

GREEN OLEO

Sector: Chemicals

BUY

Price: Eu0.895 - Target: Eu1.50

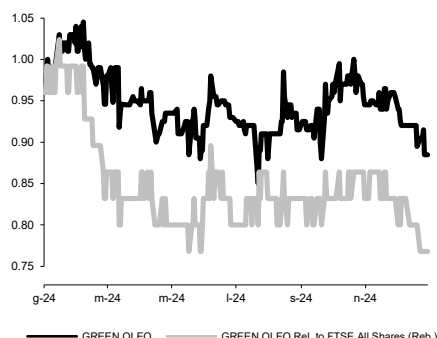
L'Oleochimica Green per un Futuro Circolare

Websim Team +39-02-76418200
research@websim.it

Stock Rating

Rating: BUY (New Coverage)
Target Price (Eu): 1.50 (New Coverage)

GREEN OLEO - 12M Performance



Stock Data

Reuters code: GRN.MI
Bloomberg code: GRN IM

Performance	1M	3M	12M
Absolute	-7.3%	-6.8%	-9.5%
Relative	-6.8%	-8.1%	-22.9%
12M (H/L)		1.04/0.85	
3M Average Volume (th):		13.89	

Shareholder Data

No. of Ord shares (mn):	32
Total no. of shares (mn):	32
Mkt Cap Ord (Eu mn):	29
Total Mkt Cap (Eu mn):	29
Mkt Float - Ord (Eu mn):	5
Mkt Float (in %):	17.1%
Main Shareholder:	
BB S.r.l. / FB S.r.l.	30.8% / 30.8%

Balance Sheet Data

Book Value (Eu mn):	19
BVPS (Eu):	0.58
P/BV:	1.5
Net Financial Position (Eu mn):	-11
Enterprise Value (Eu mn):	40

Leader Italiano dell'oleochimica sostenibile, upside potenziale del 70%: BUY. Green Oleo è uno dei principali produttori del mercato europeo dell'oleochimica fine da fonti rinnovabili. Tra i pochi specializzati nei derivati dell'olio di oliva, con una gamma di prodotti ad alto valore aggiunto destinati alla cosmetica, lubrificazione e *coating*. Un mercato di riferimento in crescita e un quadro normativo favorevole, con una delineata strategia di sviluppo e un *business model* scalabile sono alla base delle nostre stime che vedono l'EPS 24-27 crescere +150%. Avviamo la copertura di Green Oleo con *rating* BUY e *target price* a €1.50, includendo uno sconto liquidità del 20%.

■ **Mercati di riferimento in crescita e quadro normativo in evoluzione.** Il mercato di riferimento è atteso in crescita con un CAGR *mid-single digit*, spinto dall'aumento della domanda di prodotti eco-compatibili, da una maggiore consapevolezza dei consumatori e da stringenti normative ambientali, in *primis* il *Green Deal* europeo. La Società è ben posizionata per beneficiare di questo cambiamento di scenario, investendo sul *Product Carbon Footprint*, sulle certificazioni di sostenibilità della catena di approvvigionamento e sullo sviluppo di applicazioni a più alto valore aggiunto, perseguendo una strategia di integrazione a valle.

■ **Impianto produttivo all'avanguardia e vocazione alla ricerca.** L'impianto e il *know-how* tecnologico sono al centro del modello di *business*. Green Oleo alloca intorno al 4% del suo fatturato nell'attività di R&D, destinando queste risorse per sviluppare prodotti per il mercato della cosmetica, dei lubrificanti e per nuovi settori di applicazione a più alta profittabilità. Il giro di affari è generato per la quasi totalità da clienti ricorrenti e ben diversificati per settore di appartenenza, con i primi dieci che rappresentano meno di un terzo del fatturato complessivo.

■ **2024 di forte recupero.** Volumi e fatturato in crescita nei 9M, con un 4Q atteso in continuità, dovrebbero affiancarsi ad una marginalità in miglioramento nell'anno. Nel 1H (volumi/ricavi +35% e +16% YoY), un *mix* di vendite più profittevole e approvvigionamenti efficientati hanno spinto l'EBITDA oltre +100% YoY (margine del 5.5%, +240 bps YoY). La PFN a €12.2mn è migliorata di oltre €2mn vs. FY23.

■ **Il momentum positivo può continuare, 2024-27 EPS CAGR +150%.** Nel periodo proiettiamo un CAGR dei ricavi di oltre l'8% e dell'EBITDA del 26% con marginalità attesa gradualmente superare l'8%, grazie alla leva operativa e ad un *mix* di prodotti a più alto valore aggiunto. Nel periodo stimiamo una crescita organica dell'EPS di oltre il 150%. Il *Free Cash Flow* cumulato è atteso sopra €6mn, circa il 25% dell'attuale *market cap*.

■ **BUY, target price a €1.50.** La nostra *view* positiva sul titolo si fonda sulla presenza di un *management* di alto profilo ed esperienza, orientato alla crescita e con una visione chiara del proprio posizionamento nel mercato. Un *news flow* positivo sul tema della circolarità, anche grazie al forte *commitment* comunitario, dovrebbe supportare il *megatrend* e dare sostanza al progetto Green Oleo. Il nostro DCF, che incorpora prudenzialmente uno sconto liquidità del 20%, porta ad un *target price* di €1.5 p.a., con un potenziale *upside* del 70% rispetto ai prezzi di mercato. Ad oggi, l'EV/EBITDA per il 2025-26 è pari a 8.5-6.9x vs. 12.3-11.0x dei *comparables*.

Key Figures & Ratios	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Sales (Eu mn)	61	70	75	81	88
EBITDA Adj (Eu mn)	2	4	5	6	7
Net Profit Adj (Eu mn)	-1	0	1	2	3
EPS New Adj (Eu)	-0.020	0.005	0.031	0.053	0.091
EPS Old Adj (Eu)					
DPS (Eu)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
EV/EBITDA Adj	33.0	11.8	8.5	6.9	5.0
EV/EBIT Adj	nm	nm	21.5	14.1	8.3
P/E Adj	nm	nm	28.7	16.7	9.7
Div. Yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Net Debt/EBITDA Adj	9.2	3.5	2.4	1.8	1.1

GREEN OLEO – Key Figures

Profit & Loss (Eu mn)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Sales	81	61	70	75	81	88
EBITDA	8	2	4	5	6	7
EBIT	6	-1	1	2	3	4
Financial Income (charges)	-0	-1	-1	-0	-0	-0
Associates & Others	0	0	0	0	0	0
Pre-tax Profit	5	-2	0	1	2	4
Taxes	0	1	-0	-0	-1	-1
Tax rate	-5.3%	69.8%	37.4%	29.2%	28.5%	28.2%
Minorities & Discontinued Operations	0	0	0	0	0	0
Net Profit	6	-1	0	1	2	3
EBITDA Adj	8	2	4	5	6	7
EBIT Adj	6	-1	1	2	3	4
Net Profit Adj	6	-1	0	1	2	3
Per Share Data (Eu)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Total Shares Outstanding (mn) - Average	28	32	32	32	32	32
Total Shares Outstanding (mn) - Year End	28	32	32	32	32	32
EPS f.d	0.199	-0.020	0.005	0.031	0.053	0.091
EPS Adj f.d	0.199	-0.020	0.005	0.031	0.053	0.091
BVPS f.d	0.565	0.555	0.548	0.580	0.633	0.725
Dividend per Share ORD	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Dividend per Share SAV	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Dividend Payout Ratio (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Cash Flow (Eu mn)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Gross Cash Flow	7	1	2	3	4	5
Change in NWC	-4	1	2	1	-0	-0
Capital Expenditure	-5	-3	-2	-3	-3	-3
Other Cash Items	1	-0	0	0	0	0
Free Cash Flow (FCF)	-2	-0	2	1	1	2
Acquisitions, Divestments & Other Items	0	0	0	0	0	0
Dividends	0	0	0	0	0	0
Equity Financing/Buy-back	0	5	0	0	0	0
Change in Net Financial Position	-2	4	2	1	1	2
Balance Sheet (Eu mn)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Total Fixed Assets	25	25	25	24	24	24
Net Working Capital	11	10	9	8	8	9
Long term Liabilities	-2	-4	-3	-2	-2	-1
Net Capital Employed	35	31	30	30	31	32
Net Cash (Debt)	-19	-14	-13	-11	-10	-8
Group Equity	16	17	18	19	20	23
Minorities	0	0	0	0	0	0
Net Equity	16	17	18	19	20	23
Enterprise Value (Eu mn)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Average Mkt Cap		37	31	29	29	29
Adjustments (Associate & Minorities)	0	0	0	0	0	0
Net Cash (Debt)	-19	-14	-13	-11	-10	-8
Enterprise Value		51	43	40	39	37
Ratios (%)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
EBITDA Adj Margin	10.1%	2.6%	5.3%	6.3%	7.0%	8.3%
EBIT Adj Margin	6.8%	nm	1.2%	2.5%	3.4%	5.1%
Gearing - Debt/Equity	119.0%	85.6%	71.8%	60.6%	50.6%	35.3%
Interest Cover on EBIT	24.4	nm	1.4	4.0	7.1	12.6
Net Debt/EBITDA Adj	2.3	9.2	3.5	2.4	1.8	1.1
ROACE*	15.9%	-3.8%	2.8%	6.0%	9.0%	14.0%
ROE*	35.2%	-4.1%	0.9%	5.5%	8.9%	13.8%
EV/CE		1.5	1.4	1.3	1.3	1.2
EV/Sales		0.8	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA Adj		33.0	11.8	8.5	6.9	5.0
EV/EBIT Adj		nm	nm	21.5	14.1	8.3
Free Cash Flow Yield	-8.3%	-1.7%	6.6%	4.8%	3.6%	7.2%
Growth Rates (%)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Sales	30.4%	-25.0%	14.9%	7.6%	8.0%	8.6%
EBITDA Adj	74.9%	-81.0%	136.5%	27.8%	19.8%	30.4%
EBIT Adj	154.5%	nm	nm	115.4%	48.9%	60.5%
Net Profit Adj	210.6%	nm	nm	529.6%	71.5%	72.8%
EPS Adj	210.6%	nm	nm	531.7%	71.5%	72.8%
DPS						

