

**RACCOMANDAZIONE**
**Buy** (da BUY)

**Target Price**
**5,5 €** (da 6,4 €)

# Grifal

**Settore: Packaging**
**Codice negoziazione Bloomberg: GRAL IM**
**Mercato: Euronext Growth Milan**
**Prezzo al 16/04/2024**
**2,09 €** (price at market close)

**Capitalizzazione di Borsa:**
**23.871.062 €**
**Numero di azioni:**
**11.382.138<sup>^</sup>**
**Patrimonio netto 31.12.2023:**
**18.275.740 €**
<sup>^</sup>Al netto delle azioni proprie

**Data ed ora di produzione:**
**16.04.2024 ore 18:00**
**Data ed ora di prima diffusione:**
**17.04.2024 ore 09:00**
**Ufficio Ricerca ed Analisi**
**Gian Franco Traverso Guicciardi (AIAF)**

Tel. +39 0669933.440

Stefania Vergati

Tel. +39 0669933.228

Donatella Dragas

Tel. +39 0669933.292

Michele Cursi

Tel. +39 0669933.413

 E-mail: [ufficio.studi@finnat.it](mailto:ufficio.studi@finnat.it)

- La capogruppo Grifal Spa è un'azienda tecnologica che progetta, produce e commercializza, nel mercato del packaging industriale, imballaggi innovativi, performanti ed eco-compatibili.
- In un contesto di una sempre più spinta ricerca alla sostenibilità ambientale, la società punta ad affermare la tecnologia *cArtù* e la linea di prodotti *cushionPaper* quali nuovi standard di imballaggio ecosostenibile.
- Il bilancio al 31 dicembre 2023 si è chiuso con ricavi di vendita in crescita annua limitata al 2,5% (a € 37,8 milioni), sostanzialmente in linea con le nostre aspettative. Il progressivo rientro delle tensioni sui prezzi dei fattori produttivi ha però consentito un considerevole incremento di redditività (dall'11,9% al 14,8%). Il margine operativo lordo (ebitda) ha registrato una crescita del 28%, da € 4,4 milioni del consuntivo 2022 a € 5,6 milioni al 31.12.2023 (€ 5,2 milioni il dato da noi atteso) mentre il risultato netto di Gruppo si è attestato ad € 887 migliaia da € 432 migliaia al 31.12.2022 (+105%) e rispetto a € 787 migliaia attesi. L'indebitamento netto è pari a € 18,5 milioni da € 19,4 milioni da noi stimati.
- In merito al periodo previsionale 2024/2027, prevediamo un fatturato in grado di attestarsi a € 48 milioni a consuntivo 2024, per raggiungere € 90 milioni a fine 2027. Il margine operativo lordo (ebitda) dovrebbe riuscire a portarsi ad € 8,6 milioni a fine anno e giungere a € 22,8 milioni al 2027, per una redditività finale al 25,3% dal 14,8% del consuntivo 2023. L'utile di Gruppo lo stimiamo a € 2,9 milioni a fine 2024 e a € 12,8 milioni al 2027.
- Manteniamo una raccomandazione d'acquisto sul titolo pur limando il Target Price dal precedente € 6,4 a € 5,5.

**Anno al 31/12 (k €)**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Ricavi di Vendita	36875	37784	48000	60480	75000	90000
EBITDA	4373	5589	8560	12542	17918	22790
EBIT	1305	2175	4860	8542	13818	18690
Utile di Gruppo	432	887	2851	5502	9329	12810
Cash - flow	3499	4301	6551	9502	13429	16910
Equity	17696	18276	21127	26629	35958	48768
Pfn	-18865	-18526	-18788	-15113	-7807	5653
Roe	2,4	4,9	13,5	20,7	25,9	26,3

Fonte: Grifal; Stime Banca Finnat

## Attività & Strategie

Il Gruppo Grifal, leader italiano nel settore del packaging industriale e di protezione, è nato nel 2021 con le acquisizioni totalitarie, da parte di Grifal Spa (azienda operante dal 1969), delle società Tieng Srl (società di engineering che produce impianti e macchinari per incollaggio resine ed adesivi tra i quali i sistemi di incollaggio degli ondulatori Grifal) e Cornelli Brand Packaging Experience Srl (società successivamente fusa nella stessa Grifal Spa e attiva, nello stabilimento di Rivolta d'Adda, nella produzione e commercializzazione di scatole in cartone ondulato tradizionale nonché nell'ideazione e realizzazione di nuove tecniche di branding applicate al packaging). Nello stabilimento di Rivolta è stata ora concentrata l'intera attività di lavorazione del cartone ondulato tradizionale. Il Gruppo è quindi attivo nella progettazione, produzione e commercializzazione di soluzioni di imballaggio "personalizzate" ed eco-compatibili basate su innovativi sistemi di ondulazione. Le soluzioni di imballo proposte sono a base di polietilene espanso ondulato (con il prodotto Mondaplen) e cartone ondulato (con il prodotto cArtù) ma la società intende sviluppare soprattutto quest'ultimo al fine di giungere ad affermare la tecnologia cArtù e la linea di prodotti cushionPaper quali nuovi standard di imballaggio ecocompatibili. L'obiettivo aziendale è quello di sostituire le plastiche espanso nel mercato degli imballaggi di protezione e giungere alla realizzazione di un network internazionale di siti produttivi in partnership con aziende già attive nella produzione di imballaggi ai quali demandare la produzione e trasformazione di cArtù nonché la vendita delle soluzioni di imballo ecosostenibili basate su questo materiale. A tal merito ad inizio 2023 è stata perfezionata, con il Gruppo Industriale portoghese José Neves (leader da 40 anni nel settore del packaging sia a livello locale che internazionale), una joint venture paritetica (Seven cArtù Lda) per la produzione, presumibilmente a partire da maggio 2024 in prossimità della sede produttiva dello stesso gruppo portoghese, di soluzioni di imballo a marchio cArtù. La gestione operativa, commerciale ed il supporto amministrativo saranno assicurati dal gruppo José Neves mentre Grifal, attraverso la controllata Tieng S.r.l., ha fornito la linea di ondulazione ed il know-how per la produzione del cArtù.

Il portafoglio clienti di Grifal SpA comprende aziende dei settori: elettromeccanica (29,3% del fatturato), elettronica (22,6%), industria (7,7%), produzione di imballaggi (6%), arredamento (13,4%), automotive (8,7%) e medicale (2,6%).

