono aumentati del 2,9%, quelli in plastica dell'1,1% e quelli in acciaio e alluminio hanno registrato un incremento dello 0,5%. Il materiale principe resta però il legno il quale, grazie all'impiego degli imballaggi industriali e dei pallet, ha registrato una crescita del 4,5% (fonte: Istituto Italiano Imballaggi).

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



Fonte: Grifal

Il cartone ondulato è il materiale per imballo più usato al mondo ed è, per sua natura, uno dei materiali da imballaggio più sostenibili (100% naturale e riciclabile), duttile, resistente, estremamente versatile, adatto a contenere alimenti e ideale per le spedizioni. Nella sua forma più semplice è costituito da due superfici di carta piana, dette copertine, che racchiudono una carta ondulata, il tutto legato tra loro con l'utilizzo di collanti naturali. Questa struttura conferisce rigidità e resistenza all'insieme.

Poiché l'altezza dell'onda può variare da 1,5 mm a 5 mm, si possono avere combinazioni diverse che portano a spessori finali di cartone compresi tra gli 1,5 ed i 15 mm. Inoltre, il cartone ondulato è riciclabile e biodegradabile.

Il cartone ondulato è, per sua natura, uno dei materiali più "sostenibili" ed è un buon esempio di economia circolare. Il macero ritorna nel ciclo produttivo del cartone ondulato e rappresenta, in Italia, l'80% della materia prima impiegata per la sua produzione. Il restante 20% è costituito da fibre vergini provenienti per lo più dal taglio di foreste di conifere e latifoglie gestite in maniera responsabile e controllata.

In Italia il mercato del cartone ondulato, anche grazie alla spinta dell'e-commerce, ha raggiunto, nel 2018 (fonte Gifco), un valore pari a 4 miliardi di euro di fatturato, le 3,9 milioni di tonnellate prodotte (+2,5% sul 2017) e i sette miliardi di metri quadrati di superficie (+3,6% rispetto al 2017). L'Italia si conferma quale Paese leader nella produzione di cartone ondulato a livello europeo (16% di market share), secondo solo alla Germania che nel 2018 ha prodotto 7,9 miliardi di mq di materiale da imballaggio. Francia e Gran Bretagna si presentano, rispettivamente, quale terzo e quarto produttore europeo di cartone ondulato in termini di volumi. Guardando alle aree geografiche del nostro Paese, anche nel 2018 Lombardia ed Emilia Romagna - Marche si confermano come le macro aree più produttive, superando, entrambe, il miliardo e mezzo di metri quadri prodotti. Guardando ai settori merceologici, l'alimentare (ortofrutta, prodotti freschi e lavorati, bevande, pesci, carni e polli) si conferma ancora una volta come il maggior mercato di sbocco per il cartone ondulato, con una crescita di quasi due punti percentuali sul 2017 ed una quota di mercato del 62,1% mentre il non food (elettrodomestici, edilizia, industria metalmeccanica, farmaceutica, arredamento, igiene, cosmesi, pulizia per la casa etc.) presenta una quota di mercato del 37,9%. Nell'analisi dei settori merceologici va segnalata l'introduzione della voce "e-commerce", settore in forte espansione con una quota di mercato, per il momento, circoscritta al 2,2%. Significativa la circostanza che gli imballaggi cellulosici, pur rappresentando il 32% della produzione di packaging valgono solo il 23% del settore in termini di fatturato mentre gli imballaggi in plastica, pur rappresentando solo il 18% del comparto, generano il 46% del fatturato.

Negli anni l'impegno dei produttori italiani di cartone ondulato si sta sempre più concentrando, progressivamente, verso la riduzione dell'impiego di materie prime ed oggi circa l'80% degli imballaggi in cartone ondulato è realizzato con carta riciclata mentre la quota di recupero degli imballaggi di carta e cartone è pari all'88% ed il riciclo degli imballaggi a base cellulosica ha raggiunto l'80%. In quanto monomateriale, il cartone ondulato non necessita della fase di separazione prima dello smaltimento; una volta portata a termine la sua funzione originale, viene convertito in un nuovo materiale utile attraverso l'operazione di riciclo e la fibra che viene recuperata dal macero di carta e cartone può essere nuovamente riciclata dalle 5 alle 7 volte.

