

RACCOMANDAZIONE
BUY
Target Price
5,3 €

Grifal

Settore: Packaging
Codice negoziazione Bloomberg: GRAL IM
Mercato AIM
Prezzo al 29/10/2019
3,42 €
Capitalizzazione di Borsa: 36.082.535 €
Numero di azioni: 10.550.449
Patrimonio netto 30.06.2019: 10.312.187 €
***Outstanding warrants (1:1):** 1.060.718

*Vedi pag. 14

Data ed ora
di produzione:
30.10.2019 ore 09:00
Data ed ora
di prima diffusione:
30.10.2019 ore 10:00
Ufficio Ricerca
ed Analisi
Gian Franco Traverso Guicciardi (AIAF)
 Tel. +39 0669933.440
Tatjana Eifrig
 Tel. +39 0669933.413
Stefania Vergati
 Tel. +39 0669933.228
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. Al 30 giugno 2019 la percentuale di cArtù sul totale del fatturato realizzato è risultata pari al 9% (il prodotto di punta dell'azienda, al momento, resta ancora il Mondaplen il cui peso, seppur in costante diminuzione, rappresenta ancora il 64% del fatturato) ma la strategia societaria prevede di portare cArtù almeno al 50% di incidenza al 2023.
- Al 30 giugno 2019 il valore della produzione è cresciuto di quasi il 20% annuo, con un margine operativo lordo (Ebitda) in aumento del 55% ed un risultato operativo netto (Ebit) cresciuto dell'85%.
- Sul periodo 2018-2023 stimiamo una crescita media annua (cagr) dei ricavi superiore al 20%; il risultato operativo (Ebit) dovrebbe poter aumentare ad un tasso medio annuo del 65% ed il risultato netto passare da € 1,1 milioni stimati a consuntivo 2019 ad € 6,5 milioni a fine periodo previsionale (cagr +75,9%).

Anno al 31/12 (k €)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Ricavi di Vendita	17361	19650	24454	30567	38209	47762
EBITDA	2209	3485	4802	6422	9248	12005
EBIT	743	1727	2833	4272	6760	9038
Utile Netto	386	1144	1922	2984	4818	6503
Cash - flow	1852	2902	3891	5134	7305	9470
Equity	7501	10902	12023	13661	16390	19521
Pfn	-5356	-3858	-4398	-4588	-3289	-2101
Roe	10,3	10,5	16	21,8	29,4	33,3

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 (76% del fatturato al 30 giugno 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 espanse ancora molto utilizzate per la realizzazione degli imballi.

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

Dalla prima metà di luglio 2018 è stata costituita, sempre in Germania, Grifal GmbH, società partecipata al 100% da Grifal SpA, con l'obiettivo di presidiare, in modo più incisivo, il principale mercato del packaging a livello europeo e tra quelli potenzialmente più interessati all'introduzione di una soluzione di imballo ecocompatibile quale è il cArtù. La Società intende così sviluppare, dal 2020, il business in Germania attraverso il potenziamento della propria struttura tecnico-commerciale sul territorio e l'individuazione di partners locali.

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

Il mercato di riferimento di Grifal rimane, in ogni caso, quello del packaging.

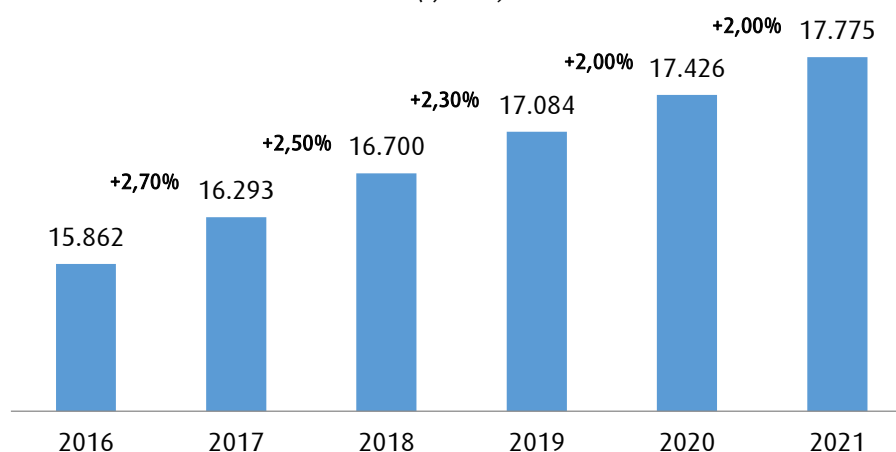
Il settore degli imballaggi rappresenta un importante attore economico a livello mondiale. Secondo *Smithers Pira* questo settore cresce, nel mondo, ad un tasso annuo di circa il 3,5% e nel 2020 potrebbe raggiungere un fatturato complessivo pari a 998 miliardi di dollari USA. *Global Market Insights* stima il raggiungimento di 1,3 trilioni di dollari entro il 2024. La crescita del mercato degli imballaggi è dovuta alla crescente urbanizzazione nonché alla tendenza, costante, di consumare 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. Anche l'incremento dei consumi (soprattutto alimentari e di bevande), derivante dalla crescita della classe media nei Paesi in via di sviluppo ed emergenti, nonché la crescente competizione nei mercati maturi, rappresentano fattori responsabili della crescita del mercato degli imballaggi.

Oggi packaging vuol dire, però, molto di più che 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 stimata della produzione, in migliaia di tonnellate, è di poco superiore al 2% fino al 2021.