*Excluding extraordinary items

Source: Intermonte SIM estimates

Company in Brief

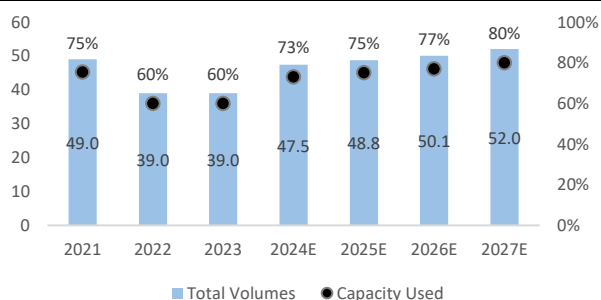
Descrizione della società

Green Oleo è tra i principali produttori in Europa nel mercato dell'oleochimica fine da fonti rinnovabili, quali olii acidi prevalentemente da ulivo e grasso animale, utilizzati per la produzione di acidi grassi e glicerine. Grazie alla sua filiera corta, promuove un modello di economia circolare altamente sostenibile. Il suo impianto produttivo ha una capacità di 65.000 tonnellate. Il giro d'affari 2023 è stato di oltre €60mn. La società ha sede a Cremona, operante dal 1923, dal 2012 di proprietà della Famiglia Buzzella che vanta un *expertise* nel settore chimico di oltre 60 anni. Green Oleo è quotata sul segmento *Euronext Growth* Milano da luglio 2023.

Punti di Forza/Opportunità

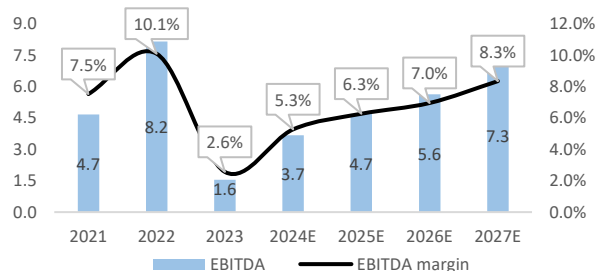
- Barriere all'entrata alte
- Consolidato *Know-How* industriale e imprenditoriale
- Autorizzazioni e certificazioni produttive richieste dal mercato
- Impianto produttivo flessibile nell'utilizzo di diverse materie prime
- Market leadership* nella lavorazione dei derivati di olio di oliva
- Forte richiesta di prodotti cosmetici a base di derivati dell'olio di oliva
- Mercato dell'oleochimica in crescita con CAGR 2021-2030 del 7.5%
- Opportunità di M&A per ampliare la capacità produttiva
- Elevato *switching cost* per i clienti
- Diversificazione dei mercati *target*

Green Oleo - 2021-2027E Total Volumes (K/Tons), Capacity



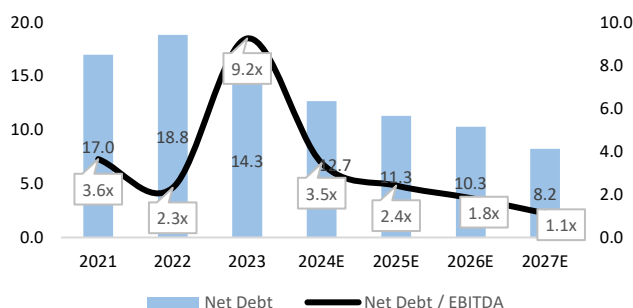
Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Green Oleo - 2021-2027E EBITDA (€ mn), EBITDA Margin



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Green Oleo - 2021-2027E NFP (€ mn), Net Debt / EBITDA



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Management

Chairman & CEO: Beatrice Buzzella
CEO: Francesco Buzzella
CFO: Raffaella Bianchessi
CSO: Alessandro Viano
R&D Manager: Simone Armani
Plant Manager: Giovanni Patriiti

Azionisti

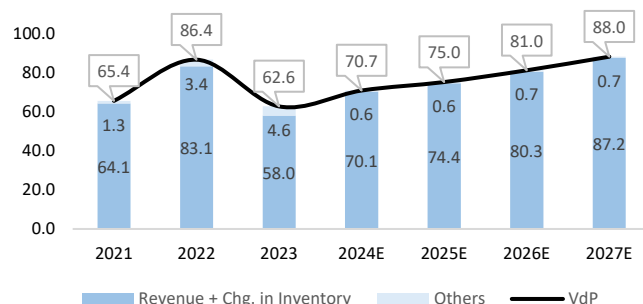
BB S.r.l.*	30.77%
FB S.r.l.**	30.77%
PIEMA S.r.l.***	20.15%
Market float	17.13%
Treasury shares	0.86%
Francesco Buzzella	0.16%
Beatrice Buzzella	0.16%

* 100% Beatrice Buzzella
 ** 100% Francesco Buzzella
 *** 100% famiglia Buzzella

Rischi/Debolezze

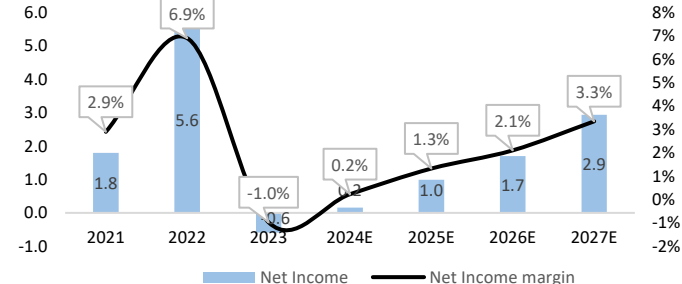
- Rischi geopolitici alti influenzano il costo energetico
- Perdita delle certificazioni richieste dal mercato
- Saturazione della capacità produttiva
- Possibile ingresso nel mercato italiano di operatori internazionali
- Potere contrattuale dei fornitori medio-alto, Green Oleo è *price taker*
- Elevati investimenti necessari per realizzare gli impianti produttivi
- Capacità produttiva non ancora pienamente utilizzata
- Rischi legati alla coltivazione di ulivo e tendenza al minor consumo di carne
- Potenziali difficoltà nei processi di integrazione delle acquisizioni

Green Oleo - 2021-2027E Turnover Evolution (€ mn)