Il mercato potenziale di cArtù

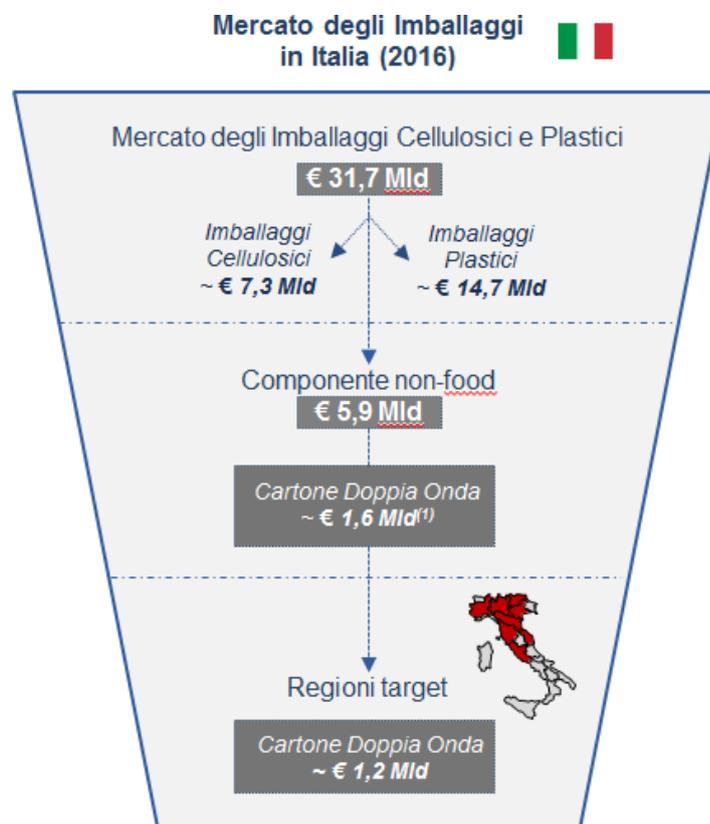
Attualmente, il 64% del fatturato di Grifal deriva ancora dal prodotto “Mondaplen” mentre cArtù “pesa” per l’11% (4,3% al 31.12.2018). La strategia della società prevede un progressivo sviluppo delle soluzioni di packaging aventi ad oggetto il cartone ondulato, per giungere, al 2023, con un’incidenza del cArtù intorno al 50% dell’intera produzione venduta. Si stima, infatti, una domanda sempre più elevata per prodotti eco sostenibili e di imballaggi legati all’e-commerce.

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

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

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

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



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

Attività & Strategie

Grifal è un'azienda che, nata nel 1969 per la produzione di imballaggi di protezione in cartone, si è progressivamente sviluppata nella progettazione, produzione e commercializzazione di soluzioni di imballaggio industriale "personalizzate", per la protezione ed il riempimento, sia in polietilene espanso che in cartone, dalle elevate caratteristiche innovative.

Nel corso degli anni Grifal ha arricchito la propria offerta con prodotti esclusivi, con tecnologie brevettate riconosciute sia a livello europeo che in USA, grazie ai costanti investimenti in r&d (circa il 5% del valore della produzione) dedicati sia ai prodotti che ai processi produttivi. In merito a questi ultimi, Grifal (dal 2010) è attiva anche nella progettazione delle macchine utilizzate per la realizzazione e la lavorazione dei prodotti ondulati.

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. La Società dispone, inoltre, al suo interno, anche di un Laboratorio Prove Certificato ISTA dove viene testata l'efficacia protettiva delle soluzioni d'imballo progettate attraverso protocolli di prova specifici e molto rigorosi. Vengono così effettuate prove di caduta, vibrazione, compressione e prove climatiche secondo gli standard ISTA. L'obiettivo è verificare che l'imballo proposto soddisfi i requisiti di sicurezza richiesti sia dalle normative vigenti che dagli stessi clienti, stabilendone così l'effettiva conformità ed affidabilità. Il Laboratorio è così in grado di offrire ai clienti test delle soluzioni di imballo secondo specifici protocolli, con la produzione di un report finale e, ove richiesto, con l'emissione del relativo Certificato ISTA.