- **Tieng Srl – Grifal Technologies -**

Alla società di engineering, già fornitrice strategica di Grifal e specializzata nell'automatizzazione del packaging e nelle tecnologie di imballaggio applicabili a diversi settori industriali, è stato conferito l'intero ramo aziendale di progettazione e realizzazione delle linee di ondulazione utilizzate nella produzione di materiali ondulati principalmente a marchio cArtù e Mondaplen. Questa acquisizione, altamente sinergica, ha rinforzato la capacità produttiva del Gruppo nelle macchine per ondulazione. L'obiettivo è quello di introdurre innovazioni di prodotto e di processo che diano come risultato una riduzione dei costi e dell'impatto ambientale del packaging, ottenendo macchinari ancora più efficienti e performanti nella realizzazione di prodotti per il settore degli imballaggi ecosostenibili. Recentemente si è completato, dal punto di vista strutturale ed impiantistico, l'ampliamento della sede produttiva di Grifal Spa (da 14.000 mq a circa 21.000 mq); nel nuovo stabilimento, interamente dedicato alla produzione di cArtù, hanno trovato spazio ben quattro linee di produzione cArtù (compresa la linea 4.0 con stampa digitale integrata) in grado di triplicare la capacità produttiva attuale. Tieng (realizzatrice delle linee produttive di Grifal) è destinata a

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

- **Grifal Gmbh:**  
Società costituita in Germania nel luglio 2018 con l'obiettivo di presidiare, in modo più incisivo, il principale mercato del packaging a livello europeo e tra quelli potenzialmente più interessati all'introduzione di una soluzione di imballo ecocompatibile quale è il cArtù. Rappresenta un primo passo per l'introduzione della tecnologia Grifal nel principale mercato europeo.
- **Grifal Europe Srl:**  
Società operativa da settembre 2021 in Romania (Timisoara) al fine di presidiare localmente un mercato ove sono state delocalizzate le attività produttive di molti gruppi multinazionali. Lo stabilimento produttivo ivi localizzato, interamente dedicato alla produzione di imballaggi in cArtù (70 mila m3 annui a regime per un fatturato annuo atteso fra i 6 e i 7 milioni di euro / al 31.12. 2023 il fatturato è risultato pari a € 4,5 milioni), è destinato a produttori internazionali di elettrodomestici che hanno l'esigenza di garantirsi grandi volumi di materiali d'imballaggio ecosostenibili in sostituzione delle plastiche espanse finora utilizzate. Le potenzialità del mercato hanno ora indotto Grifal a costituire una vera e propria forza commerciale locale. Partendo dalla sede di Timisoara, la nuova struttura avrà l'obiettivo di stringere collaborazioni con una rete di trasformatori di imballaggi a livello nazionale, estendibile ai Paesi confinanti.

L'elevato know how, i brevetti (n° 21, di cui 3 per processi, depositati in 22 Paesi sia in Europa che negli Stati Uniti) e la creazione di una linea di prodotti esclusivi rende "non replicabili" le soluzioni d'imballo ideate da Grifal. In questo modo la società riesce a tutelare la proprietà intellettuale e a competere su fattori diversi dal prezzo. Grifal dispone, inoltre, al suo interno, anche di un Laboratorio Prove Certificato ISTA (International Safe Transit Association) dove viene testata l'efficacia protettiva delle soluzioni d'imballo progettate sia internamente sia da terzi.

Attraverso 30 protocolli di prova specifici e molto rigorosi, vengono effettuate prove di caduta, vibrazione, compressione, resistenza, nonché prove climatiche secondo gli standard ISTA. L'obiettivo è verificare che l'imballo proposto soddisfi i requisiti di sicurezza richiesti sia dalle normative vigenti che dagli stessi clienti, stabilendone così l'effettiva conformità ed affidabilità. Il Laboratorio è così in grado di offrire ai clienti test delle soluzioni di imballo secondo specifici protocolli, con la produzione di un report finale e, ove richiesto, con l'emissione del relativo Certificato ISTA. Amazon ha così incluso Grifal nel suo network globale di fornitori certificati, l'Amazon Packaging Support and Supplier Network (APASS). La società vede in tal modo rafforzato il proprio posizionamento competitivo in merito alle proprie competenze nella progettazione, fornitura e certificazione degli imballaggi per l'e-commerce. In tema di imballaggi, Grifal ha poi ottenuto le certificazioni FSC e PEFC per i prodotti di origine forestale. Entrambe le certificazioni, riconosciute a livello internazionale, garantiscono che la carta e cartone utilizzati dall'azienda per i propri prodotti provengano da foreste gestite in modo sostenibile e responsabile.

I principali prodotti commercializzati:

cArtù:



Prodotto di punta di Grifal (scadenza brevetto febbraio 2035) - la cui incidenza sui ricavi di Gruppo ha già raggiunto il 34% - trattasi di una nuova tipologia di cartone ondulato dalle caratteristiche innovative, realizzato tramite un sistema produttivo proprietario brevettato. Rappresenta l'alternativa ecocompatibile al polistirolo, al poliuretano espanso ed alle altre plastiche utilizzate nell'imballaggio di protezione grazie alle sue onde, alte da 10 a 20 mm, che permettono un'efficace azione ammortizzante.

Il sistema genera il 50% di ondulazione in più rispetto al tradizionale cartone ondulato. Il prodotto risulta essere quindi molto più resistente alla compressione pur mantenendo un peso ed un consumo di carta limitati (viene risparmiato circa il 70% - a parità di volume - della carta usualmente utilizzata nella produzione del classico cartone ondulato - con un risparmio fino a 100 Kg di carta al m<sup>3</sup> - ed un metro cubo di cArtù può arrivare così a pesare circa il 63% in meno rispetto al comune cartone tradizionale in base alla tipologia di carta ed alla dimensione dell'onda). La tecnologia utilizzata per cArtù consente anche di diversificare le tipologie di carta utilizzata al fine di mitigare eventuali aumenti nei costi della materia prima. Il prodotto, realizzato con carta riciclata di alta qualità, garantisce una protezione superiore e le sue alte proprietà ammortizzanti, unite ad una elevata flessibilità, consentono di sostituire, con un prodotto al 100% in carta, i materiali di protezione a base plastica come il polistirolo espanso o le schiume di poliuretano e di polietilene. A questo consumo ridotto di materia prima corrisponde una riduzione fino al 74% di emissioni di CO<sub>2</sub> rispetto ai tradizionali materiali di carta per l'imballaggio (80% rispetto ai materiali plastici da imballo). Il prodotto risulta quindi totalmente ecosostenibile, essendo riciclabile al 100% e facilmente compattabile, potendo essere smaltito nella normale raccolta urbana differenziata. cArtù risulta disponibile in diversi formati: pannelli rigidi, flessibili ed avvolgibili, fogli ammortizzanti ed avvolgibili, sistemi ammortizzanti, supporti super bloccanti, scatole ammortizzanti, vassoi impilabili, cofanetti ammortizzanti, imballi per spedizioni di bottiglie ed imballi di presentazione.