Produzione di imballaggi in Italia

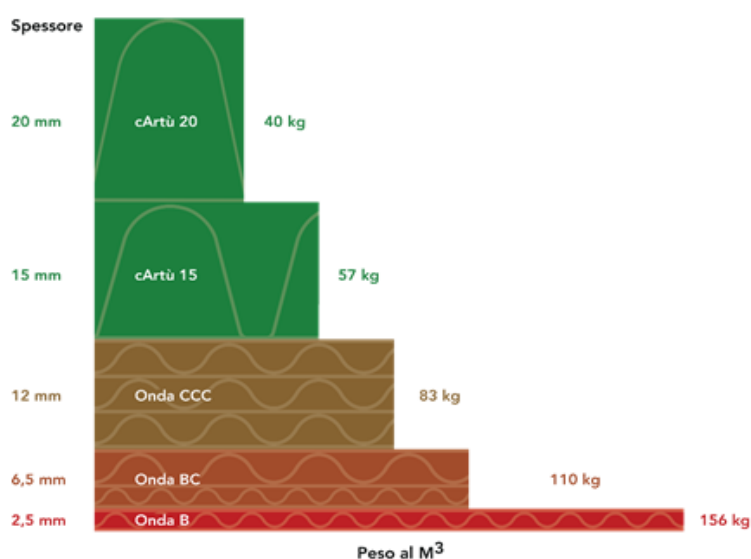
(t/000)



Fonte: Prometeia

Nel 2017 il fatturato complessivo del settore ha raggiunto i 32,6 miliardi di euro, con una crescita del 2,7% sul 2016 e del 28,3% rispetto ai 25,4 miliardi del 2007. Da segnalare la stretta correlazione tra l'andamento del settore manifatturiero e quello dell'imballaggio. Questa correlazione deriva, principalmente, dal fatto che i prodotti che escono dalle aziende manifatturiere richiedono di essere confezionati e quindi generano un indotto considerevole. Sensibile appare la crescita della domanda interna, 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, è da segnalare come il 2017 sia stato un anno in cui anche i settori non food hanno visto 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 di protezione.

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.

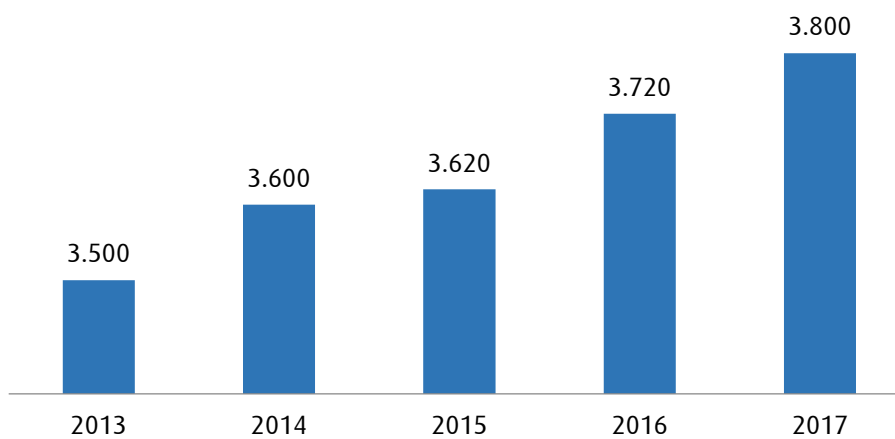


Fonte: Grifal

Il cartone ondulato è il materiale per imballo più usato al mondo. Nel 2017 il valore del mercato globale del cartone ondulato ha raggiunto i 250 miliardi di dollari. Nella sua forma più semplice è costituito da due superfici di carta piana, dette copertine, che racchiudono una carta ondulata, il tutto legato tra loro con l'utilizzo di collanti naturali. Questa struttura conferisce rigidità e resistenza all'insieme. Poiché l'altezza dell'onda può variare da 1,5 mm a 5 mm, si possono avere combinazioni diverse che portano a spessori finali di cartone compresi tra gli 1,5 ed i 15 mm. Inoltre, il cartone ondulato è riciclabile e biodegradabile.

In Italia il mercato del cartone ondulato, anche grazie alla spinta dell'e-commerce, ha registrato, nel corso del 2017, un incremento della produzione complessiva del 2,1% sul 2016, raggiungendo i 3,8 milioni di tonnellate prodotte ed un fatturato complessivo che ha sfiorato i 4 miliardi di euro. Nel periodo 2013-2017 la produzione è cresciuta ad un tasso medio annuo del 2,08%. In termini di superficie, sono stati prodotti oltre 6,7 miliardi di mq con una crescita del 2,82% contro i 7,8 miliardi di mq prodotti dall'industria tedesca (+3%).

Produzione di cartone ondulato in Italia (t/000)



Fonte: Gifco

Guardando ai settori merceologici, l'alimentare (ortofrutta, prodotti freschi e lavorati, bevande, pesci, carni e polli) si conferma il maggior mercato di sbocco di questo materiale, con una quota di mercato che si attesta al 60,3%. Il non food (elettrodomestici, edilizia, industria metalmeccanica, farmaceutica, arredamento, igiene, cosmesi, pulizia per la casa etc.) si attesta al 39,7%.

Negli anni l'impegno dei produttori italiani si è concentrato, progressivamente, verso la riduzione dell'impiego di materie prime ed oggi circa l'80% degli imballaggi in cartone ondulato è realizzato con carta riciclata. A loro volta gli imballaggi giunti a fine vita sono riciclabili nella loro totalità. Ogni anno, in Italia, l'89% degli imballaggi a base cellulosica viene avviato a recupero, l'80% a riciclo.