I principali prodotti commercializzati:

MONDAPLEN:



il prodotto di punta di Grifal dal 2003 (il 64% del fatturato al 31.12.2019). Trattasi di un innovativo prodotto di imballaggio, per la protezione ed il riempimento, con numerosi ambiti di applicazione ed un'alta adattabilità alle diverse esigenze. Si compone di un foglio ondulato di polietilene espanso, abbinato ad uno o a due fogli piani, ottenuto attraverso un processo di laminazione proprietario brevettato che prevede l'utilizzo di propri macchinari di ondulazione. Nel luglio 2019 è stata ufficializzata, dall'Ufficio Brevetti USA, la concessione del brevetto sulla tecnologia Mondaplen nella versione 2.0. Tale prodotto possiede elevate capacità ammortizzanti, a fronte di un minor impiego di materia prima, ampia avvolgibilità ed adattabilità alle caratteristiche dell'imballo, con conseguente capacità di protezione di prodotti molto diversi tra loro.

Tale prodotto viene commercializzato come prodotto per l'imballaggio in bobine o lastre (eventualmente pre-tagliato/pre-formato) o utilizzato con altri materiali (es. cArtù) nella progettazione di soluzioni di packaging personalizzate.

cArtù:

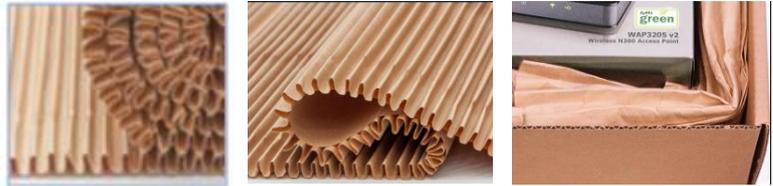


nuova tipologia di cartone ondulato (la cui incidenza sui ricavi di vendita è pari all' 11% al 31.12.2019), dalle caratteristiche innovative, realizzato tramite un sistema produttivo proprietario brevettato in Italia nel 2016 e sul quale la società ha recentemente ottenuto il riconoscimento brevettuale anche da parte dell'Ufficio Brevetti europeo. Rappresenta l'alternativa ecocompatibile al polistirolo, al poliuretano espanso ed alle altre plastiche utilizzate nell'imballaggio di protezione grazie alle sue onde alte da 7 a 20 mm che permettono un'efficace azione ammortizzante. Il sistema genera il 50% di ondulazione in più rispetto al tradizionale cartone ondulato (il processo produttivo sostituisce l'onda sinusoidale del cartone tradizionale con una sequenza di archi di parabola) ed il prodotto risulta essere quindi molto più resistente alla compressione pur mantenendo un peso ed un consumo di carta limitati (un metro cubo di cArtù può arrivare a pesare circa 1/4 rispetto al comune cartone tradizionale in base alla tipologia di carta ed alla dimensione dell'onda). Il prodotto, realizzato con carta riciclata di alta qualità, garantisce una protezione superiore e le sue alte proprietà ammortizzanti, unite ad una elevata flessibilità, consentono di sostituire, con un prodotto al 100% in carta, i materiali di protezione a base plastica come il polistirolo espanso o le schiume di poliuretano e di polietilene.

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

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

cushionPaper:



La piena commercializzazione del prodotto è prevista dall'esercizio in corso. Rappresenta l'alternativa ecologica al "film a bolle" per imballi a protezione di oggetti delicati. Prodotto composto da uno strato liscio di carta abbinato ad un altro strato ondulato reso tale grazie alla tecnologia proprietaria brevettata di ondulazione.

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

Per la commercializzazione del prodotto sono stati individuati 20 distributori in Italia e 4 esteri.



InspiroPack System:



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



Grifal produce, inoltre:

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

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

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

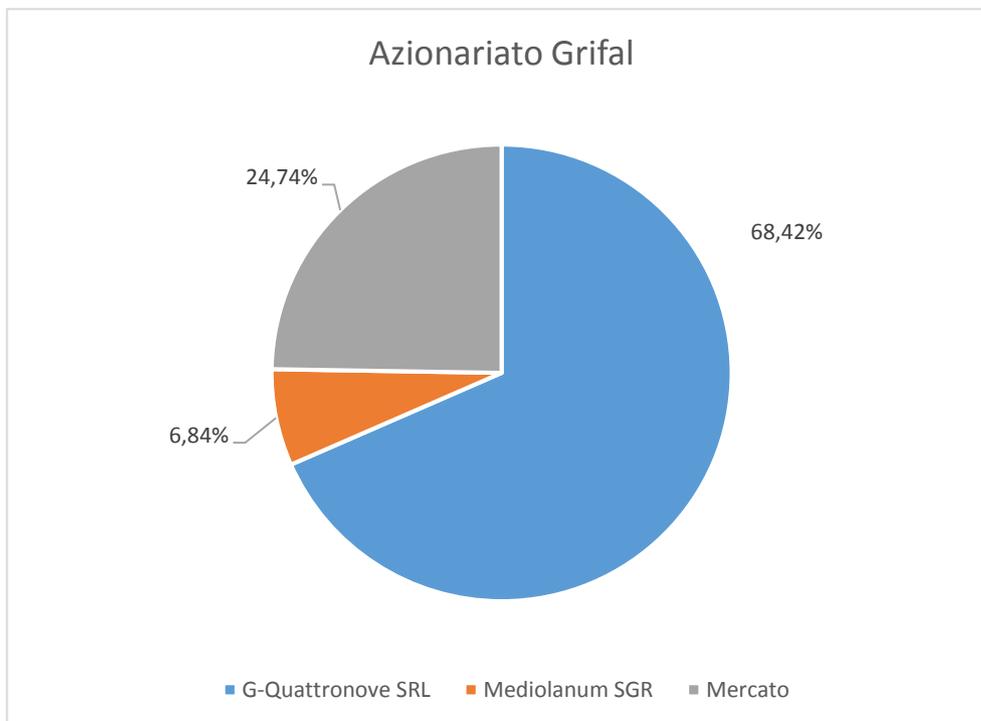
Il "Parco Clienti" di Grifal (oltre 700) comprende aziende del settore Elettromeccanico per il 25% del fatturato (tra le quali ABB, La Cimbali, De Longhi, Peg Pèrego, SMEG), Elettronico per il 24% (tra le quali Flextronics, Fimi), Arredamento per una quota del 13% (tra le quali Gewiss, Artemide, Fontana Arte, B&B Italia, Kartell, Flos, Poliform, Philips, Schweitzer), Automotive per il 10% (tra le quali Brembo, Automotive Lighting, FCA, Marelli), Medica per circa il 6% (tra le quali Bellco, Inpeco).

I primi dieci clienti rappresentano il 45% del fatturato; i primi cinquanta l'80%; i primi cento clienti generano il 90% dei ricavi di vendita totali.

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

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

Azionariato & Outstanding Warrants



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

Il capitale sociale è detenuto per il 68,42% da G-Quattronove S.r.l. (Famiglia Gritti); il 6,84% del capitale fa capo a Mediolanum Gestione Fondi SGR mentre il flottante sul mercato è pari al 24,74%.

Il numero di warrants attualmente sul mercato (Warrants Grifal 2018-2021) è pari a n° 1.060.718. Ne è previsto un loro eventuale esercizio, nel rapporto 1:1, durante 2 residui periodi temporali:

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

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

ESG Highlights: Environmental, Social, Governance

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

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

ESG

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

ESG

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

ESG

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

Fonte: informazioni tratte dal questionario ESG compilato dalla Società

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

Risultati FY 2019

EUR (K)	FY2018	FY2019	VAR%	FY2019E
Ricavi di Vendita	17361	18637	7,35	19650
Valore della Produzione	19627	21764	10,9	22373
Materie Prime	7871	8259		8725
%	40,1	37,9		39
Costi per servizi	4233	4822		4350
%	21,6	22,1		19,4
Beni di terzi	905	933		963
%	4,6	4,3		4,3
VALORE AGGIUNTO	6618	7750	17,1	8335
%	33,7	35,6		37,2
Costo del lavoro	4409	5271	19,6	4850
%	25,4	28,3		24,7
EBITDA	2209	2480	12,3	3485
%	12,7	13,3		17,7
Ammortamenti & Svalutazioni	1466	1798	22,7	1758
%	8,4	9,6		8,9
EBIT	743	682	-8,3	1727
%	4,3	3,7		8,8
Oneri finanziari	224	184		180
UTILE ANTE IMPOSTE	519	497	-4,2	1547
%	3	2,7		7,9
Imposte	133	(6)		402
Tax rate (%)	25,7			26
RISULTATO NETTO	386	503	30,4	1145
%	2,2	2,7		5,8
Cash Flow	1852	2301	24,3	2903
%	10,7	12,3		14,8
PFN	-5356	-4419		-3858
Equity	7501	10261		10902
ROI	5,8	4,6		11,7
ROE	5,1	4,9		10,5