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

Grande interesse per il prodotto è riscontrabile da parte dei grandi utilizzatori di imballi, in particolare quale sostituto del polistirolo nel settore degli elettrodomestici "bianchi". Il prodotto cArtù offre poi grande vantaggio, per le imprese trasformatrici del cartone ondulato, in virtù del cospicuo minor utilizzo di energia e carta nel suo processo produttivo. Il classico cartone ondulato utilizza circa 140 chili di carta per ogni metro cubo realizzato mentre per la produzione del cArtù sono necessari solo 40 chili di carta per metro cubo, consentendo di ammortizzare al meglio ogni eventuale rincaro della materia prima utilizzata, con grande beneficio per la tenuta della marginalità.

**cushionPaper:**


Versione ancora più economica del cArtù. Rappresenta l'alternativa ecosostenibile al "film a bolle", polistirolo, sacchetti d'aria, schiume poliuretaniche, poliuretano espanso ed altri prodotti in plastica per imballi a protezione di oggetti delicati. Prodotto composto da uno strato liscio di carta abbinato ad un altro strato ondulato reso tale grazie alla tecnologia proprietaria brevettata di ondulazione.

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

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


**MONDAPLEN:**


Prodotto di imballaggio (scadenza brevetto aprile 2034) per la protezione ed il riempimento, con numerosi ambiti di applicazione ed un'alta adattabilità alle diverse esigenze (33% sul fatturato consolidato). Si compone di un foglio ondulato di polietilene espanso, o di altri materiali termosaldabili, abbinato ad uno o a due fogli piani, ottenuto attraverso un processo di laminazione proprietaria brevettata che prevede l'utilizzo di propri macchinari di ondulazione. Tale prodotto possiede elevate capacità ammortizzanti, a fronte di un minor impiego di materia prima, ampia avvolgibilità ed adattabilità alle caratteristiche dell'imballo, con conseguente capacità di protezione di prodotti molto diversi tra loro.

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

**InspiroPack System:**


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

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

E' stata realizzata una struttura dedicata, presso un proprio terzista, dove sono già attivi tre ondulatori per materiali fonoassorbenti e filtranti. E' prevista la commercializzazione di materiali ondulati fonoassorbenti estetici dedicati al mercato americano e materiali di protezione (wall bumper) dedicati al mercato europeo. La commercializzazione è ancora in una fase embrionale.



Fonoassorbimento

Cestini ufficio

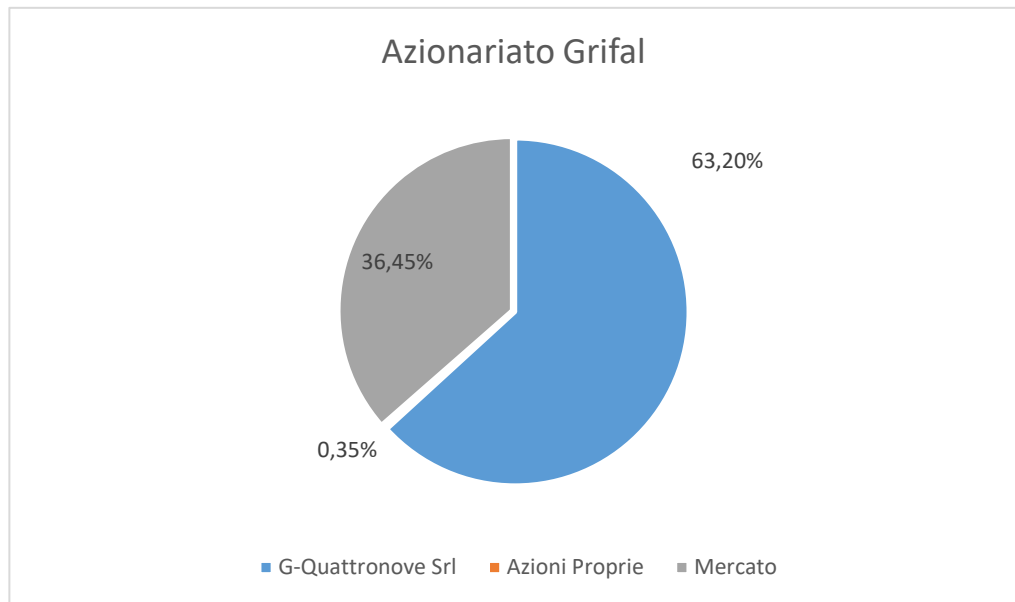
Materassino

Lampada "Gorg"

Centrotavola

Pouf impermeabile

## Azionariato



Fonte: Grifal

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

Il capitale sociale, suddiviso in n. 11.421.561 azioni, è detenuto per il 63,2% da G-Quattronove S.r.l. (Famiglia Gritti/con l'83,74% dei diritti di voto). Il flottante sul mercato è pari al 36,45% del capitale.

Le azioni proprie sono pari a n° 39.423 (0,35% del capitale) e rappresentano quanto residua del piano di acquisto di azioni proprie avviato da Grifal Spa il 1 agosto 2020 e terminato il 31 gennaio 2022.

In data 27 aprile 2023 l'Assemblea degli Azionisti, in sede straordinaria, ha conferito al CdA delega ad aumentare il capitale sociale a pagamento (anche con l'esclusione del diritto d'opzione) per un importo massimo di complessivi € 2 milioni.

## Risultati al 31 dicembre 2023

EUR (K)	FY2022	FY2023	VAR%	FY2023E
<b>Ricavi di Vendita</b>	36875	37784	2,5	38000
Valore della Produzione	41422	42041	1,5	41900
Materie Prime	17497	15353	-12,3	15712
%	42,2	36,5		37,5
Costi per servizi	8363	8956	7,1	8500
%	20,2	21,3		20,3
Beni di terzi	1763	1892	7,3	1885
%	4,3	4,5		4,5
<b>Valore Aggiunto</b>	12932	15144	17,1	15203
%	31,2	36		36,3
Ricavi accessori	866	696		600
Costo del lavoro	9294	10106	8,7	10500
%	22,4	24		25,1
Oneri di gestione	131	145		110
<b>EBITDA</b>	4373	5589	27,8	5193
%	11,9	14,8		13,7
Ammortamenti & Svalutazioni	3067	3414	11,3	3200
%	8,3	9		8,4
<b>EBIT</b>	1305	2175	66,6	1993
%	3,5	5,8		5,2
Oneri finanziari	540	942		900
<b>Utile ante imposte</b>	765	1232	61,1	1093
%	2,1	3,3		2,9
Imposte	333	345		306
Tax rate (%)	43,5	28		28
<b>Risultato Netto di Gruppo</b>	432	887	105,4	787
%	1,2	2,4		2,1
Cash Flow	3499	4301	22,9	3987
%	9,5	11,4		10,5
PFN	-18865	-18526		-19415
Equity	17696	18276		18483
CIN	36561	36802		37899
ROI	3,6	5,9		5,3
ROE	2,4	4,9		4,3