Il mercato potenziale di cArtù

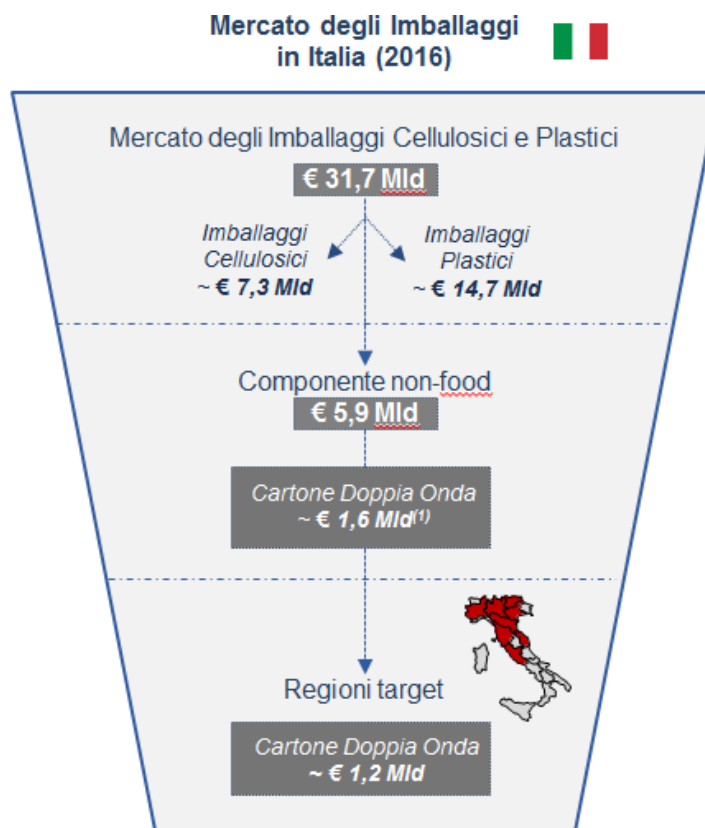
Attualmente, circa il 70% del fatturato di Grifal deriva ancora dal prodotto "Mondaplen" mentre cArtù "pesa" per il 9%. La strategia della società prevede un progressivo sviluppo delle soluzioni di packaging aventi ad oggetto il cartone ondulato, per giungere, al 2023, con un'incidenza del cArtù intorno 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 appare enorme.

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

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



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

Attività & Strategie

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

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 dedicati sia ai prodotti che ai processi di produzione. In merito a questi ultimi, Grifal (dal 2010) è attiva anche nella progettazione di macchine 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 (circa il 64% del fatturato al 30.06.2019). 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:



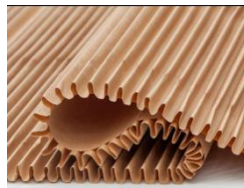
nuova tipologia di cartone ondulato (la cui incidenza sui ricavi di vendita è pari al 9% al 30.06.2019), dalle caratteristiche innovative, realizzato tramite un sistema produttivo proprietario brevettato in Italia nel 2016 e sul quale la società ha recentemente ottenuto il riconoscimento brevettuale 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 a un quarto della produzione di CO₂. Il prodotto risulta quindi totalmente ecosostenibile, essendo riciclabile al 100% e facilmente compattabile, potendo essere smaltito nella normale raccolta urbana differenziata. E' possibile realizzare cArtù utilizzando carte di qualsiasi grammatura e qualità, con una gamma di varianti praticamente infinita. E' possibile persino utilizzare materiali diversi accoppiati alla carta come l'alluminio, il feltro riciclato, i tessuti e vari tipi di film. Questa grande varietà consente di ottenere performance tecniche particolari che ampliano i campi applicativi di cArtù. Questo risulta disponibile in diversi formati: pannelli rigidi, flessibili ed avvolgibili, fogli ammortizzanti ed avvolgibili, sistemi ammortizzanti, supporti super bloccanti, scatole ammortizzanti, vassoi impilabili, cofanetti ammortizzanti, imballi per spedizioni di bottiglie ed imballi di presentazione. In merito a quest'ultima gamma di prodotto, la società sta introducendo anche un cArtù a basso spessore, di più facile lavorabilità, al fine di soddisfare una maggiore domanda da parte di produttori di scatole. Grifal sta introducendo in modo capillare cArtù sul mercato; dall'inizio dell'anno sono stati lanciati 300 nuovi progetti di imballi di cui il 90% a base cArtù.

E' inoltre attiva una nuova linea di produzione di cArtù basata su di una innovazione di processo che consentirà di triplicare la velocità di produzione e di ridurre almeno di un terzo il costo delle materie prime impiegate.

Grande interesse per il prodotto è riscontrabile da parte dei grandi utilizzatori di imballi, in particolare nei settori dei piccoli elettrodomestici e del bianco. Il miglioramento dell'efficienza nella produzione consentirà di proporre i prodotti a base cArtù non solo quali soluzioni di imballo per gli utilizzatori finali ma anche quale *commodity* per i produttori di scatole, ampliando il mercato potenziale.

cushion Paper:



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

Grazie alla superficie flessibile in carta ondulata, il prodotto avvolge efficacemente qualsiasi oggetto e permette di riempire rapidamente ed efficacemente i diversi formati di un contenitore. E' un materiale ammortizzante, protettivo contro le vibrazioni derivanti dal trasporto, nonché pratico e pronto all'uso (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 come il film a bolle ed il polistirolo.

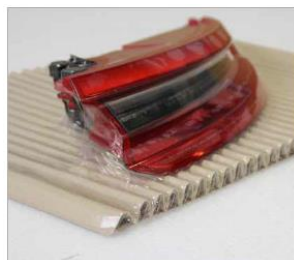


InspiroPack System:



sistema di packaging che viene commercializzato fornendo in comodato d'uso le macchine di imballaggio ed il materiale "consumabile" necessario. Il sistema si fonda sulla creazione del vuoto per l'ottenimento di un effetto bloccante degli oggetti tramite l'impiego di un supporto realizzato in Mondaplen, cArtù o cushion Paper e l'utilizzo di un film plastico. L'utilizzo dei materiali ondolati 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:

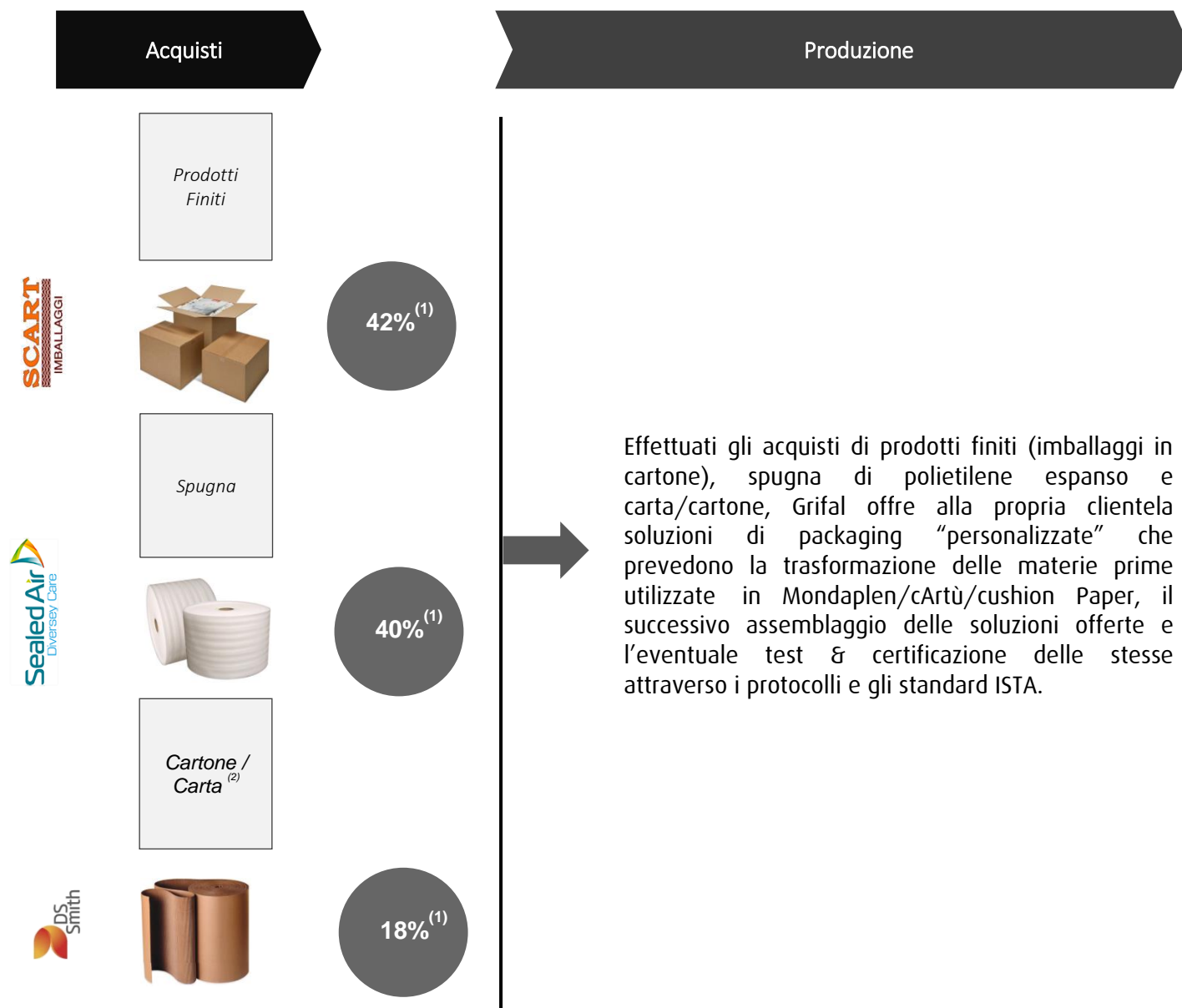
- a) scatole in cartone ondulato.
- b) inserti e cuscini fustellati, saldati e stampati in espanso di polietilene (PE), polipropilene (PP) e poliuretano espanso (PU).
- c) soluzioni ESD e VCI di imballo che includono cartone conduttivo ed interni ammortizzanti in materiali statico dissipativi/conduttivi/shielding.
- 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.

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, M.Marelli), Medica per circa il 6% (tra le quali Bellco, Inpeco).

I primi dieci clienti contribuiscono per circa il 45% al fatturato; i primi cinquanta per l'80% ; i primi cento clienti rappresentano il 90% dei ricavi di vendita totali.

Il Processo Produttivo



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

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

Programmi & Strategie

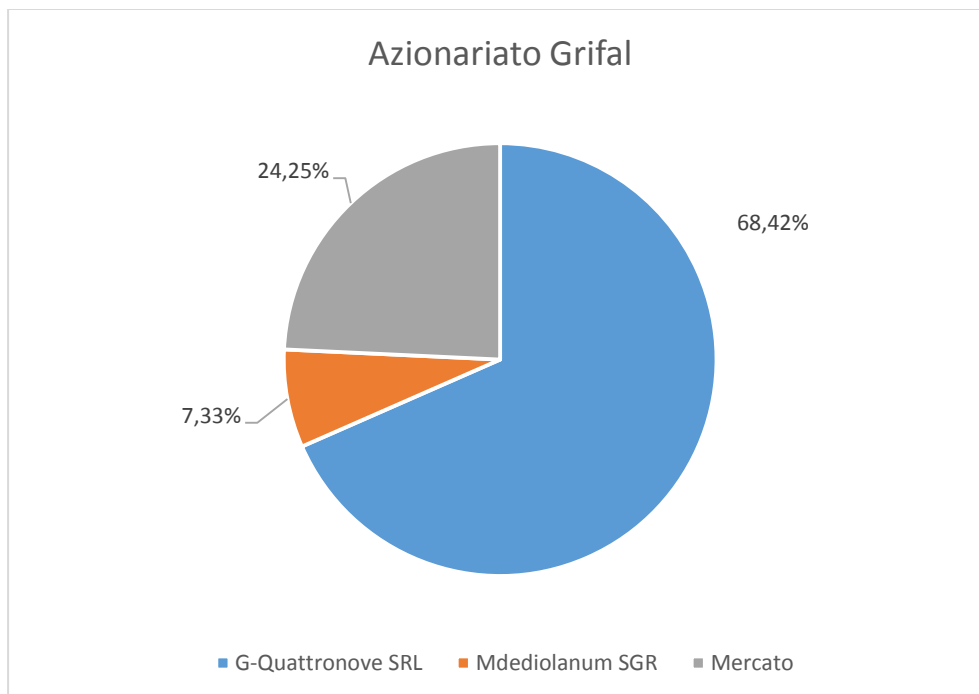
La strategia della Società prevede l'affermazione del "cArtù" quale nuovo standard di imballaggio eco-compatibile. Questo obiettivo dovrebbe essere raggiunto anche attraverso l'apertura, in Italia ed all'estero, di centri integrati di produzione e distribuzione di imballaggi in cArtù da localizzarsi 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. Nel corso del primo semestre 2018 sono stati già sottoscritti quattro accordi di concessione, con altrettante aziende attive nella produzione di imballaggi in cartone ondulato, per la produzione delocalizzata di imballaggi in cArtù. I concessionari attivati presiederanno le provincie di Cremona, Lodi, Pavia, Verona, Pesaro/Urbino e Siena.