Fonte: Grifal

Il rallentamento economico, accentuatosi nel corso dell'ultimo trimestre 2019 in particolare sul mercato italiano, ha determinato, a consuntivo 2019 e rispetto all'esercizio precedente, una crescita dei ricavi di vendita limitata al 7,3% rispetto alla crescita del 13,2% da noi preventivata. I ricavi si sono così attestati ad € 18,6 milioni rispetto a € 17,4 milioni al 31.12.2018 e rispetto a € 19,6 milioni stimati.

Il margine operativo lordo (Ebitda) è cresciuto del 12,3%, attestandosi ad € 2,48 milioni rispetto ad € 2,2 milioni al 31.12.2018 ma la crescita da noi attesa avrebbe dovuto essere pari al 58%, per un margine ad € 3,48 milioni. In termini di redditività lorda sul fatturato, questa si è portata dal precedente 12,7% all'attuale 13,3% ma lontana dal 17,7% atteso. Una crescita degli ammortamenti, in linea con le attese ma superiore all'aumento registrato dal margine lordo, ha di conseguenza determinato una discesa dell'8,3% del risultato operativo netto (Ebit) rispetto al 2018 (da € 743 migliaia ad € 682 migliaia). Il reddito operativo, sulla base delle nostre stime, avrebbe dovuto collocarsi ad € 1,7 milioni, con un ROS all'8,8% mentre il quoziente effettivo si è attestato al 3,7% dal precedente 4,3%.

In termini di utile netto, questo è cresciuto del 30% rispetto al consuntivo 2018 (da € 386 migliaia ad € 503 migliaia) ma è risultato dimezzato rispetto a quanto da noi stimato e pari ad € 1,1 milioni. Il net margin, atteso al 5,8% dei ricavi, si è viceversa attestato al 2,7% (dal 2,2% del 2018).

La posizione finanziaria netta è negativa per € 4,4 milioni, da € 5,4 milioni al 31.12.2018 mentre il patrimonio netto è pari ad € 10,3 milioni da € 7,5 milioni a consuntivo dell'esercizio precedente.

Outlook 2020-2023

Old estimates

EUR (K)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	CAGR 18/23
Ricavi di Vendita	17361	19650	24454	30567	38209	47762	22,4
Valore della Produzione	19627	22373	27164	33711	41455	49452	
Materie Prime	7871	8725	10594	13147	16168	19286	
%	40,1	39	39	39	39	39	
Costi per Servizi	4233	4350	5200	6113	6870	7640	
%	21,6	19,4	19,1	18,1	16,6	15,4	
Beni di terzi	905	963	1168	1480	1640	1861	
%	4,6	4,3	4,3	4,4	4	3,8	
VALORE AGGIUNTO	6618	8335	10202	12970	16778	20665	
%	33,7	37,2	37,6	38,5	40,5	41,8	
Costo del lavoro	4409	4850	5400	6548	7530	8660	
%	25,4	24,7	22,1	21,4	19,7	18,1	
EBITDA	2209	3485	4802	6422	9248	12005	40,3
%	12,7	17,7	19,6	21	24,2	25,1	
Ammortamenti & Svalutazioni	1466	1758	1969	2150	2487	2967	
%	8,4	8,9	8	7	6,5	6,2	
EBIT	743	1727	2833	4272	6760	9038	64,8
%	4,3	8,8	11,6	14	17,7	18,9	
Oneri finanziari	224	180	235	240	250	250	
%	1,3	0,9	1	0,8	0,7	0,5	
UTILE ANTE IMPOSTE	519	1547	2598	4032	6510	8788	
%	3	7,9	10,6	13,2	17	18,4	
Imposte	133	402	675	1048	1693	2285	
Tax rate (%)	25,7	26	26	26	26	26	
RISULTATO NETTO	386	1144	1922	2984	4818	6503	75,9
%	2,2	5,8	7,9	9,8	12,6	13,6	
Cash Flow	1852	2902	3891	5134	7305	9470	
%	10,7	14,8	15,9	16,8	19,1	19,8	
PFN	-5356	-3858	-4398	-4588	-3289	-2101	
Equity	7501	10902	12023	13661	16390	19521	
CIN	12857	14760	16421	18249	19679	21622	
ROI	5,8	11,7	17,3	23,4	34,3	41,8	
ROE	5,1	10,5	16	21,8	29,4	33,3	