Fonte: Grifal; Stime: Banca Finnat



Nell'ambito di un contesto non particolarmente brillante per il mercato del packaging, con contrazioni nell'ordine del 10/12% sul 2022, Grifal è riuscita ad incrementare i ricavi consolidati di vendita del 2,5% (da € 36,9 milioni a € 37,8 milioni), in linea con le nostre aspettative di ricavi operativi a € 38 milioni. La riduzione dell'incidenza del costo delle materie prime utilizzate (-13,5% nell'anno), in scia al raffreddamento in atto delle pressioni inflazionistiche, ha poi consentito al Gruppo di conseguire un importante incremento di marginalità, nonostante si siano dovuti sopportare, nell'esercizio, non solo maggiori costi per servizi (+7,1%) ma anche un aumento di quasi il 9% nel costo del lavoro. Il margine operativo lordo (Ebitda) si è quindi attestato a € 5,6 milioni, in crescita di quasi il 28% rispetto al margine di € 4,4 milioni del consuntivo 2022 e superiore di quasi l'8% rispetto alle nostre attese (€5,2 milioni), per un incremento di redditività (rispetto ai ricavi operativi) dal precedente 11,9% all'attuale 14,8%. Un aumento dell'11% negli ammortamenti non ha impedito al risultato operativo netto (Ebit) di crescere del 67% rispetto al consuntivo 2022, attestandosi a € 2,2 milioni da € 1,3 milioni precedenti e rispetto ad € 2 milioni da noi stimati. Il recupero di marginalità ha interessato anche il risultato operativo netto il cui quoziente sui ricavi (Ros) si è così portato al 5,8% dal precedente 3,5%. Un tax rate al 28% (come da attese), rispetto al precedente 43,5%, ha contribuito poi ad un incremento del 105% del risultato netto di Gruppo, attestato a € 887 migliaia rispetto a € 432 migliaia al 31.12.2022 e rispetto a € 787 migliaia da noi attesi (+13%).

La posizione finanziaria netta rimane negativa per € 18,5 milioni ma inferiore ai 18,9 milioni al 31.12.2022 e rispetto a € 19,4 milioni da noi stimati, per un quoziente sul margine lordo (Ebitda) ridotto al 3,3x rispetto al 4,3x al 31.12.2022.

Il patrimonio netto è pari a € 18,3 milioni da € 17,7 milioni al 31.12.2022.

## Outlook 2024-2027

*OLD ESTIMATES*

EUR (K)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	CAGR 22/26
<b>Ricavi di Vendita</b>	26065	36875	38000	48000	64000	80000	21,4
Valore della Produzione	30749	41422	41900	51350	67400	82300	
Materie Prime	12535	17497	15712	19000	24938	30450	
%	40,8	42,2	37,5	37	37	37	
Costi per Servizi	6798	8363	8500	9760	11458	12345	
%	22,1	20,2	20,3	19	17	15	
Beni di terzi	1461	1763	1885	1951	2292	2631	
%	4,8	4,3	4,5	3,8	3,4	3,2	
<b>Valore Aggiunto</b>	8949	12932	15203	20039	27912	36074	29,2
%	29,1	31,2	36,3	39	41,4	43,8	
Ricavi accessori	1006	866	600	600	800	800	
Costo del lavoro	7733	9294	10500	11600	12760	14040	
%	25,1	22,4	25,1	23	19	17	
Oneri di gestione	116	131	110	154	202	247	
<b>EBITDA</b>	2106	4373	5193	8885	15750	22587	50,8
%	8,1	11,9	13,7	18,5	24,6	28,2	
Ammortamenti & Svalutazioni	2821	3067	3200	3700	4000	4100	
%	10,8	8,3	8,4	7,7	6,2	5,1	
<b>EBIT</b>	-715	1305	1993	5185	11750	18487	94
%	-	3,5	5,2	10,8	18,4	23,1	
Oneri finanziari	261	540	900	900	900	900	
<b>Utile ante imposte</b>	-976	765	1093	4285	10850	17587	
%	-	2,1	2,9	8,9	17	22	
Imposte	(139,9)	333	306	1200	3038	4924	
Tax rate (%)	-	43,5	28	28	28	28	
<b>Risultato Netto di Gruppo</b>	-836	432	787	3085	7812	12663	132,7
%	-	1,2	2,1	6,4	12,2	15,8	
Cash Flow	1985	3499	3987	6785	11812	16763	
%	7,6	9,5	10,5	14,1	18,5	21	
PFN	-12238	-18865	-19415	-19400	-15018	-2475	
Equity	16682	17696	18483	21568	29381	42044	
CIN	28919	36561	37899	40969	44399	44519	
ROI	-	3,6	5,3	12,7	26,5	41,5	
ROE	-	2,4	4,3	14,3	26,6	30,1	
Capex	6770	7900	6700	4000	3500	2000	
NWC	6853	8993	6830	9600	13530	15750	

Fonte: Grifal; Stime: Banca Finnat;

**NEW ESTIMATES**

EUR (K)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	CAGR 23/27
<b>Ricavi di Vendita</b>	26065	36875	37784	48000	60480	75000	90000	24,2
Valore della Produzione	30749	41422	42041	51500	63880	78200	93200	22
Materie Prime	12535	17497	15353	19050	23635	28900	34500	
%	40,8	42,2	36,5	37	37	37	37	
Costi per Servizi	6798	8363	8956	9950	11498	12512	14910	
%	22,1	20,2	21,3	19,3	18	16	16	
Beni di terzi	1461	1763	1892	2470	2875	3130	3730	
%	4,8	4,3	4,5	4,8	4,5	4	4	
<b>Valore Aggiunto</b>	8949	12932	15144	19330	25072	32858	39260	26,9
%	29,1	31,2	36	37,5	39,2	42	42,1	
Ricavi accessori	1006	866	696	700	800	800	800	
Costo del lavoro	7733	9294	10106	11320	13130	15490	17000	
%	25,1	22,4	24	22	21	20	18	
Oneri di gestione	116	131	145	150	200	250	270	
<b>EBITDA</b>	2106	4373	5589	8560	12542	17918	22790	42,1
%	8,1	11,9	14,8	17,8	20,7	23,9	25,3	
Ammortamenti & Svalutazioni	2821	3067	3414	3700	4000	4100	4100	
%	10,8	8,3	9	7,7	6,6	5,5	4,5	
<b>EBIT</b>	-715	1305	2175	4860	8542	13818	18690	71,2
%	-	3,5	5,8	10,1	14,1	18,4	20,8	
Oneri finanziari	261	540	942	900	900	900	900	
<b>Utile ante imposte</b>	-976	765	1232	3960	7642	12918	17790	
%	-	2,1	3,3	8,3	12,6	17,2	19,8	
Imposte	(139,9)	333	345	1109	2140	3589	4980	
Tax rate (%)	-	43,5	28	28	28	28	28	
<b>Risultato Netto di Gruppo</b>	-836	432	887	2851	5502	9329	12810	94,9
%	-	1,2	2,3	5,9	9,1	12,4	14,2	
Cash Flow	1985	3499	4301	6551	9502	13429	16910	
%	7,6	9,5	11,4	13,6	15,7	17,9	18,8	
PFN	-12238	-18865	-18526	-18788	-15113	-7807	5653	
Equity	16682	17696	18276	21127	26629	35958	48768	
CIN	28919	36561	36802	39915	41742	43765	43115	
ROI	-	3,6	5,9	12,2	20,5	31,6	43,3	
ROE	-	2,4	4,9	13,5	20,7	25,9	26,3	
Capex	6770	7900	8900	5250	4000	3000	3000	
NWC	6853	8993	3437	5000	6827	9950	10400	