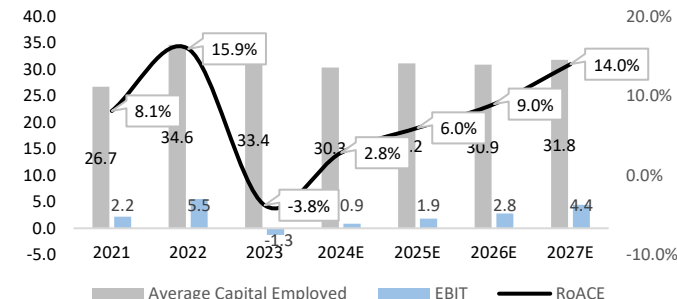
Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Green Oleo - 2021-2027E Net Income (€ mn), Net Income Margin



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Green Oleo - 2021-2027E Avg. Capital Employed, EBIT, (€ mn), RoACE Evolution



Source: Company Data & Websim Corporate estimates

Contents

Company in Brief	3
Descrizione Societaria	5
Una Storia Aziendale Lunga un Secolo.....	5
Azionariato.....	7
Top Management	7
L'impianto di Produzione.....	8
Mercato di Riferimento	10
Mercato Globale	10
Mercato Italiano	13
Principali Driver	15
Panorama Competitivo	16
Modello di Business	18
Materie Prime Rinnovabili a Filiera Corta	18
La Fabbrica e il Processo di Produzione	20
La Rete di Vendita	21
I Fornitori	22
I Clienti	23
Portafoglio Prodotti e Applicazioni	24
Product Carbon Footprint (PCF)	25
Progetti R&D e Brevetti	25
Certificazioni	27
Analisi Finanziaria 2019-1H24.....	28
Ricavi.....	28
Redditività.....	29
Stato Patrimoniale e Cash Flow	30
Analisi Finanziaria dell'1H 2024	32
Linee Guida della Crescita Organica	34
Razionale della Strategia di M&A	34
Stime 2024-2027	35
Valuation.....	41
Discounted Cash Flow Model	41
Peer Multiple Comparison	42
Conclusioni	44
Appendix A): Processo Produttivo	46
Appendix B): Società Comparabili.....	49

Descrizione Societaria

Green Oleo S.p.A., Società *Benefit*¹, è una società italiana B2B, tra i **principali produttori europei di oleochimica fine da fonti rinnovabili**, con sede a Cremona (CR). La Società è stata **costituita nel 2012** in seguito all'acquisto da parte della **Famiglia Buzzella** di un ramo di azienda di proprietà di Croda Cremona S.r.l., attivo dal 1923 nella produzione oleochimica.

Green Oleo è una società di **“vera chimica verde”** da fonti rinnovabili e biodegradabili, allineata alle direttive europee del *Green Deal*, miranti a sostenere anche il paradigma dell'**economia circolare**. La Società pubblica su base volontaria il Bilancio di Sostenibilità dal 2021 e aderisce al *Global Compact* delle Nazioni Unite².

La Società utilizza materie prime del territorio, quali *byproducts*³ delle lavorazioni dell'industria alimentare (oli acidi prevalentemente da ulivo e grasso animale) che vengono sottoposti a processi chimici interni, a titolo esemplificativo scissione, distillazione, separazione, frazionamento e idrogenazione, per ottenere molteplici prodotti oleochimici come acidi grassi distillati a diverse matrici in funzione del grasso di partenza, acidi stearici (stearine), acido oleico, glicerine, derivati degli acidi grassi (saponi), esteri.

Green Oleo opera nello stabilimento di Cremona, su una superficie di 64,000 mq, di cui circa 20,000 mq coperti, dove sono impiegate 82 risorse, con una **capacità produttiva annua di 65,000 tonnellate**, di cui **50,000 di acidi grassi e glicerine e 15,000 di esteri**.

La società ha chiuso il 2023 con un valore della produzione di circa €63mn (2022 oltre €86mn) e un EBITDA margin del 2.6% (2022 oltre il 10%), principalmente a causa di un andamento particolarmente avverso dei prezzi delle materie prime e del costo dell'energia. Ciononostante, nel periodo **2019-2023**, Green Oleo ha registrato un **CAGR del fatturato di oltre il 10%**. In termini di geografica, nel 2023 oltre il 37% è stato generato in Italia, circa il 55% in Europa e l'8% Extra-EU. Il peso relativo dei primi 10 clienti presenta una bassa concentrazione, nell'esercizio 2023 rappresentavano circa il 30% del totale. Similmente, la rete di fornitori risulta ben diversificata, il primo fornitore conta per il 15% degli acquisti totali e i primi dieci cubano intorno al 50%.

I clienti della Società sono realtà industriali operanti in molteplici settori come quello della detergenza, degli elastomeri, candele, vernici, gomma e pneumatici, lubrificazione, *personal care* e cosmesi, i quali attraverso ulteriori lavorazioni specifiche per il settore di destinazione realizzano i prodotti finali destinati al consumatore.

In data **11 luglio 2023**, Green Oleo ha concluso positivamente il percorso di **IPO** con l'inizio delle negoziazioni delle azioni ordinarie sul mercato **Euronext Growth Milan (EGM)**. Sono state collocate n. 4,783,500 azioni ordinarie ad un prezzo di offerta pari a **€1.15 per azione** (4,348,500 azioni in aumento di capitale e n. 435,000 azioni collocate nell'ambito dell'esercizio dell'opzione di *over-allotment* in vendita concessa dall'azionista PIEMA S.r.l.). La raccolta complessiva è stata di circa €5.5mn.

Una Storia Aziendale Lunga un Secolo

Green Oleo ha delineato il proprio profilo aziendale in oltre cento anni di storia, dispiegata in tre fasi principali:

Dagli Stabilimenti Chimici Mazzini a S.I.M.E.L.:

- **1923:** nascono gli Stabilimenti Chimici Mazzini, attivi nella lavorazione di ossa animali per la produzione di colle, fertilizzanti e basi per mangimi animali;
- **1955:** l'ingresso dell'Ing. Lacchini in S.I.M.E.L. S.p.A. introduce un nuovo *know-how* che consente all'azienda di evolversi. Lo stabilimento assume la configurazione attuale grazie all'installazione di diversi impianti per la lavorazione, tra cui quelli di scissione, distillazione degli acidi grassi, separazione ad umido, concentrazione della glicerina e idrogenazione. S.I.M.E.L. S.p.A. inizia così a espandere il proprio mercato industriale in Europa, valorizzando i sottoprodotti dell'agricoltura locale nel territorio del fiume Po.

¹ La disciplina introdotta nell'ordinamento italiano con la Legge di Stabilità (legge 28 dicembre 2015, n.208) identifica nelle “società benefit” le società “che nell'esercizio di una attività economica, oltre allo scopo di dividerne gli utili, perseguono una o più finalità di beneficio comune e operano in modo responsabile, sostenibile e trasparente nei confronti di persone, comunità, territori e ambiente, beni e attività culturali e sociali, enti e associazioni ed altri portatori di interesse”.

² Il Global Compact delle Nazioni Unite è un'iniziativa volontaria lanciata nel 2000 dall'ONU per incoraggiare aziende e organizzazioni di tutto il mondo a adottare politiche e pratiche sostenibili e socialmente responsabili. L'obiettivo è allineare le strategie aziendali a dieci principi universalmente riconosciuti nei settori dei diritti umani, del lavoro, dell'ambiente e della lotta alla corruzione.

³ Prodotti secondari o accessori generati come risultato di un processo di produzione primario. Generalmente non sono l'obiettivo principale del processo, ma possono essere utilizzati o commercializzati in altri contesti, contribuendo così a ridurre i rifiuti di lavorazione.