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 "cushion Paper" ed un sistema di consegna espressa a servizio dei distributori di materiali di imballaggio e dei loro clienti.

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

1. La creazione di un **"Network Grifal"** in Italia attraverso la costituzione di almeno due **centri integrati di distribuzione e produzione** (limitata al prodotto cArtù ed operativi su due linee di produzione da 7 e 20 mm) in grado di servire le 8 Regioni (Lombardia, Piemonte, Emilia-Romagna, Trentino Alto Adige, Veneto, Toscana, Lazio e Marche) che rappresentano la base dell'attuale clientela.
2. La contestuale realizzazione di un network capillare di concessionari in grado di produrre cArtù all'interno dei propri siti produttivi.
3. La fornitura di materiali ondulati di cArtù anche ad una pletora di produttori e non solo concessionari, resa possibile dalla recente innovazione di processo che consente una maggiore flessibilità e minor costo di produzione, per la produzione di scatole.
4. L'apertura di almeno due **centri esteri integrati di distribuzione e produzione** (limitata al prodotto cArtù) possibilmente in Germania, Romania o Austria.
5. L'ampliamento (attraverso un nuovo immobile in locazione da 5700 mq) del sito produttivo di Cologno al Serio sul quale andranno a convergere tre linee produttive per il prodotto cArtù.
6. L'incremento dell'offerta di prodotti standard da commercializzare attraverso i distributori.

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.

Post esercizio warrants (primo periodo di esercizio da 01/15 giugno 2019 ad un prezzo di esercizio di € 2,86) e attribuzione bonus share, il capitale sociale è detenuto per il 68,42% da G-Quattronove S.r.l. (Famiglia Gritti); il 7,33% del capitale è detenuto da Mediolanum Gestione Fondi SGR mentre il flottante sul mercato è pari al 24,25%.

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 durante 2 residui periodi temporali:

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

Risultati al 30.06.2019

EUR (K)	1H 2018	1H 2019	VAR%
Ricavi di Vendita	8887	9750	9,7
Valore della Produzione	9704	11419	17,7
Materie Prime	4033	4353	
%	45,4	44,6	
Costi per servizi	2067	2379	
%	23,3	24,4	
Beni di terzi	443	462	
%	5	4,7	
VALORE AGGIUNTO	3161	4225	33,65
%	35,6	43,3	
Costo del lavoro	2214	2723	23
%	24,9	27,9	
Oneri diversi di gestione	27	22	
%	0,3	0,2	
Variazione Rimanenze	54	36	
EBITDA	974	1516	55,6
%	11	15,5	
Ammortamenti & Svalutazioni	597	817	36,8
%	6,7	8,4	
EBIT	377	699	85,2
%	4,2	7,2	
Oneri finanziari	126	99	
UTILE ANTE IMPOSTE	251	600	138,8
%	2,8	6,1	
Imposte	91	45	
Tax rate (%)	36	8	
RISULTATO NETTO	160	555	246,2
%	1,8	5,7	
Cash Flow	757	1372	81,1
%	8,5	14,1	
PFN	-4207	-3932	
Equity	7119	10312	
ROI	6,7	9,8	
ROE	4,5	10,8	

Fonte: Grifal

La Società ha presentato risultati reddituali al 30 giugno 2019 estremamente convincenti. I ricavi di vendita sono cresciuti di quasi il 10% (da € 8,9 milioni al 30.06.2018 ad € 9,8 milioni) mentre incrementi del 50% per le immobilizzazioni per lavori interni (da € 669 migliaia ad € 1 milione) nonché il riconoscimento di un credito d'imposta per € 500 migliaia hanno consentito al valore della produzione di portarsi ad € 11,4 milioni da € 9,7 milioni del corrispondente periodo dell'esercizio precedente, per un aumento di quasi il 18%. La minore incidenza del costo delle materie prime sul valore della produzione (dal precedente 41,5% al 38,1%) ha largamente contribuito a determinare un aumento del valore aggiunto di quasi il 34%, da € 3,2 milioni al 30.06.2018 ad € 4,2 milioni al 30.06.2019, con un miglioramento del corrispondente quoziente sul valore della produzione dal 32,6% al 37%. L'aumento del valore aggiunto ha consentito al margine operativo lordo (Ebitda) di crescere, nel semestre, rispetto al corrispondente periodo del 2018, di oltre il 55% (da € 974 migliaia al 30.06.2018 ad € 1,5 milioni), nonostante un aumento del 23% del costo del lavoro (da € 2,2 milioni al 30.06.2018 ad € 2,7 milioni). L'incremento dell'Ebitda ha generato un miglioramento della redditività lorda aziendale dal 10% del primo semestre 2018 al 13,3%. Un aumento degli ammortamenti di quasi il 40% (da € 598 migliaia ad € 817 migliaia) non è stato di ostacolo all'incremento dell'85% del risultato operativo netto (Ebit) il quale, portandosi ad € 699 migliaia, da € 377 migliaia al 30.06.2018, ha altresì aumentato la propria incidenza sul valore della produzione dal precedente 3,9% al 6,1%. In termini di utile netto, questo ha registrato, nel semestre, un aumento annuo di quasi il 250%, da € 160 migliaia al 30.06.2018 ad € 555 migliaia, con contestuale miglioramento della relativa marginalità (sul valore della produzione) dal precedente 1,6% al 4,9%. L'indebitamento netto è pari ad € 3,9 milioni, da € 5,4 milioni al 31.12.2018 ed ha beneficiato della raccolta di € 2,5 milioni derivante dall'esercizio di n. 889.782 warrants presentati in conversione in occasione del primo periodo di esercizio (01-15/06/2019 ad un prezzo di conversione di € 2,86). Il patrimonio netto ha anch'esso beneficiato della conversione dei warrants e si è portato ad € 10,3 milioni da € 7,5 milioni al 31.12.2018.