Fonte: Grifal; Stime: Banca Finnat;

Manteniamo immutata la nostra convinzione circa le grandi potenzialità di affermazione della produzione di Grifal nell'ambito delle soluzioni di imballo ecosostenibili. Per il periodo 2024/2027 confermiamo, a fronte delle nostre precedenti stime, le aspettative di un fatturato consolidato a € 48 milioni per fine esercizio corrente e quindi con una crescita attesa del 27% sul 2023. Il margine operativo lordo (Ebitda) dovrebbe attestarsi a € 8,6 milioni, da € 5,6 milioni al 31.12.2023 (+53%) e il risultato operativo netto (Ebit) portarsi a € 4,9 milioni da € 2,2 milioni del consuntivo 2023, per una crescita del 123%; l'utile di Gruppo attestarsi a € 2,9 milioni da € 887 migliaia. In merito al biennio successivo (2025/2026), abbiamo ricalibrato le nostre aspettative con una limatura del 5/6%, rispetto alle nostre precedenti stime, del fatturato atteso (ora a € 60,5 milioni a consuntivo 2025 e a € 75 milioni per fine 2026) mentre abbiamo limato di circa un 20% (sempre rispetto alle nostre precedenti stime) i valori attesi di margine lordo (Ebitda) i quali dovrebbero quindi ora attestarsi a € 12,5 milioni a fine 2025 (da € 8,6 milioni a fine 2024) e a € 17,9 milioni a fine 2026, con un risultato operativo netto (Ebit) a € 8,5 milioni a fine 2025 (da € 4,9 milioni a fine 2024) e a € 13,8 milioni a fine 2026. Al 2027 stimiamo un fatturato consolidato in grado di portarsi a € 90 milioni, con una marginalità lorda superiore al 25% (Ebitda pari a € 22,8 milioni da € 8,6 milioni stimati a fine 2024) ed una operativa netta prossima al 21% (Ebit a € 18,7 milioni da € 4,9 milioni stimati a fine 2024). Il risultato di Gruppo dovrebbe essere in grado di raggiungere € 12,8 milioni (da € 887 migliaia al 31.12.2023), con un net margin stimato al 14,2% (dal 2,3% del consuntivo 2023) ed un *return on equity* al 26,3% dal 4,9% del consuntivo 2023. Nel periodo 2023/2027 la crescita media annua del fatturato consolidato risulterebbe quindi pari al 24%, con una crescita media annua del 42% per il margine lordo (Ebitda), del 71% per il risultato operativo netto (Ebit) e del 95% per l'utile di Gruppo.

La posizione finanziaria netta (negativa per € 18,5 milioni al 31.12.2023) dovrebbe restare negativa fino al 2026 (per € 7,8 milioni) ma evolvere in una posizione di cassa attiva per € 5,6 milioni al 2027, con un patrimonio netto stimato a € 48,8 milioni a fine 2027 da € 18,5 milioni del consuntivo 2023.

## 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 2024/2027. Il tasso di crescita perpetua è mantenuto all'1% ed il WACC è stato determinato all'11,89% (precedente 10,89%) in funzione di un Risk free Rate al 3,8% (precedente 4,5%), un Market Risk Premium mantenuto immutato al 9,75% ed un coefficiente Beta pari a 0,83 quale *Beta levered* desunto da una media di 164 aziende globali del settore *Packaging & Container* (Fonte: Damodaran).

Otteniamo un Enterprise Value pari a 103,5 milioni di euro ed un Valore ad Equity pari a **7,46 euro/azione**.

**Cash Flow Model (K €)**

	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	4860	8542	13818	18690
Taxes on Ebit	1361	2392	3869	5233
NOPAT	3499	6150	9949	13457
D&A <sup>^</sup>	3475	3775	3875	3875
Capex	5250	4000	3000	3000
CNWC	1563	1827	3123	450
FOCF	161	4098	7701	13882

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

**DCF Model Valuation (k €)**

Perpetual Growth Rate (%)	1
WACC (%)	11,89
Discounted Terminal Value	85.077
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	18.410
Enterprise Value	103.487
Net financial position as of 31/12/2023	-18.526
Equity Value	84.961
Nr. of shares net of treasury shares (k)	11.382
<b>Value per share</b>	<b>7,46</b>

*Stime: Banca Finnat*

**WACC Calculation (%)**

Risk free rate	3,8
Market risk premium	9,75
Beta (x)	0,83
Cost of Equity	11,89

**WACC 11,89**

*Stime: Banca Finnat*

## 2. Multipli di mercato del settore

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

Questi multipli li abbiamo applicati ai corrispondenti valori di bilancio di Grifal stimati per gli esercizi 2024 e 2025. Utilizzando tale metodologia otteniamo un Equity Value medio pari a **3,47 euro/azione**.

### Market multiples

Industry	EV/Ebitda	EV/Ebit
Packaging & Container	4,49x	9,82x

Fonte: Factset (13/04/2024)

Grifal multiples valuation	2024E		2025E		Media
	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/EBITDA	EV/EBIT	
Equity Value per share (€)	1,72	2,53	3,61	6,02	3,47

Stime: Banca Finnat

### Valuation Summary

Metodi di Valorizzazione (€)	Equity value per share
Discounted Cash Flow	7,46
Multipli di mercato	3,47
<b>Media</b>	<b>5,5</b>

Stime: Banca Finnat

Dall'utilizzo congiunto delle metodologie applicate otteniamo una valorizzazione media del capitale economico di Grifal pari a **5,5 euro/azione**. La nostra raccomandazione permane di acquisto.