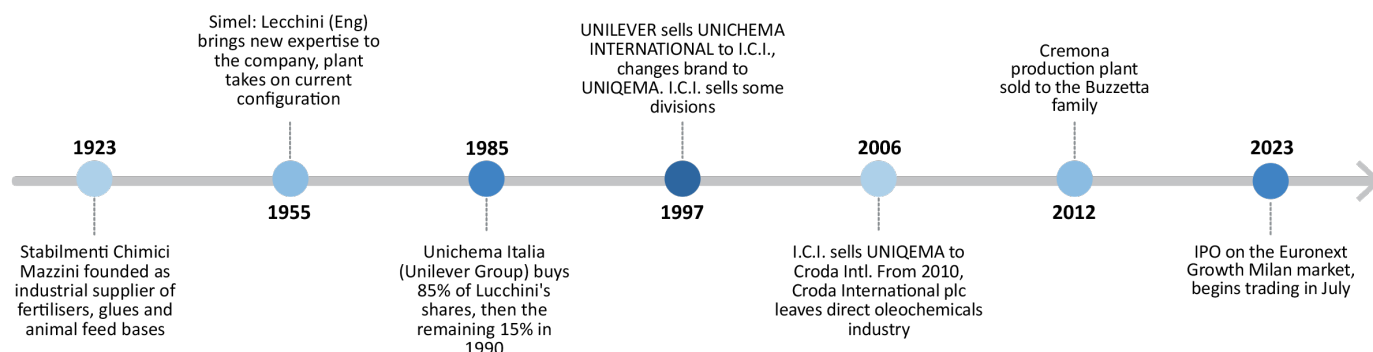
Le multinazionali:

- **1985:** UNILEVER crea un ramo d'azienda dedicato alla chimica, UNICHEMA INTERNATIONAL, che comprende: chimica fine, chimica delle specialità, oleochimica. UNICHEMA Italia compra l'85% delle azioni S.I.M.E.L. dall'Ing. Lacchini, rilevando il restante 15% nel 1990. Inizia per lo stabilimento una fase di rinnovamento e ampliamento degli impianti esistenti e delle gamme di prodotti lavorati;
- **1997:** UNILEVER vende UNICHEMA INTERNATIONAL a Imperial Chemical Industries Ltd. (I.C.I.), che cambia il marchio in UNIQEMA. Imperial Chemical Industries Ltd. (I.C.I.) effettua una riorganizzazione aziendale e inizia a vendere parte dei suoi rami d'azienda. Nel 2000, in particolare, vende attività a Hunstman e Ineos;
- **2006:** I.C.I. cede il ramo d'azienda UNIQEMA a Croda International Plc. Quest'ultima nel 2010 decide di uscire dal settore dell'oleochimica diretta, vendendo lo stabilimento di Emmerich a KLK Oleo (multinazionale malese); nel 2012 lo stabilimento di Cremona viene venduto alla famiglia Buzzella.

La famiglia Buzzella:

- **2012:** la famiglia Buzzella, già proprietaria del 50% del Gruppo COIM (Chimica Organica Industriale Milanese), rileva lo stabilimento di Cremona da Croda, prendendo il nome di Green Oleo. Nello stesso anno la Società inizia a produrre materie prime ricche di squalene per la produzione di cosmetici. Negli anni successivi saranno effettuati investimenti per un combustore di vapori per il controllo degli odori durante la produzione, oltre ad un cogeneratore da 1MWh per l'autoproduzione dell'energia elettrica. Grazie a questi investimenti, la Società ha ottenuto i certificati bianchi di efficienza energetica;
- **2016:** Green Oleo ottiene un brevetto per il processo di purificazione della frazione insaponificabile di oli vegetali e per la purificazione dello squalene;
- **2019:** L'azienda prosegue gli investimenti negli impianti di esterificazione, iniziati già a partire dal 2016, integrandosi a valle con la volontà di diversificare in intermedi per la lubrificazione e la cosmesi, l'investimento complessivo ammonta a €15mn;
- **2021:** Green Oleo attiva tre dissolutori per migliorare i processi di finitura, completando la realizzazione del nuovo impianto di esterificazione (progetto iniziato nel 2015) per espandersi nel mercato degli esteri;
- **2022:** la Società acquista terreni adiacenti allo stabilimento di Cremona disponibili per un futuro sviluppo industriale. Contestualmente avvia la costruzione del nuovo magazzino per materie prime e prodotti imballati destinati prevalentemente alla produzione e stoccaggio degli esteri, per passare gradualmente su queste nuove linee di prodotto ad un modello *make to stock*. Il nuovo magazzino entra in funzione nel 2023, l'investimento complessivo ammonta a circa €4.5mn;
- **2023:** Green Oleo si avvia alla quotazione sul segmento *Euronext Growth Milan* (EGM) di Borsa Italiana. L'11 luglio 2023 inizia la negoziazione delle azioni ordinarie. L'operazione consente alla Società la raccolta di €5.5mn derivanti dal collocamento di 4,783,500 azioni ordinarie, al prezzo unitario di €1.15 per azione.
- **2024:** completato il processo di *carbon footprint* misurando il PCF (*Product Carbon Footprint*) fino all'uscita dallo stabilimento (*cradle-to-gate*) dei suoi prodotti oleochimici, utilizzando la metodologia LCA basata sugli standard UNI EN ISO e WBCSD. Lancio della linea di prodotti *Cosmetic Formulations* basati su ingredienti propri di Green Oleo derivati da *upcycling* di *byproducts* dell'olivo.

Green Oleo – Company Story



Source: Websim elaboration on Company data

Azionariato

Il **capitale sociale** di Green Oleo ammonta a **€808,712.5** ed è suddiviso in **32,348,500** azioni prive di valore nominale (di cui 6,720,000 a voto multiplo con un rapporto di 3:1). In seguito alla quotazione sul segmento *Euronext Growth Milan* (EGM) nel luglio 2023, la **famiglia Buzzella**, ovvero Beatrice Buzzella (direttamente e tramite BB S.r.l.), Francesco Buzzella (direttamente e tramite FB S.r.l.) e la *holding* PIEMA S.r.l. (100% controllata dalla famiglia), detiene il **90% dei diritti di voto**. Il **flottante di mercato** ad oggi si attesta al 17%, avendo la Società eseguito parzialmente un **Piano di Buy-Back⁴**. Alla data di pubblicazione di questo report Green Oleo detiene n. **220,500** azioni proprie.

Green Oleo – Shareholding Structure

Shareholders	Number of Ordinary Shares	Number of Multiple Voting Shares	% of Total Ordinary Shares	% of Voting Share Capital
BB S.r.l.	7,886,500	3,360,000	30.77%	39.24%
FB S.r.l.	7,886,500	3,360,000	30.77%	39.24%
PIEMA S.r.l.	5,165,000		20.15%	11.28%
Francesco Buzzella	40,500		0.16%	0.09%
Beatrice Buzzella	40,500		0.16%	0.09%
Treasury Shares	220,500		0.86%	0.48%
Market float	4,389,000		17.13%	9.59%
	25,628,500	6,720,000	100.00%	100.00%