Fonte: Grifal; Stime: Banca Finnat

New estimates

EUR (K)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	CAGR 18/23
Ricavi di Vendita	17361	18637	16401	20501	25626	32031	13
Valore della Produzione	19627	21764	18901	22851	28276	34531	
Materie Prime	7871	8259	7277	8798	10745	13122	
%	40,1	37,9	38,5	38,5	38	38	
Costi per Servizi	4233	4822	4450	5117	5768	6561	
%	21,6	22,1	23,5	22,4	20,4	19	
Beni di terzi	905	933	965	937	1131	1381	
%	4,6	4,3	5,1	4,1	4	4	
VALORE AGGIUNTO	6618	7750	6209	7999	10632	13467	
%	33,7	35,6	32,9	35	37,6	39	
Costo del lavoro	4409	5271	4500	5125	5638	6406	
%	25,4	28,3	27,4	25	22	20	
EBITDA	2209	2480	1709	2874	4994	7061	26,2
%	12,7	13,3	10,4	14	19,5	22	
Ammortamenti & Svalutazioni	1466	1798	1980	1950	2000	2000	
%	8,4	9,6	12,1	9,5	7,8	6,2	
EBIT	743	682	-271	924	2994	5061	46,8
%	4,3	3,7	-	4,5	11,7	15,8	
Oneri finanziari	224	184	180	180	180	180	
%	1,3	1	1,1	0,9	0,7	0,6	
UTILE ANTE IMPOSTE	519	497	-451	744	2814	4881	
%	3	2,7	-	3,6	11	15,2	
Imposte	133	(6)	-	193	732	1269	
Tax rate (%)	25,7	-	-	26	26	26	
RISULTATO NETTO	386	503	-451	550	2082	3612	56,4
%	2,2	2,7	-	2,7	8,1	11,3	
Cash Flow	1852	2301	1529	2500	4082	5612	
%	10,7	12,3	9,3	12,2	15,9	17,5	
PFN	-5356	-4419	-4432	-4784	-3703	-911	
Equity	7501	10261	9810	10360	12443	16055	
CIN	12857	14680	14242	15144	16147	16966	
ROI	5,8	4,6	-	6,1	18,5	29,8	
ROE	5,1	4,9	-	5,3	16,7	22,5	
Capex	4621	2951	2363	2100	2300	2000	
NWC	4498	5133	4311	5064	5766	6585	

Fonte: Grifal; Stime: Banca Finnat

Per l'esercizio in corso stimiamo una contrazione dei ricavi netti di vendita di almeno il 12%, a ragione delle aspettative negative sulla produzione industriale e sulle dinamiche attese del prodotto interno lordo mentre manteniamo immutate le previsioni di incremento annuo dei ricavi, di circa il 25%, per il successivo triennio 2021/2023 alla luce delle potenzialità di affermazione delle produzioni Grifal e soprattutto del suo cartone ondulato cArtù. Il fatturato 2020 dovrebbe quindi attestarsi ad €16,4 milioni, rispetto alla nostra precedente previsione di €24,4 milioni mentre al 2023 l'immutato tasso di crescita stimato nel triennio non impedirà al fatturato di attestarsi ad €32 milioni rispetto a €47,8 milioni in precedenza preventivati (scontando la minore base di partenza al 2020). Sull'intero periodo 2018/2023 il tasso medio annuo di crescita lo stimiamo ora pari al 13% dal precedente 22,4%.

In termini di margine operativo lordo (Ebitda), questo dovrebbe risultare, a consuntivo 2020, pari ad €1,7 milioni, rispetto ad €4,8 milioni in precedenza preventivati mentre nel 2023 i 12 milioni di euro attesi dovrebbero ridimensionarsi ad €7,1 milioni, con una marginalità al 22% del fatturato rispetto al 25,1% inizialmente stimata. Per l'intero periodo 2018/2023 il tasso medio annuo di crescita del margine lordo lo prevediamo ora al 26,2% dal precedente 40,3%.