### TARGET PRICE IMPLIED MULTIPLES VALUATION

	2024E	2025E	2026E	2027E
P/E	22	11,4	6,7	4,9
P/CF	9,5	6,6	4,7	3,7
P/BV	3	2,4	1,7	1,3
EV/SALES	1,7	1,3	0,9	0,6
EV/EBITDA	9,5	6,2	3,9	2,5
EV/EBIT	16,8	9,1	5,1	3

Stime: Banca Finnat

INCOME STATEMENT (Eur k)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Ricavi di Vendita	26065	36875	37784	48000	60480	75000	90000
Valore della Produzione	30749	41422	42041	51500	63880	78200	93200
Materie Prime	12535	17497	15353	19050	23635	28900	34500
Costi per Servizi	6798	8363	8956	9950	11498	12512	14910
Beni di terzi	1461	1763	1892	2470	2875	3130	3730
Valore Aggiunto	8949	12932	15144	19330	25072	32858	39260
Ricavi accessori	1006	866	696	700	800	800	800
Costo del lavoro	7733	9294	10106	11320	13130	15490	17000
Oneri di gestione	116	131	145	150	200	250	270
EBITDA	2106	4373	5589	8560	12542	17918	22790
Ammortamenti & Svalutazioni	2821	3067	3414	3700	4000	4100	4100
EBIT	-715	1305	2175	4860	8542	13818	18690
Oneri finanziari	261	540	942	900	900	900	900
Utile ante imposte	-976	765	1232	3960	7642	12918	17790
Imposte	(139,9)	333	345	1109	2140	3589	4980
Tax-rate (%)	-	43,5	28	28	28	28	28
Risultato Netto di Gruppo	-836	432	887	2851	5502	9329	12810
Cash Flow	1985	3499	4301	6551	9502	13429	16910
BALANCE SHEET (Eur k)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Patrimonio Netto	16682	17696	18276	21127	26629	35958	48768
PFN	-12238	-18865	-18526	-18788	-15113	-7807	5653
Capitale Investito Netto	28912	36561	36802	39915	41742	43765	43115
FINANCIAL RATIOS (%)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
EBITDA margin	8,1	11,9	14,8	17,8	20,7	23,9	25,3
EBIT margin	-	3,5	5,8	10,1	14,1	18,4	20,8
Net margin	-	1,2	2,3	5,9	9,1	12,4	14,2
Net Debt/Ebitda(x)	5,8	4,3	3,3	2,2	1,2	0,4	-
Net Debt/Equity(x)	0,73	1,07	1	0,9	0,6	0,2	-
ROI	-	3,6	5,9	12,2	20,5	31,6	43,3
ROE	-	2,4	4,9	13,5	20,7	25,9	26,3
GROWTH RATES (%)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Ricavi di Vendita	55	41,5	2,5	27	26	24	20
EBITDA	121	107,6	27,8	53,2	46,5	42,9	27,2
EBIT	-	-	66,6	123,5	75,8	61,8	35,3
Net Profit	-	-	105,4	221,4	93	69,6	37,3
Cash Flow	95	76,3	22,9	52,3	45	41,3	25,9
VALUATION METRICS	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
EPS <sup>^</sup>	-0,07	0,04	0,08	0,25	0,48	0,82	1,12
CFPS <sup>^</sup>	0,17	0,31	0,38	0,57	0,83	1,18	1,48
BVPS <sup>^</sup>	1,46	1,55	1,61	1,86	2,34	3,16	4,28
P/E	-	63,84	26,8	8,3	4,3	2,55	1,86
P/CF	13,89	7,88	5,53	3,63	2,5	1,77	1,41
P/BV	1,65	1,56	1,3	1,12	0,89	0,66	0,49
EV/SALES	1,53	1,26	1,12	0,89	0,64	0,42	0,2
EV/EBITDA	18,93	10,63	7,59	5	3,1	1,77	0,8
EV/EBIT	-	35,62	19,5	8,8	4,56	2,29	0,97

Fonte: Grifal; Stime: Banca Finnat; <sup>^</sup>Dati per share al netto azioni proprie

**Raccomandazioni emesse sul titolo GRIFAL nei 12 mesi precedenti**

Date	Rating	Target Price	Market Price
27.10.2023	Buy	6,4 €	2,35 €
27.04.2023	Buy	7,21 €	2,42 €
17.10.2022	Buy	5,85 €	1,86 €

**Rating System** (orizzonte temporale di 12 mesi)

**BUY (acquistare):** qualora il target price risulti superiore di oltre il 15% rispetto al prezzo corrente di mercato  
**HOLD (mantenere):** qualora il target price sia compreso nel range +/-15% rispetto al prezzo corrente di mercato  
**SELL (vendere):** qualora il target price risulti inferiore di oltre il 15% rispetto al prezzo corrente di mercato  
**NO RATING:** mancanza di basi fondamentali sufficienti per formulare una raccomandazione e/o un target price

**Banca Finnat Research Rating Distribution**
**31/03/2024**

N° Ricerche emesse ultimi 12 mesi: 28	BUY	HOLD	SELL	N.R.
Percentuali di raccomandazioni sul totale ricerche	75%	0%	11%	14%
Percentuali di Società coperte alle quali Banca Finnat offre servizi di investimento	100%	-	100%	100%



### **Disclaimer - Informazioni generali**

La presente ricerca è stata preparata da **Gianfranco Traverso**, analista finanziario di Banca Finnat S.p.A. ("Banca Finnat" o la "Banca"), autorizzata dalla Banca d'Italia all'esercizio dell'attività bancaria ai sensi del D.lgs. n. 385/1993 e alla prestazione dei servizi e attività di investimento di cui al D.lgs. n. 58/1998. Nello svolgimento delle proprie attività, Banca Finnat è sottoposta alla vigilanza della Banca d'Italia e della CONSOB per quanto di rispettiva competenza.

La presente ricerca, per contenuti e finalità, rientra nell'ambito delle disposizioni previste dal Regolamento Delegato (UE) 2016/958 e degli articoli 34, 36 e 37 del Regolamento Delegato (UE) 2017/565 che disciplinano gli obblighi a carico degli intermediari che pubblicano raccomandazioni di investimento.

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

### **Fonti e modelli di valutazione**

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

Gli analisti della Banca utilizzano modelli standard di valutazione riconosciuti a livello internazionale tra cui, a titolo esemplificativo, Discounted Cash Flow Model (DCF), Economic Value Added (EVA) e NAV Method (Net Asset Value). Qualunque sia il metodo di valutazione utilizzato, esiste un rischio significativo che il prezzo target non sia raggiunto entro i tempi previsti nella ricerca. Per maggiori informazioni sul documento metodologico si rinvia al sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche al seguente link <https://www.bancafinnat.it/it/documentazione/14/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>.