Source: Websim elaboration on Company data

Top Management

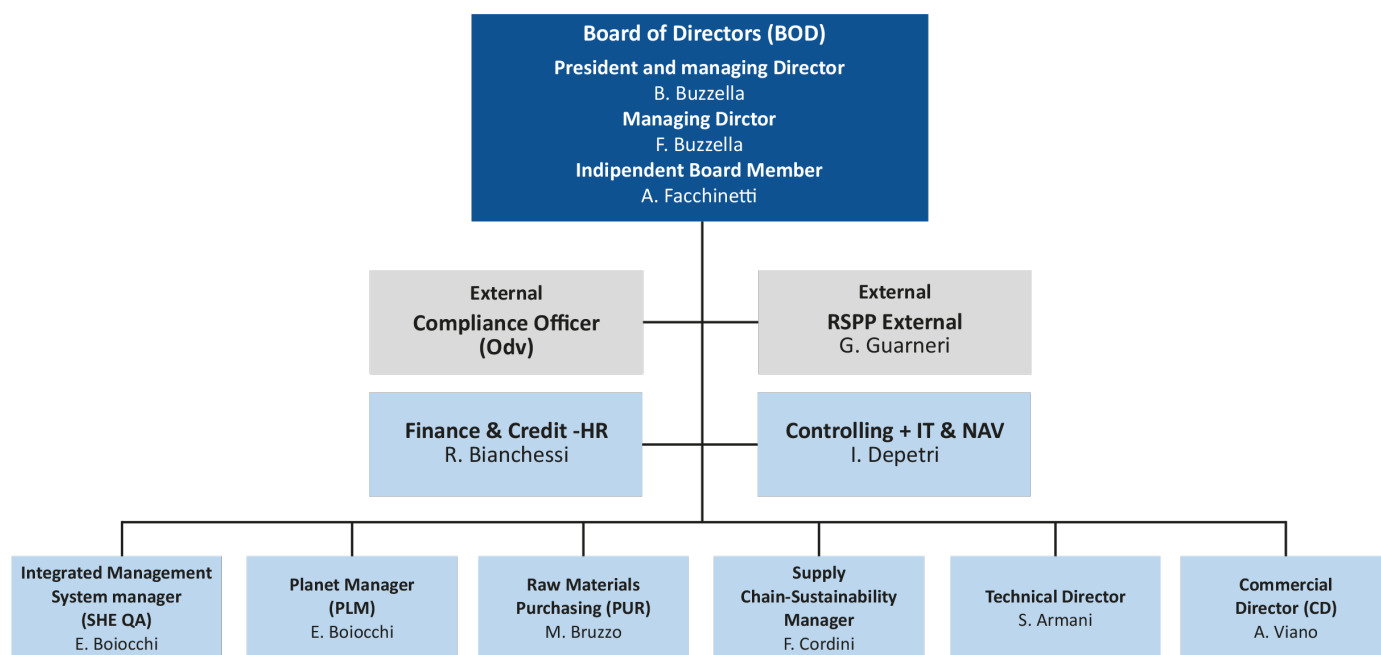
- **Beatrice Buzzella, Chairman & CEO.** Laureata in Giurisprudenza all'Università di Pavia, è stata iscritta all'Ordine degli Avvocati dal 2000 al 2022. Dal 2001 collabora con COIM S.p.A., dove ha fondato il *Legal Department* e seguito acquisizioni rilevanti come quella del *business* Novacote® (€60mn) e degli stabilimenti USA di Huntsman e Air Products. Ha ricoperto il ruolo di amministratore senza deleghe in COIM dal 1992 al 2009 e dal 2014 ad oggi, senza poteri esecutivi in quanto iscritta all'Albo degli Avvocati. Nel 2012, entra in Green Oleo dopo l'acquisizione dello stabilimento di Cremona, creando l'infrastruttura giuridica dell'azienda. Dal 2022 è Presidente.
- **Francesco Buzzella, CEO.** Laureato in Economia e Commercio alla Bocconi nel 1992, inizia la carriera come *business analyst* nel *marketing* di DOW Chemical Deutschland. Dal 1996 al 2014 è Amministratore Delegato di COIM, l'azienda di famiglia, specializzata in chimica da policondensazione e poliaddizione, dove guida acquisizioni e sviluppa siti produttivi e commerciali a livello globale. Sotto la sua guida, COIM cresce da €150mn a €800mn di fatturato. Dal 2012 è Amministratore Delegato di Green Oleo. È già membro del Consiglio di Presidenza di Federchimica dal 2017 e attualmente Presidente con nomina nel 2023, ex Presidente dell'Associazione Industriali di Cremona (2017-2021) e fino a fine 2024 Presidente di Confindustria Lombardia.
- **Raffaella Bianchessi, CFO.** Laureata in Economia Aziendale alla Bocconi nel 1995, ha maturato esperienza nella gestione amministrativa, controllo di gestione e risorse umane in diverse PMI. Ha lavorato nel gruppo Mondadori (1995-2002), dove ha implementato il sistema di controllo di gestione per quattro *joint venture* editoriali e ha assistito il CFO. È stata Responsabile Amministrativo in Siltek S.p.A. (2002-2009) e CFO e HR Manager in Crema Diesel S.p.A. (2010-2018). Dal 2019 è CFO e HR Manager in Green Oleo, dove gestisce i rapporti con gli istituti di credito, ottimizza il processo di *Credit Control* e sviluppa le risorse umane.
- **Alessandro Viano, Commercial Director.** Laureato in Chimica Organica all'Università di Milano nel 2002, ha iniziato la carriera nella ricerca farmaceutica presso Biosearch Italia. Dal 2004 lavora in LCM Trading S.p.A., dove avvia la produzione di esteri sintetici per un'azienda giapponese e successivamente sviluppa una *business unit* per la distribuzione di ingredienti alimentari. Dal 2011 è in 3V Sigma S.p.A., diventando *Marketing Director* nel 2014 con specializzazione negli additivi chimici per plastica, *coating* e cosmetica. Nel 2016 entra in ICAP-SIRA S.p.A. come direttore commerciale della *Business Unit* Tessile e Cuoio, dove aumenta volumi e margini e sviluppa prodotti sostenibili.
- **Simone Armani, R&D Manager.** Laureato in Chimica Industriale all'Università di Parma nel 2006, con dottorato di ricerca in chimica organica presso le Università di Namur e Trieste (2007-2011). Inizia la carriera lavorativa in Solveko S.r.l. nel 2011 come Tecnico e dal 2013 assume l'incarico di R&D

⁴ L'autorizzazione all'acquisto di azioni proprie, per €800 mila e valida per 18 mesi, è stata deliberata dall'Assemblea Ordinaria che si è tenuta in data 23 aprile 2024.

Manager, diventa Responsabile di Produzione nel 2015. Nel 2017 approda in Green Oleo assumendo la qualifica di R&D Manager, dal 2023 è Direttore Tecnico.

- **Giovanni Patritti, Plant Manager.** Laureato in Chimica Pura all'Università di Pavia, con esperienza in ambito di controllo di processo e in qualità di responsabile di unità produttive. Il percorso professionale inizia nel 1995 in Bemberg, azienda tessile, dove rimane fino al 2007, dapprima nel laboratorio chimico e poi come responsabile dello Sviluppo del Processo e del Prodotto. Nel 2007 passa al gruppo Miroglio, inizialmente come Responsabile della Qualità dello stabilimento di Saluzzo; nel 2008 viene nominato Responsabile di produzione dell'impianto di testurizzazione di Nova Zagora (Bulgaria). Nel 2014, dopo una breve esperienza in Messico con la società Sinterama, dove avvia la produzione tessile, torna in Italia nel gruppo Arkema (ora Trinseo), sito produttivo di Rho, come responsabile del reparto di produzione del metilmetacrilato. Dopo un paio di anni assume il ruolo di *Operation Manager*, coordinando oltre al reparto produzione metacrilati anche le *utilities* di fabbrica e la gestione delle acque reflue.

Green Oleo – Corporate Governance



Source: Websim Corporate on Company presentation

Per quanto riguarda la composizione degli organi societari, l'Assemblea degli Azionisti di fine aprile 2024 ha deliberato l'ampliamento della composizione del **Consiglio di Amministrazione** da 3 a 5 membri. Inoltre, nella stessa assemblea, è stata deliberata la modifica del Regolamento del **Piano di Stock Grant 2024-2026**, che prevede l'assegnazione di 300.000 diritti con *ratio* di conversione di 1:1, il **Piano di Buy-Back di €800k** con durata di 18 mesi e l'adozione dello status di **Società Benefit**.

Ad oggi, Il **Consiglio di Amministrazione** è composto da Beatrice Buzzella (Presidente), Francesco Buzzella (Amministratore Delegato), Angelo Facchinetti (Amministratore Indipendente), Barbara Ricciardi (Amministratore) e Raffaella Bianchessi (Amministratore).

Il **Collegio Sindacale** è composto, oltre che dal Presidente, da 2 sindaci effettivi e 2 sindaci supplenti: Francesco Turati (Presidente), Massimo Gabelli e Gianluca Dan (Sindaci Effettivi), Alessandra D'Amico e Paola Magnani (Sindaci Supplenti).

L'impianto di Produzione

Dal 2012, la famiglia Buzzella ha **investito complessivamente oltre €37mn** per migliorare e aggiornare il sito produttivo di Cremona e realizzare interventi mirati alla sostenibilità economica, ambientale e sociale.

In particolare, nel 2023 sono stati avviati interventi supplementari sull'impianto di esterificazione, al fine di massimizzare la capacità produttiva.

Per migliorare l'efficienza operativa, è stato realizzato il **MAG80** (3,700 m²), un nuovo magazzino altamente automatizzato con una capacità di stoccaggio di circa **2,700 posti pallet**. Con un avanzato **Warehouse Management System**, ha permesso il passaggio a un modello *make-to-stock* per alcuni prodotti.

Inoltre, il nuovo magazzino è stato dotato di **pannelli fotovoltaici con una potenza di 141.44 kWp**, ed è stato rivestito con la **tecnologia fotocatalitica TiO_2** , una vernice catalitica comunemente definita "mangia-smog", in grado di decomporre gli ossidi di azoto (NOx) generati dalla combustione dei combustibili fossili.