In merito al risultato operativo netto (Ebit), stimiamo che la società possa presentare, a consuntivo 2020, una perdita operativa pari a €271 migliaia a fronte di un utile operativo inizialmente atteso pari ad €2,8 milioni mentre al 2023 l'utile operativo in precedenza atteso pari ad €9 milioni dovrebbe ridimensionarsi ad €5,1 milioni, con un ROS al 15,8% rispetto al 18,9% delle nostre precedenti stime. Il tasso medio annuo di crescita del risultato operativo netto dovrebbe, anche in questo caso, ridimensionarsi dal precedente 64,8% al 46,8%.

L'esercizio 2020 dovrebbe chiudersi con una perdita pari ad €451 migliaia, dalla precedente stima di un utile di €1,9 milioni mentre al 2023 l'utile dovrebbe attestarsi ad €3,6 milioni da €6,5 milioni inizialmente preventivati, per un tasso medio annuo di crescita dal precedente 75,9% all'attuale 56,4%.

Il ritorno sul capitale investito netto (ROI), negativo a consuntivo 2020, lo stimiamo al 6,1% nel 2021 ed al 29,8% nel 2023 mentre il ritorno sul capitale proprio (ROE), anch'esso previsto negativo a consuntivo del corrente esercizio, lo stimiamo al 5,3% nel 2021, per portarsi al 22,5% nel 2023.

L'indebitamento netto dovrebbe attestarsi ad €4,4 milioni a consuntivo 2020, in linea con l'indebitamento 2019 e ridursi a €911 migliaia al 2023 mentre il patrimonio netto, stimato ad €9,8 milioni a consuntivo 2020 (€10,3 milioni al 31 dicembre 2019), dovrebbe rafforzarsi ad €16 milioni a fine periodo previsionale.

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 2020/2023.

Il tasso di crescita perpetua è stato mantenuto all'1,5% ed il WACC è stato determinato all'8,44% (dal precedente 8,24%) con un Free Risk Rate all'1,5% (precedente 1,75%), un Coefficiente Beta immutato allo 0,77 ed un Market Risk Premium all'11,25% (precedente 10,5%). Si è tenuto conto di una struttura patrimoniale debt/equity pari a 0,22/0,78.

Otteniamo un Enterprise Value pari a 35,5 milioni di euro ed un Valore ad Equity pari a 2,95 euro/azione.

Cash Flow Model (K €)

	2020E	2021E	2022E	2023E
EBIT	-271	924	2994	5061
Imposte	0	193	732	1269
NOPAT	-271	731	2262	3792
D&A	1980	1950	2000	2000
Capex	2363	2100	2300	2000
CNWC	-821	752	702	820
FOCF	167	-171	1260	2972

Stime: Banca Finnat

DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	1,5
WACC (%)	8,44
Discounted Terminal Value	32.263
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	3.229
Enterprise Value	35.492
Net financial position as of 31/12/2019	-4.419
Equity Value	31.073
Nr. Azioni (k)	10.550
Value per share	2,95

Stime: Banca Finnat

WACC Calculation (%)

Risk free rate	1,5
Market risk premium	11,25
Beta (x)	0,77
Cost of Equity	10,16
Equity/(Debt+Equity)	0,78
Gross cost of debt	3,15
Tax rate	26
Net cost of debt	2,33
Debt/(Debt+Equity)	0,22
WACC	8,44

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 in Europa, costituito da un panel di 51 società (fonte: Damodaran).

Questi multipli li abbiamo applicati ai corrispondenti valori di bilancio di Grifal stimati per gli esercizi 2021 e 2022. Utilizzando tale metodologia otteniamo un Equity Value medio pari a **2,92 euro/azione**.

Market multiples

Industry	P/E	EV/Ebitda	EV/Ebit
Packaging & Container	27,87	8,96	15,21

Fonte: Damodaran (05/01/2020)

Grifal multiples valuation	2021			2022			Media
	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	
Equity Value per share	1,39	2,02	0,91	5,49	3,82	3,9	2,92

Stime: Banca Finnat

Valuation Summary

Metodi di Valorizzazione	Equity value per share
Discounted Cash Flow	2,95
Multipli di mercato	2,92
Media	2,94

Stime: Banca Finnat

Dall'utilizzo congiunto delle metodologie applicate otteniamo una valorizzazione media del capitale economico di Grifal pari a **2,94 euro/azione**. La nostra raccomandazione è di acquisto.