Finnat Report ESG: Environmental, Social, Governance

Le informazioni di carattere non finanziario relative alle imprese ed in particolare quelle relative alle tematiche Environmental, Social e Governance (ESG) stanno assumendo una sempre maggiore rilevanza. L'approccio ESG agli investimenti tiene quindi conto del rispetto di questi criteri di sostenibilità da parte delle imprese quotate-rispetto dell'ambiente, dei diritti dei lavoratori e delle comunità in cui operano e dei sani principi di governance societaria- Il rispetto di tali criteri sembra destinato a qualificarsi sempre di più quale elemento discriminante nelle scelte d'investimento da parte di un numero crescente di investitori istituzionali. Le società a grande capitalizzazione sono già oggetto di valutazione da parte di diverse agenzie specializzate che indagano gli aspetti ESG a beneficio degli investitori che intendono tener conto di quei criteri. Sulle Small e Micro Cap, invece, tali pratiche non sono così diffuse. A tale riguardo Banca Finnat, pienamente consapevole di come nell'ambito dell'intero processo d'investimento i fattori ESG vengono oramai analizzati quasi al pari dei fattori finanziari, ha deciso di adoperarsi affinché, nelle proprie ricerche sulle società quotate oggetto di Analyst Coverage da parte della Banca stessa, emergano le politiche e le azioni da queste società adottate in materia di sostenibilità ambientale, responsabilità sociale e governance (tematiche ESG).

Nota:

L'impegno sui temi della responsabilità sociale è oramai parte integrante dei principi e dei comportamenti della Società, orientati al mantenimento di elevati livelli di sicurezza, di tutela ambientale ed efficienza energetica, nonché alla formazione, sensibilizzazione e coinvolgimento su temi di responsabilità sociale ed ecosostenibilità.

L'approccio ESG della Società si basa dunque sui seguenti principi:

- Ecosostenibilità dei prodotti dell'azienda soprattutto per quelli cellulosici quali cArtù e cushion Paper
- Ottimizzazione dell'utilizzo delle fonti energetiche e delle risorse naturali
- Minimizzazione degli impatti ambientali negativi e massimizzazione di quelli positivi
- Adozione di processi produttivi che siano rispettosi della sicurezza dei lavoratori
- Adozione di politiche di acquisto sensibili alle tematiche ambientali

Appare strategica la decisione di redigere il Bilancio di sostenibilità a partire dall'esercizio 2019

**ADOZIONE DI
POLICY
AMBIENTALI**

- 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.
- è in corso l'attività di certificazione forestale della catena di custodia del prodotto per i prodotti realizzati in carta e cartone. La certificazione è la garanzia che la materia prima legnosa per carta e prodotti in legno derivi da foreste gestite in maniera sostenibile.
- la produzione di cArtù genera il 74% in meno di emissioni CO2.
- 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.
- è stato eliminato l'utilizzo di bottiglie di plastica negli uffici ed in produzione.
- 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 produttivi e dei consumi di energia.
- il ciclo di vita degli imballi riduce al minimo l'impatto sull'ambiente con materie prime riciclate di alta qualità a al 100% riciclabili.

**ADOZIONE DI
POLICY SOCIALI**

- l'azienda consente l'utilizzo dei premi di produzione nell'ambito di un progetto di welfare aziendale.
- è 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, enti socio-culturali.

**ADOZIONE DI
POLICY
GOVERNANCE**

- nei processi di selezione non si applicano discriminazioni di genere.

Outlook 2019-2023

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	8941	11127	13755	17194	21015	
%	40,1	40	41	40,8	41,5	42,5	
Costi per Servizi	4233	4519	5380	6113	6878	7642	
%	21,6	20,2	19,8	18,1	16,6	15,5	
Beni di terzi	905	963	1198	1375	1643	1863	
%	4,6	4,3	4,4	4,1	4	3,8	
VALORE AGGIUNTO-	6618	7950	9459	12467	15740	18932	
%	33,7	35,5	34,8	37	38	38,3	
Costo del lavoro	4409	4952	5694	6549	7531	8597	
%	22,5	22,1	21	19,4	18,2	17,4	
EBITDA	2209	2998	3765	5918	8209	10335	36,1
%	11,2	13,4	13,9	17,6	19,8	20,9	
Ammortamenti & Svalutazioni	1466	1758	1969	2150	2325	2442	
%	7,5	7,9	7,3	6,4	5,6	4,9	
EBIT	743	1240	1796	3768	5884	7893	60,4
%	3,8	5,5	6,6	11,2	14,2	16	
Oneri finanziari	224	151	194	220	250	130	
%	1,1	0,7	0,7	0,7	0,6	0,3	
UTILE ANTE IMPOSTE	519	1089	1602	3455	5634	7763	
%	2,6	4,9	5,9	10,2	13,6	15,7	
Imposte	133	305	448	993	1577	2174	
Tax rate (%)	25,7	28	28	28	28	28	
RISULTATO NETTO	386	784	1153	2512	3868	5154	67,9
%	2	3,5	4,2	7,4	9,3	10,4	
Cash Flow	1852	2542	3122	4662	6194	7596	
%	9,4	11,4	11,5	13,8	14,9	15,4	
PFN	-5356	-6289	-7812	-7417	-6570	-3048	
Equity	7501	7995	8890	11021	14061	17939	
CIN	12857	14284	16702	18438	20631	20986	
ROI	11,6	8,7	10,7	20,4	28,5	37,6	
ROE	10,3	9,8	13	22,8	27,5	28,7	