L'impianto di produzione, ad oggi, è dotato di un **cogeneratore da 1 MW** alimentato a gas naturale, che **soddisfa l'80-85% del fabbisogno elettrico** e consente la produzione di vapore e acqua calda.

Green Oleo – Production Plant



Source: Company presentation, October 2024

Mercato di Riferimento

Ad oggi, il **mercato di riferimento di Green Oleo S.p.A.** è l'Europa, dove genera il 96% del proprio fatturato.

Tuttavia, a nostro avviso, una visione sulle prospettive del mercato globale è necessaria sia per valutare l'impatto di una possibile espansione del *business* di Green Oleo oltre il vecchio continente (in particolare in USA), sia per comprendere le dinamiche che potrebbero influenzare il mercato Europeo a seguito di un peggioramento del quadro geopolitico e quindi delle *supply chain* mondiali.

Mercato Globale

Il **mercato globale** degli oleochimici sta registrando una crescita significativa, trainata dalla domanda crescente di prodotti sostenibili e dall'espansione in settori chiave come quello della cosmetica, alimentare, farmaceutico e dei detergenti.

L'aumento della domanda nelle applicazioni industriali (utilizzati per produrre tensioattivi, lubrificanti e plastificanti), ha ulteriormente ampliato la quota di mercato di questa industria in diversi settori.

Infine, una minore competitività in termini di costo dei prodotti petrolchimici, convenzionalmente utilizzati per la produzione di cosmetici, rende i produttori maggiormente orientati verso prodotti eco-compatibili.

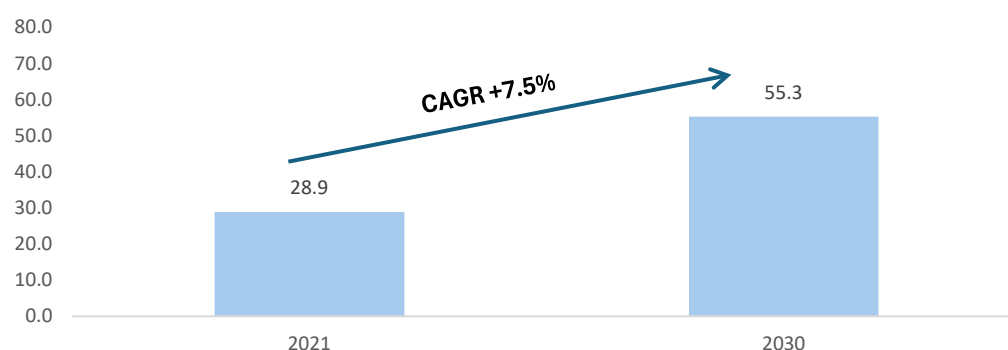
Passando all'analisi delle previsioni del mercato di riferimento, notiamo che tra il **2021-2022 la crescita è stata supportata da un aumento dei prezzi delle materie prime**, che ha determinato un incremento dei prezzi di vendita e quindi del fatturato globale.

Di contro, il **2023** è stato caratterizzato da un **calo dei prezzi delle materie prime e da una politica di destocking** delle aziende clienti che hanno determinato un rallentamento complessivo del mercato (-5% YoY).

Secondo diverse ricerche, nei prossimi anni il mercato dell'oleochimica dovrebbe riprendere a crescere con un **CAGR compreso tra il 6% e l'8%**. Di seguito alcuni studi di riferimento per il settore:

- Dal *report di Market Insights Research*, la dimensione del mercato degli oleochimici è stata stimata a \$35.8bn nel 2024 e si prevede che raggiunga i \$56.4bn entro il 2031, con un **CAGR del 6.45%** (Fonte: *Market Insights Research*);
- Per *Allied Market Research*, la dimensione del mercato globale dell'oleochimica è stata valutata a \$29.9bn nel 2022 e si prevede che raggiungerà i \$55.2bn entro il 2032, con un **CAGR del 6.5%**.
- Seconda *Expert Market Research*, il mercato dell'oleochimica dovrebbe espandersi da \$24.0bn del 2023 a \$43.3bn nel 2032, con un **CAGR del 6.8%**, secondo lo studio questa tendenza trova fondamento nell'incremento della domanda di surfattanti *biobased*⁵ e nelle normative ambientali sempre più rigorose che favoriscono soluzioni alternative agli oleochimici derivati dal petrolio;
- Per il *report «Oleochemical Market, global opportunity analysis and industry forecast, 2021-2030»*, l'industria oleochimica mondiale dovrebbe crescere con un **CAGR 2021-30 del 7.5%**, passando da \$28.9bn a \$55.3bn (Fonte: *Allied Market Research*);
- Secondo lo studio *«Oleo Chemicals Market Research - Report Information by Type, by Application and Region - Forecast till 2032»* (Fonte: *Market Research Future*), il mercato dell'oleochimica crescerà da \$25.2bn nel 2024 a \$47.1bn entro il 2032, con un **CAGR del 7.80%**.

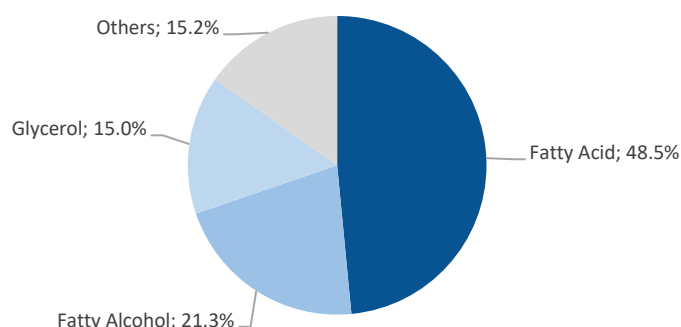
2021-2030E Global Oleochemical Market (\$ bn)



Source: Oleochemical Market, global opportunity analysis forecast, 2021-2030, Allied Market Research, Marzo 2023

⁵ I surfattanti *biobased* (o tensioattivi *biobased*) sono composti chimici utilizzati per ridurre la tensione superficiale tra due liquidi o tra un liquido e una superficie solida. La caratteristica distintiva di questi surfattanti è che derivano da risorse rinnovabili di origine biologica, come oli vegetali, grassi animali, zuccheri, proteine, o residui agricoli, invece che da fonti fossili come petrolio o gas naturale.

2021 - Global Oleochemical Market by Product



Source: Oleochemical Market, global opportunity analysis forecast, 2021-2030, Allied Market Research, Marzo 2023

Mercato Globale per Area Geografica

La regione Asia-Pacifico con il 42% del fatturato globale nel 2023 (59% nel 2021) è l'area geografica dominante. La disponibilità di materie prime come olio di palma e olio di kernel ha favorito l'espansione della capacità produttiva in paesi come Malesia e Indonesia (Fonte: *Grand View Research*). La stessa area risulta essere il maggior consumatore con una quota di utilizzo pari a oltre la metà della produzione globale, Cina e India tra tutti, con una domanda crescente nei settori dei detergenti, *biodiesel* e prodotti farmaceutici (Fonte: *Expert Market Research*). Grazie all'abbondanza di materie prime, si prevede che quest'area manterrà la quota di mercato più elevata, dando vita a una competizione con gli Stati Uniti e l'Europa.

Anche il Nord America sta registrando una crescita significativa grazie alla crescente consapevolezza creata dai governi nei confronti dell'uso di ingredienti derivati da petrolio a bassa biodegradabilità nella cura della persona e nei cosmetici. Le normative imposte in merito all'utilizzo di prodotti chimici persistenti stanno favorendo la crescita complessiva dell'industria oleochimica.

Infine, in Europa, una maggiore consapevolezza verso la tematica del cambiamento climatico, dell'inquinamento e di altri problemi ambientali, ha portato nazioni come Germania, Italia, Francia e Regno Unito ad implementare politiche di sostenibilità nell'ultimo decennio. Uno degli elementi chiave che influenza il mercato europeo è la crescente enfasi sull'uso efficace delle risorse a base rinnovabile, come rifiuti e prodotti derivati dall'agricoltura e dagli animali.