Historical recommendations and target price trend

Date	Rating	Target Price	Market Price
30.10.2019	Buy	5,3 €	3,42 €
29.04.2019	Hold	4,6 €	4,47 €
24.10.2018	Hold	4,9 €	4,75 €

Key to Investment Rating (12 Month Horizon)

BUY: Upside potential at least 15%

HOLD: Expected to perform +/- 10%

REDUCE: Target achieved but fundamentals disappoint

SELL: Downside potential at least 15%

INCOME STATEMENT (Eur k)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Ricavi di Vendita	17361	18637	16401	20501	25626	32031
Valore della Produzione	19627	21764	18901	22851	28276	34531
Materie Prime	7871	8259	7277	8798	10745	13122
Costi per Servizi	4233	4822	4450	5117	5768	6561
Beni di terzi	905	933	965	937	1131	1381
Valore Aggiunto	6618	7750	6209	7999	10632	13467
Costo del lavoro	4409	5271	4500	5125	5638	6406
EBITDA	2209	2480	1709	2874	4994	7061
Ammortamenti & Svalutazioni	1466	1798	1980	1950	2000	2000
EBIT	743	682	-271	924	2994	5061
Oneri finanziari	224	184	180	180	180	180
UTILE ANTE IMPOSTE	519	497	-451	744	2814	4881
Imposte	133	(6)	-	193	732	1269
Tax-rate (%)	25,7	-	-	26	26	26
RISULTATO NETTO	386	503	-451	550	2082	3612
Cash Flow	1852	2301	1529	2500	4082	5612
BALANCE SHEET (Eur k)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Patrimonio Netto	7501	10261	9810	10360	12443	16055
PFN	-5356	-4419	-4432	-4784	-3703	-911
Capitale Investito Netto	12857	14680	14242	15144	16147	16966
FINANCIAL RATIOS (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
EBITDA margin	12,7	13,3	10,4	14	19,5	22
EBIT margin	4,3	3,7	-	4,5	11,7	15,8
Net margin	2,2	2,7	-	2,7	8,1	11,3
Net Debt/Ebitda	2,42	1,78	2,59	1,66	0,74	0,13
Net Debt/Equity	0,71	0,43	0,45	0,46	0,30	0,06
ROI	5,8	4,6	-	6,1	18,5	29,8
ROE	5,1	4,9	-	5,3	16,7	22,5
GROWTH RATES (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Ricavi di Vendita	9,8	7,3	-12	25	25	25
EBITDA	19	12,3	-31,1	68,2	74	41,4
EBIT	8,5	-8,3	-	-	224	69
Net Profit	6,9	30,4	-	-	278	73,4
Cash Flow	20,9	24,3	-33,5	63,5	63	37,5
VALUATION METRICS	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
EPS	0,04	0,05	-	0,05	0,2	0,34
CFPS	0,17	0,22	0,14	0,24	0,39	0,53
BVPS	0,71	0,97	0,93	0,98	1,18	1,52
P/E	62,1	47,6	-	43,5	11,5	6,63
P/CF	12,9	10,4	15,7	9,6	5,9	4,3
P/BV	3,2	2,3	2,4	2,3	1,9	1,5
EV/SALES	1,69	1,52	1,73	1,4	1,08	0,78
EV/EBITDA	13,3	11,4	16,6	10	5,5	3,5
EV/EBIT	39,4	41,6	-	31,1	9,2	4,9

Fonte: Grifal; Stime: Banca Finnat

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

Fonti e modelli di valutazione

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

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

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

Copertura e aggiornamento

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

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

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

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

Informazioni sugli interessi e sui conflitti di interessi

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

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

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

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

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

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

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

Riproduzione e distribuzione della ricerca

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

Banca Finnat Research Rating Distribution	31/01/2020				
N° Società sotto copertura di ricerca: 16	BUY	HOLD	REDUCE	SELL	N.R.
Percentuali di raccomandazioni sul totale ricerche	65%	10%	0%	0%	25%
Percentuali di Società coperte alle quali Banca Finnat offre servizi di investimento	100%	100%	-	-	100%