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

### **Copertura e aggiornamento**

L'elenco degli emittenti coperti dall'Ufficio Studi e Ricerche è disponibile nell'apposita sezione del sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche al seguente link <https://www.bancafinnat.it/it/documentazione/14/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>.

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

Lo storico delle raccomandazioni di investimento nel tempo formulate e il prezzo target relativo all'emittente sono riportati nella parte finale della ricerca, sezione "Valuation", nonché sul sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche al seguente link <https://www.bancafinnat.it/it/documentazione/14/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale><sup>1</sup>.

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

**Informazioni sugli interessi e sui conflitti di interessi**

La presente ricerca è prodotta su incarico remunerato dallo specialist (MIT SIM) dell'emittente. Si comunica, inoltre, che (1) Banca Finnat svolge in favore dell'emittente il ruolo di Euronext growth advisor e presta o ha prestato (2) servizi di investimento e (3) servizi accessori in favore dell'emittente negli ultimi 12 mesi.

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

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

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

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

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

Per maggiori informazioni si rinvia al sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche. <https://www.bancafinnat.it/it/documentazione/14/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>

**Riproduzione e distribuzione della ricerca**

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

## ESG-Report

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

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

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

- L'Attività "core" di Grifal, analizzata dall'Osservatorio ESG PMI quotate (promosso da Banca Finnat insieme al DEIM dell'Università della Tuscia), è da considerarsi come "sostenibile" in quanto idonea a conseguire almeno uno dei 17 SDGS (obiettivi di sostenibilità) definiti dall'ONU.
- Dalle risposte fornite dall'azienda in sede di questionario emerge una notevole attenzione ai temi ESG. Grifal fa della sostenibilità il fattore caratterizzante della propria produzione (non solo in termini di smaltimento degli imballaggi ma anche di processi produttivi e di prodotto finito).
- Anche sulla base delle informazioni di pubblico dominio relative alla società, riteniamo che l'azienda possa ampiamente ritenersi "committed" sui fattori ESG, facendo significativa disclosure sulle determinanti ESG nella propria comunicazione aziendale pur non soddisfacendo standard particolarmente elevati di governance e trasparenza:
  - *Pur non pubblicando un codice etico, pubblica un Bilancio di Sostenibilità*
  - *Nel CDA composto da 7 membri siedono due amministratori indipendenti (meno del 30%) e 1 sola donna (14%)*

### INFORMAZIONI GENERALI

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

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

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

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

## Osservatorio ESG-PMI<sub>Quotate</sub>

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

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

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

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

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

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

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

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



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

### La sostenibilità della attività di Grifal

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

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

### Il livello di "commitment" sui fattori ESG

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

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

Data	Azione	rating
18/01/2024	Grifal ha ricevuto un premio da Allianz Bank per il suo impegno nel packaging sostenibile, con riconoscimento per prodotti come cArtù e cushionPaper, e investimenti in ricerca, inclusa un'installazione fotovoltaica che copre il 25% del fabbisogno energetico.	E XXXX
25/09/2023	Grifal, ha installato un impianto fotovoltaico per coprire un quarto del fabbisogno energetico dello stabilimento principale, confermando il suo impegno per la sostenibilità ambientale.	E XXXX
17/04/2023	Repair Lab di Sda Bocconi School of Management e Crif, con la collaborazione di Ambromobiliare, hanno selezionato ed assegnato il riconoscimento "Esg best in Class" a 30 imprese quotate all'Euronext Growth Milan tra le quali Grifal. Il titolo Grifal, inoltre, è stato inserito nell'indice Esg Ita Growth Index tra le 30 PMI quotate che mostrano un livello alto di attenzione verso una governance sostenibile.	G XXX
14/12/2022	I prodotti cushionPaper superano in termini di sostenibilità tutti i prodotti attualmente più diffusi per l'imballaggio.	E XXXXX
06/05/2022	Grifal Group fornirà gli imballaggi per le stazioni di ricarica per veicoli elettrici di Enel X Way. La partnership è stata annunciata durante la fiera IPACK-IMA. L'accordo riflette l'impegno di Grifal verso una visione green e avveniristica.	E XXXX

### L'incontro ESG con gli analisti di Banca Finnat

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

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

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

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

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

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

## Sez. 2 – Gli approfondimenti emersi con gli analisti di Banca Finnat

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

- La riduzione costante della dimensione degli imballi eliminando i materiali superflui e mantenendo l'efficacia della protezione.
- L'aumento dell'efficienza della logistica e la riduzione dei volumi nei magazzini con imballi adatti a prodotti di ogni forma, peso e dimensione.
- Il risparmio energetico realizzando soluzioni che richiedano meno step produttivi.
- La realizzazione di prodotti in carta riciclata e riciclabile, certificata FSC e PEFC, perfettamente inseriti in un contesto di economia circolare.
- L'aumento dell'efficienza della produzione, brevettando processi e tecnologie.
- La massimizzazione della qualità dell'imballo grazie a test di trasporto e protezione certificati ISTA e Amazon.
- La ridotta emissione nell'ambiente di anidride carbonica (CO<sub>2</sub>). Per realizzare 1 metro cubo di cArtù si emettono 35Kg.di CO<sub>2</sub> equivalenti. Per produrre, invece, 1 metro cubo di lastra di polistirolo, il materiale con minore impatto dopo cArtù, le emissioni di CO<sub>2</sub> sono 2,4 volte superiori. Utilizzare in un anno 100.000 Kg. di cArtù o cushionPaper, anziché la stessa quantità di polistirolo, permette di evitare l'immissione in atmosfera di 418.000 kg. di CO<sub>2</sub>, pari a quanto ne assorbirebbero 59.976 alberi che occupano una superficie grande quanto quella di 84 campi da calcio.
- L'adozione dell'analisi di Life Cycle Assessment (LCA) per gestire con maggior precisione l'impatto ambientale delle linee di produzione cArtù e cushionPaper. L'analisi, prendendo in considerazione le materie prime che costituiscono il prodotto, la fase di produzione, la fase di distribuzione, quella d'uso ed il fine vita, ha confermato che la tecnologia utilizzata da Grifal, generando fino all'80% di CO<sub>2</sub> in meno, permette la realizzazione di prodotti per imballaggio con un impatto ambientale drasticamente più basso rispetto alle plastiche e agli altri materiali tradizionali utilizzati per l'imballaggio quali polistirolo, polietilene, pluriball e cartone ondulato tradizionale. cArtù si presenta quindi quale soluzione fino all'80% più ecologica rispetto agli imballi tradizionali mentre l'impiego di una sola scatola di cushionPaper consente di evitare l'immissione in atmosfera di 20,52 kg di CO<sub>2</sub>, pari all'anidride carbonica che assorbono 60 alberi.