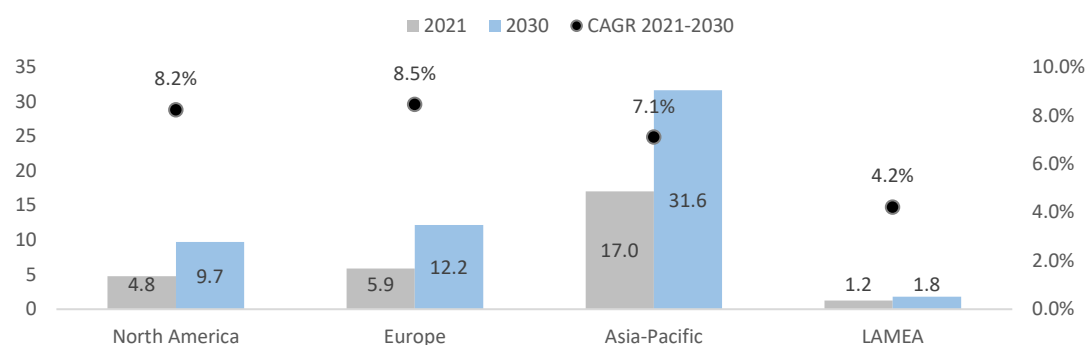
In termini di **volumi**, il mercato dell'oleochimica ha raggiunto 20.8mn di tonnellate nel 2021 e si prevede che raggiunga i 34.0mn di tonnellate nel 2030, registrando un CAGR del 5.6%. In particolare:

- l'area Asia-Pacifico con 11.6mn di tonnellate nel 2021, si stima raggiunga 19.5mn di tonnellate nel 2030;
- l'Europa con 4.6mn di tonnellate nel 2021, se ne prevedono 7.5mn di tonnellate nel 2030;
- Il North America con 3.6mn di tonnellate nel 2021, ne sono previsti 5.8mn di tonnellate nel 2030.

Per quanto riguarda i **ricavi**, il mercato dell'oleochimica ha generato ricavi per \$28.9bn nel 2021 e si prevede raggiunga \$55.3bn nel 2030, registrando un CAGR del 7.5%. Nel dettaglio:

- L'Asia-Pacifico ha registrato \$17.0bn nel 2021, si stimano \$31.6bn nel 2030 (CAGR 7.1%);
- L'Europa con \$5.9bn nel 2021, se ne prevedono \$12.2bn nel 2030 (CAGR 8.5%);
- Il North America con \$4.8bn nel 2021, se ne prevedono \$9.7bn nel 2030 (CAGR 8.2%).

2021-2030E Revenue by Region (\$ bn)



Source: Oleochemical Market, global opportunity analysis and industry forecast, 2021-2030, Allied Market Research, Marzo 2023

Mercato Globale per Tipologia di Prodotto

Nel 2021, il segmento degli acidi grassi⁶ ha rappresentato la quota maggiore del totale dei ricavi con il 48.0%, il segmento degli alcoli grassi⁷ registra la maggiore crescita con un CAGR dell'8.6% nel periodo 2021-2030, grazie a proprietà uniche, come le proprietà emollienti, gli alcoli grassi sono utilizzati in prodotti farmaceutici e cosmetici (Fonte: «*Oleochemical Market, global opportunity analysis and industry forecast, 2021-2030*»).

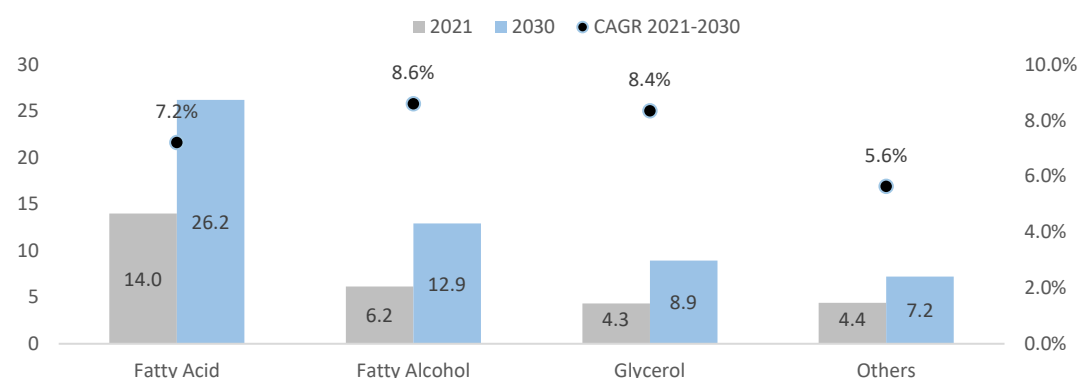
In termini di **volumi**:

- gli acidi grassi hanno rappresentato 10.2mn di tonnellate nel 2021, e si prevede arrivino a 16.5mn di tonnellate nel 2030;
- gli alcoli grassi passeranno da 4.2mn di tonnellate nel 2021 a 7.5mn di tonnellate nel 2030;

Per quanto riguarda i **ricavi**:

- gli acidi grassi rappresentano la fetta più grossa del mercato, con \$14.0bn nel 2021, stimati a \$26.2bn nel 2030, CAGR del 7.2%;
- gli alcoli grassi si stimano a \$12.9bn nel 2030 con un CAGR dell'8.6%;
- il glicerolo⁸ è stimato a \$8.9bn nel 2030 con un CAGR dell'8.4%.

2021-2030E Revenue by Product (\$ bn)



Source: Oleochemical Market, global opportunity analysis and industry forecast, 2021-2030, Allied Market Research, Marzo 2023

Mercato Globale per Applicazione

Il segmento dei Saponi e Detergenti rappresenta la quota maggiore, ovvero il 23.4% dei ricavi nel 2021. Il segmento della Cura della Persona e dei Cosmetici è quello con una crescita più rapida, con un CAGR dell'8.6% nell'arco 2021-2030, supportato dalla preferenza di consumo per i prodotti naturali e senza impatti sull'ambiente.

In termini di **volumi**:

- il segmento Saponi e Detergenti è atteso a 8.5mn di tonnellate nel 2030;
- Cura della Persona e Cosmetici è previsto a 7.1mn di tonnellate nel 2030;
- il segmento Farmaceutico è previsto a 7.0mn di tonnellate nel 2030.

Per quanto riguarda i **ricavi**:

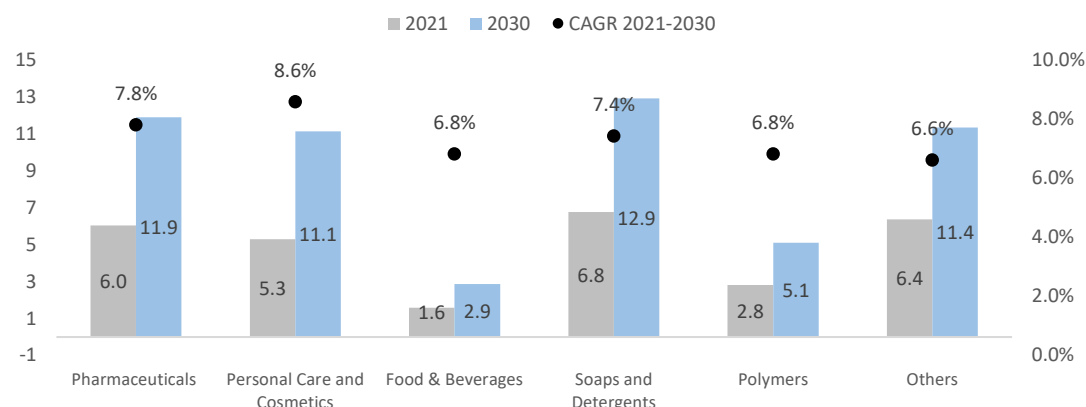
- il segmento dei Saponi e Detergenti si stima che raggiunga i \$12.9bn nel 2030, con un CAGR del 7.4%;
- il segmento Farmaceutico è previsto a \$11.9bn nel 2030 con un CAGR del 7.8%;
- il segmento della Cura della Persona e Cosmetici raggiungerà \$11.1bn nel 2030 con un CAGR dell'8.6%.

⁶ Gli acidi grassi sono molecole organiche appartenenti alla classe dei lipidi, costituite da una lunga catena di atomi di carbonio (idrofobica) con un gruppo carbossilico (-COOH) all'estremità (idrofila). Questa struttura conferisce loro proprietà anfipatiche, rendendoli componenti essenziali nei processi biologici e industriali.