Fonte: Grifal; Stime: Banca Finnat

New 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	
%	22,5	21,7	19,9	19,4	18,2	17,5	
EBITDA	2209	3485	4802	6422	9248	12005	40,3
%	11,2	15,6	17,7	19	22,3	24,3	
Ammortamenti & Svalutazioni	1466	1758	1969	2150	2487	2967	
%	7,5	7,9	7,2	6,4	6	6	
EBIT	743	1727	2833	4272	6760	9038	64,8
%	3,8	7,7	10,4	12,7	16,3	18,3	
Oneri finanziari	224	180	235	240	250	250	
%	1,1	0,8	0,9	0,7	0,6	0,5	
UTILE ANTE IMPOSTE	519	1547	2598	4032	6510	8788	
%	2,6	6,9	9,6	12	15,7	17,8	
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	5,1	7,1	8,9	11,6	13,1	
Cash Flow	1852	2902	3891	5134	7305	9470	
%	9,4	13	14,3	15,2	17,6	19,1	
PFN	-5356	-3858	-4398	-4588	-3289	-2101	
Equity	7501	10902	12023	13661	16390	19521	
CIN	12857	14760	16421	18249	19679	21622	
ROI	11,6	11,7	17,3	23,4	34,3	41,8	
ROE	10,3	10,5	16	21,8	29,4	33,3	

Fonte: Grifal; Stime: Banca Finnat

Per il periodo previsionale 2019/2023 abbiamo mantenuto inalterate, rispetto alle nostre precedenti aspettative, le stime relative allo sviluppo atteso del fatturato ma abbiamo ritenuto opportuno alzare le stime reddituali prospettiche per tener conto delle innovazioni di processo che, introdotte in azienda soprattutto in merito alle linee di produzione di cArtù, sono destinate ad abbassare considerevolmente il costo di produzione, soprattutto per quanto riguarda il costo delle materie prime impiegate (circostanza già emersa in occasione dei risultati al 30 giugno 2019).

Il fatturato lo stimiamo, quindi, ad € 19,7 milioni a consuntivo 2019, da € 17,4 milioni al 31 dicembre 2018 ed in grado di raggiungere € 47,8 milioni al 2023 (per un cagr 2018/2023 del 22,4%). Il margine operativo lordo (Ebitda) lo stimiamo ad € 3,5 milioni a consuntivo 2019, da € 2,2 milioni al 31 dicembre 2018 e a € 12 milioni al 2023, per un tasso medio annuo di crescita del 40%. La redditività lorda sul valore della produzione la stimiamo quindi in crescita dal 15,6% del 2019 al 24,3% a fine periodo previsionale.

In termini di risultato operativo netto (Ebit), questo dovrebbe risultare pari ad € 1,7 milioni a consuntivo 2019, da € 743 migliaia al 31 dicembre 2018 e poter giungere ad € 9 milioni al 2023, per un tasso medio annuo di crescita di quasi il 65%. Anche in questo caso la redditività netta sul valore della produzione è destinata a migliorare considerevolmente, passando dal 7,7% del 2019 al 18,3% del 2023.

In merito all'utile netto atteso, il bilancio 2019 dovrebbe chiudersi con un risultato positivo pari ad € 1,1 milioni, da € 386 migliaia al 31 dicembre 2018, per attestarsi ad € 6,5 milioni al 2023, per un tasso di crescita media annua, nel periodo 2018/2023, del 76% ed un net margin (sul valore della produzione) dal 5,1% del 2019 al 13,1% a fine periodo.

Il ritorno sul capitale investito netto (ROI) lo stimiamo all'11,7% a consuntivo 2019 ed in grado di portarsi al 41,8% nel 2023 mentre il ritorno sul capitale proprio (ROE) lo prevediamo al 10,5% nel 2019 ed al 33,3% a fine periodo previsionale.

L'indebitamento netto lo stimiamo a € 3,9 milioni a consuntivo 2019, da € 5,4 milioni al 31 dicembre 2018, beneficiando della raccolta di € 2,5 milioni a seguito del recente esercizio di 889.782 warrants, per attestarsi ad € 2,1 milioni al 2023 mentre il patrimonio netto, stimato ad € 10,9 milioni a consuntivo 2019 (€ 7,5 milioni al 31 dicembre 2018), dovrebbe attestarsi ad € 19,5 milioni a fine periodo previsionale.

Valuation

Ai fini della valutazione utilizziamo la metodologia del Discounted Cash Flow con previsione esplicita dei flussi di cassa generati nel periodo 2019/2023.

Il tasso di crescita perpetua è mantenuto all'1,5% ed il WACC è determinato all'8,24%, con un Free Risk Rate all'1,75%, un coefficiente Beta pari allo 0,77 (abbiamo calcolato il beta levered, tenuto conto della struttura patrimoniale della Società, sulla base di un Beta unlevered pari a 0,65 per il settore packaging europeo su di un campione di 52 aziende – fonte: Damodaran), un Market Risk Premium al 10,5%, nonché una struttura patrimoniale debt/equity pari a 20/80.

Otteniamo un Enterprise Value pari a € 60 milioni ed un **Valore ad Equity** pari a 5,3 euro/azione. La nostra Raccomandazione è quindi di acquisto.