## ESG

- Il Gruppo Grifal ha sviluppato, nel tempo, tecnologie innovative per la produzione di materiali ondulati che consentono di ridurre il consumo di materia prima, a parità di volume e di diminuire così anche la produzione di CO2.
- È stata ottenuta la certificazione ISO 14001:2015 per il Sistema di Gestione Ambientale a protezione dell'ambiente, la prevenzione dell'inquinamento, la riduzione dei rifiuti ed il consumo di energia e materiali.
- È stata ottenuta la certificazione ISO 9001:2015 per il Sistema di Gestione Qualità.
- Sono state ottenute le certificazioni FSC e PEFC, entrambe riconosciute a livello internazionale, che garantiscono che il 100% della carta utilizzata da Grifal per i propri prodotti derivi da foreste gestite in modo sostenibile e responsabile.
- E' stata ottenuta la certificazione KIWA per la conformità dei sottoprodotti di materie plastiche in accordo alla norma UNI 10667-1:2017
- La produzione di cArtù genera il 74% in meno di emissioni CO2 ed il 93% dei prodotti Grifal è riciclabile.
- Nel 2022 la percentuale di energia elettrica acquistata per lo stabilimento di Cologno al Serio derivante da fonte rinnovabile è risultata pari al 45%.
- La produzione Grifal si contraddistingue per la presenza ridotta di rifiuti pericolosi: solo lo 0,2% di questi, emulsioni e oli utilizzati per le macchine, è classificata come pericolosa.
- Il 75% di carta e cartone utilizzati è riciclato; il 98% dei rifiuti prodotti è destinato a riciclo; il 90% degli scarti di produzione del Gruppo è riciclabile mentre lo scarto in polietilene viene restituito al produttore affinché venga rimesso nel ciclo produttivo.
- Il ciclo di vita degli imballi riduce al minimo l'impatto ambientale con materie prime al 100% riciclabili.
- Viene effettuata, periodicamente, da un consulente esterno, la valutazione della sicurezza elettrica e meccanica di tutte le macchine di produzione.
- Viene costantemente perseguita, nei processi produttivi, la riduzione degli scarti e dei consumi di energia.
- Grifal è autorizzata all'uso del marchio FITOK che certifica l'avvenuto trattamento fitosanitario applicato ai suoi materiali da imballaggio che si rende necessario per limitare il rischio di infestazioni da organismi nocivi trasmessi attraverso il materiale da imballaggio usato negli scambi commerciali.
- Per realizzare i propri prodotti Grifal impiega carta, polietilene, legno, vernici, adesivo solido e colla vinilica; nessuna delle materie utilizzate è classificata, sulla base della normativa vigente, come pericolosa.
- Installato un sistema di aspirazione dell'aria centralizzato per convogliare all'esterno i fumi delle lavorazioni di termo saldatura, incollaggio e stampa.
- Nel corso del 2022, a seguito dell'ampliamento del sito produttivo di Cologno al Serio, è stato installato un impianto fotovoltaico da 148 Kwh al fine di ridurre i consumi energetici.

- E' proseguita la sostituzione progressiva degli impianti di illuminazione con dispositivi a Led, contraddistinti da una efficienza energetica superiore.
- E' stata approvata l'installazione di un impianto di monitoraggio dei consumi elettrici per la sede di Cologno al Serio e lo stabilimento di Rivolta d'Adda. L'iniziativa ha lo scopo di migliorare l'efficienza energetica rilevando eventuali anomalie e malfunzionamenti degli impianti produttivi.

## ESG

- L'azienda consente l'utilizzo dei premi di produzione nell'ambito di un progetto di welfare aziendale.
- La gestione del welfare aziendale avviene tramite il portale Happily che permette ai dipendenti di convertire il premio di produzione in un'ampia scelta di servizi. Inoltre, è presente l'applicazione "HR People" che facilita l'invio e l'approvazione di ferie e permessi, la consultazione delle buste paga e altre procedure interne. Nel 2022 il sistema premiante è stato esteso a livello di Gruppo.
- Il 90% dei dipendenti è assunta con contratti a tempo indeterminato.
- Tutti i dipendenti in Italia sono coperti da accordi di contrattazione collettiva. Viene applicato il CCNL valido per i dipendenti delle aziende esercenti l'industria della carta (e per le aziende cartotecniche e della trasformazione della carta e del cartone) e il CCNL Metalmeccanici. Per lo stabilimento Grifal Europe in Romania vige la normativa locale sul salario minimo.
- Nei processi di selezione del personale non si applicano discriminazioni di genere. Il 31% del personale è donna.
- Sui dati al 31 dicembre 2022, il tasso di assunzioni supera il tasso di turnover ed è superiore per le donne, concentrandosi, soprattutto, nella fascia inferiore ai 30 anni di età.
- 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. Tutti i dipendenti ricevono una valutazione annuale delle competenze effettuata dal responsabile dell'area. Tale assessment, in concerto con il piano delle competenze, viene considerato ai fini della programmazione della formazione. Nel corso del 2022 sono state erogate un totale di 3.909 ore di formazione, in media 23 ore per dipendente.
- La società si impegna a garantire un ambiente sano e sicuro in tutti i siti aziendali e a ridurre al minimo i rischi di incidenti e di infortuni causati dalle attività lavorative, dalle infrastrutture e dall'ambiente di lavoro.
- Viene costantemente verificato il rispetto, da parte degli appaltatori, degli standard di salute e sicurezza di Grifal Spa.
- Al fine di verificare l'idoneità dei lavoratori alla propria mansione, l'azienda garantisce visite mediche periodiche in orario lavorativo, in coerenza con il protocollo sanitario redatto dal medico competente aziendale.
- La società sostiene le iniziative del territorio organizzate da pro-loco, società sportive ed enti socio-culturali.

## ESG

- Tra le posizioni dirigenziali (11) 2 sono donne (18%); nel Consiglio d'Amministrazione su 7 componenti è presente solo una donna (14%).

### ESG DISCLAIMER

*Per comprendere quali sono i conflitti di interesse derivanti da rapporti commerciali con la Società oggetto della presente ricerca si rimanda al disclaimer riportato a pag 17. Le informazioni riportate nella presente sezione ESG si basano su apposito database realizzato dall'Osservatorio "ESG PMI-quotate" e sulle risposte fornite dalla Società a fronte di apposito questionario alla medesima sottoposto dall'Ufficio Studi di Banca Finnat. Quanto riportato nel citato database e quanto dichiarato dalla Società non sono oggetto di verifica autonoma da parte dell'Ufficio Studi di Banca Finnat circa la loro attendibilità. Responsabile di tali informazioni sono da ritenersi esclusivamente detto Osservatorio e la Società stessa. Pertanto, nel considerare la valutazione effettuata dall'Ufficio Studi di Banca Finnat circa l'impegno della Società sulle tematiche ESG si raccomanda di tenere presente tali circostanze.*