Cash Flow Model (K €)

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
EBIT	1727	2833	4272	6760	9038
Imposte	402	675	1048	1693	2285
NOPAT	1325	2158	3224	5067	6753
D&A	1758	1969	2150	2487	2967
Capex	2600	2600	3000	3000	3000
CNWC	512	1031	978	917	1910
FOCF	-29	496	1396	3637	4810

Stime: Banca Finnat

DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	1,5
WACC (%)	8,24
Discounted Terminal Value	52.075
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	7.888
Enterprise Value	59.963
Net financial position as of 31/12/2018	-3.932
Equity Value	56.031
Nr. Azioni (k)	10.550
Value per share	5,3

Stime: Banca Finnat

WACC Calculation (%)

Risk free rate	1,75
Market risk premium	10,5
Beta (x)	0,77
Cost of Equity	9,84
Equity/(Debt+Equity)	0,8
Gross cost of debt	2,49
Tax rate	26
Net cost of debt	1,84
Debt/(Equity+Debt)	0,2
WACC	8,24

Stime: Banca Finnat

Historical recommendations and target price trend

Date	Rating	Target Price	Market Price
29.04.2019	Hold	4,6 €	4,47 €
24.10.2018	Hold	4,9 €	4,75 €

Key to Investment Rankings (12 Month Horizon)

BUY: Upside potential at least 15%

HOLD: Expected to perform +/- 10%

REDUCE: Target achieved but fundamentals disappoint

SELL: Downside potential at least 15%

INCOME STATEMENT (Eur k)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Ricavi di Vendita	17361	19650	24454	30567	38209	47762
Valore della Produzione	19627	22373	27164	33711	41455	49452
Materie Prime	7871	8725	10594	13147	16168	19286
Costi per Servizi	4233	4350	5200	6113	6870	7640
Beni di terzi	905	963	1168	1480	1640	1861
Valore Aggiunto	6618	8335	10202	12970	16778	20665
Costo del lavoro	4409	4850	5400	6548	7530	8660
EBITDA	2209	3485	4802	6422	9248	12005
Ammortamenti & Svalutazioni	1466	1758	1969	2150	2487	2967
EBIT	743	1727	2833	4272	6760	9038
Oneri finanziari	224	180	235	240	250	250
UTILE ANTE IMPOSTE	519	1547	2598	4032	6510	8788
Imposte	133	402	675	1048	1693	2285
Tax-rate (%)	25,7	26	26	26	26	26
RISULTATO NETTO	386	1144	1922	2984	4818	6503
Cash Flow	1852	2902	3891	5134	7305	9470
BALANCE SHEET (Eur k)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Patrimonio Netto	7501	10902	12023	13661	16390	19521
PFN	-5356	-3858	-4398	-4588	-3289	-2101
Capitale Investito Netto	12857	14760	16421	18249	19679	21622
FINANCIAL RATIOS (%)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
EBITDA margin	11,2	15,6	17,7	19	22,3	24,3
EBIT margin	3,8	7,7	10,4	12,7	16,3	18,3
Net margin	2	5,1	7,1	8,9	11,6	13,1
ROI	11,6	11,7	17,3	23,4	34,3	41,8
ROE	10,3	10,5	16	21,8	29,4	33,3
GROWTH RATES(%)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Ricavi di Vendita	9,8	13,2	24,4	25	25	25
EBITDA	19	57,7	37,8	33,7	44	29,8
EBIT	8,6	132,2	64,1	50,8	58,2	33,7
Net Profit	6,9	196,6	68	55,2	61,4	35
Cash Flow	20,9	56,8	34,1	31,9	42,3	29,6
VALUATION METRICS	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
P/E	93,5	31,5	18,8	12,1	7,5	5,5
P/CF	19,5	12,4	9,3	7	4,9	3,8
P/BV	4,8	3,3	3	2,6	2,2	1,8
EV/SALES	2,4	2	1,7	1,3	1	0,8
EV/EBITDA	18,8	11,5	8,4	6,3	4,3	3,2
EV/EBIT	55,7	23,1	14,3	9,5	5,8	4,2

Fonte: Grifal; Stime: Banca Finnat

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

BANCA FINNAT HA SPECIFICI INTERESSI NEI CONFRONTI DELL'EMITTENTE, PER IL QUALE SVOLGE GLI INCARICHI DI NOMINATED ADVISOR E DI SPECIALIST; INOLTRE, REDIGE DOCUMENTI DI ANALISI COME QUELLO PRESENTE. PER QUESTE ATTIVITA' ESSA È REMUNERATA. PRESTA, INOLTRE, SERVIZI DI SUPPORTO AMMINISTRATIVO.
 PERTANTO IL DOCUMENTO NON PUO' ESSERE CONSIDERATO COME RICERCA INDIPENDENTE.

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

L'UFFICIO STUDI DELLA BANCA, INQUADRATO NELL'AMBITO DELLA DIREZIONE FINANZA DELLA BANCA CUI RISPONDE DIRETTAMENTE, COSTITUISCE DIPARTIMENTO A SE' STANTE SEPARATO DAL PUNTO DI VISTA ORGANIZZATIVO ED INFORMATICO DAGLI ALTRI UFFICI DELLA BANCA.

NESSUN ANALISTA DELL'UFFICIO STUDI DETIENE O HA DETENUTO NEGLI ULTIMI 12 MESI STRUMENTI FINANZIARI EMESSI DALLA SOCIETA' OGGETTO DELL'ANALISI NÉ SVOLGE RUOLI DI AMMINISTRAZIONE, DIREZIONE O CONSULENZA PER IL SOGGETTO STESSO.

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

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

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

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

NESSUNA PERSONA DIVERSA DALL'ANALISTA HA AVUTO ACCESSO AI CONTENUTI DELL'ANALISI PRIMA DELLA SUA DIFFUSIONE.LA BANCA VIETA AI PROPRI DIPENDENTI DI:

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

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

QUALSIASI OPINIONE, PREVISIONE O STIMA CONTENUTA NEL PRESENTE DOCUMENTO 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.

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

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

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

IL PRESENTE DOCUMENTO È ESCLUSIVAMENTE INFORMATIVO E NON COSTITUISCE IN ALCUN MODO UNA PROPOSTA DI CONCLUSIONE DI CONTRATTO, NÉ UN'OFFERTA AL PUBBLICO DI PRODOTTI FINANZIARI, NE' UN CONSIGLIO O UNA RACCOMANDAZIONE PERSONALIZZATA DI ACQUISTO O VENDITA DI UN QUALSIASI PRODOTTO FINANZIARIO.

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

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

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

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

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

Banca Finnat Research Rating Distribution	29/10/2019				
Number of companies covered: 20	BUY	HOLD	REDUCE	SELL	N.R.
Total Equity Research Coverage relating to last rating (%)	65%	10%	0%	0%	25%
Of which Banca Finnat's clients (%)	100%	100%	-	-	100%