⁷ Gli alcoli grassi sono composti organici appartenenti alla classe degli alcoli, caratterizzati da una lunga catena idrocarburica (idrofobica) terminante con un gruppo ossidrilico (-OH), che conferisce loro proprietà alcoliche. Sono spesso derivati da acidi grassi tramite processi di riduzione o presenti naturalmente in cere e lipidi di origine vegetale e animale.

⁸ Il glicerolo (o glicerina) è un composto organico appartenente alla classe degli alcoli, caratterizzato dalla presenza di tre gruppi ossidrilici (-OH), che lo rendono un triolo. È una sostanza viscosa, incolore, inodore e dal sapore dolciastro, ampiamente utilizzata in ambito industriale, alimentare e farmaceutico.

2021-2030E Revenue by Application (\$ bn)



Source: Oleochemical Market, global opportunity analysis and industry forecast, 2021-2030, Allied Market Research, Marzo 2023

Mercato Italiano

Il mercato dell'oleochimica italiano ha registrato una produzione di 419 migliaia di tonnellate nel 2021, previsti a 678 migliaia di tonnellate nel 2030, con un CAGR del 5.5%.

In termini di **volumi**:

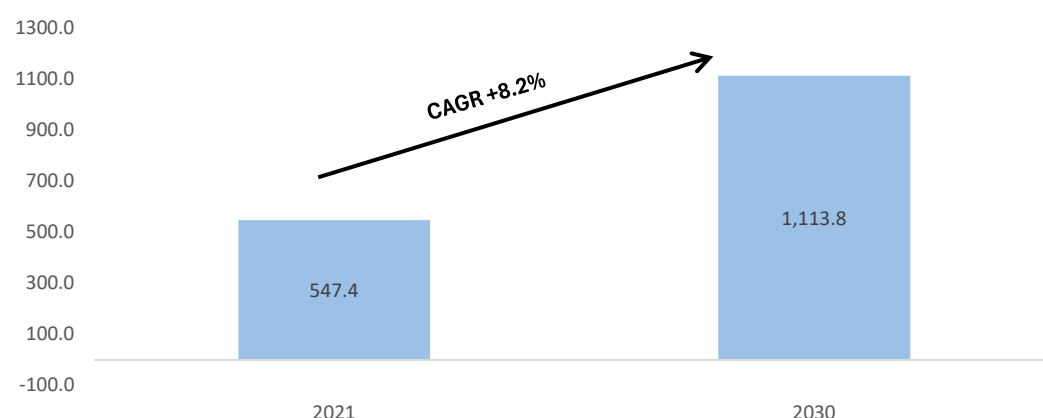
- il principale segmento a livello di prodotti è quello degli acidi grassi con 203.2 migliaia di tonnellate nel 2021, attesi a 325.2 migliaia di tonnellate nel 2030;
- il principale segmento a livello di applicazione è quello dei Saponi e Detergenti con 110.9 migliaia di tonnellate nel 2021 e si stima raggiunga 177.5 migliaia di tonnellate nel 2030.

Per quanto riguarda i **ricavi**, il settore ha generato ricavi per \$547.4mn nel 2021. Sulla base di questi dati, la **quota di mercato di Green Oleo nel 2021** è stata pari al **12%**. Nel **2023** stimiamo una **market share in crescita e pari al 14%**, con un livello dei volumi venduti pari a quelli del 2022.

Al 2030 sono previsti a \$1,113.8mn, quindi con un CAGR atteso dell'8.2%.

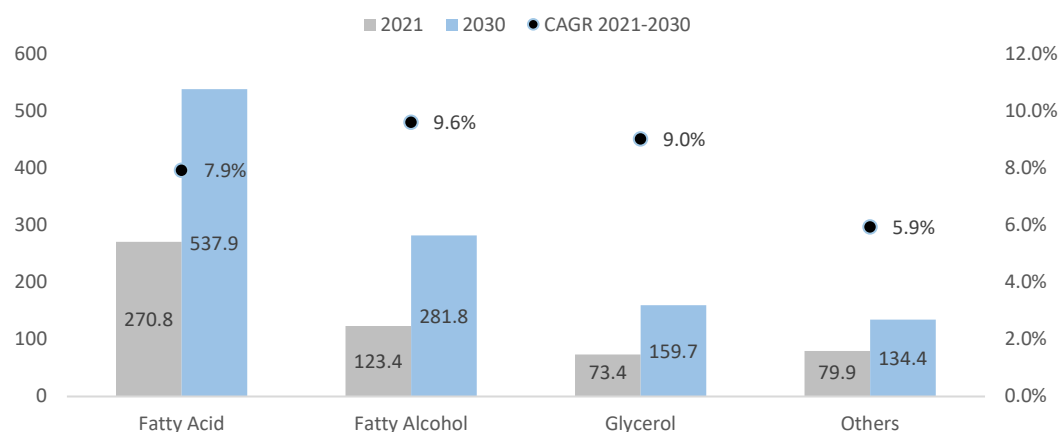
Il segmento degli acidi grassi, il più rappresentativo, valeva \$270.8mn nel 2021 e si stima che raggiunga i \$537.9mn entro il 2030, registrando un CAGR del 7.9%. A seguire il segmento dei Saponi e Detergenti con \$136.5mn nel 2021, stimato a \$274.4mn entro il 2030, registrando un CAGR dell'8.1%.

2021-2030E Italian Oleochemical Market (\$ mn)



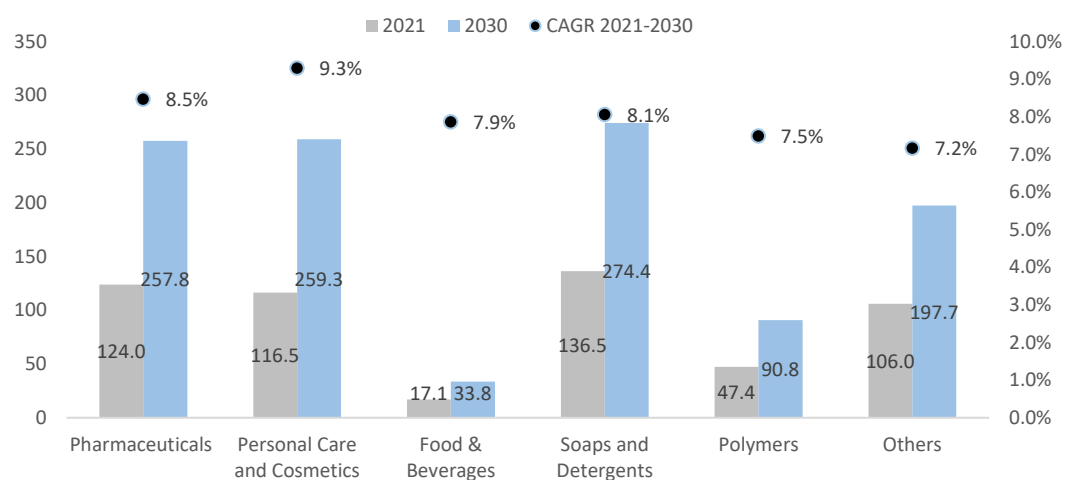
Source: Oleochemical Market, global opportunity analysis and industry forecast, 2021-2030, Allied Market Research, Marzo 2023

2021-2030E Revenues by Product (\$ mn)



Source: Oleochemical Market, global opportunity analysis and industry forecast, 2021-2030, Allied Market Research, Marzo 2023

2021-2030E Revenues by Application (\$ mn)



Source: Oleochemical Market, global opportunity analysis and industry forecast, 2021-2030, Allied Market Research, Marzo 2023

Principali Driver

Di seguito elenchiamo quelli che riteniamo i principali *driver* di medio periodo:

Normativi:

- **Green Deal** europeo, un pacchetto di iniziative che mira ad avviare l'UE verso una transizione verde, con l'obiettivo di raggiungere la neutralità climatica entro il 2050;
- **EU Chemical Industry Transitional Pathway**, stabilisce che entro il 2030 il 20% di tutti i materiali plastici e dei prodotti chimici sintetizzati nell'UE provenga da fonti rinnovabili;
- l'**EUDR (European Deforestation-free products Regulation)**⁹, richiede la mappatura della catena di approvvigionamento dell'olio di palma e di altri prodotti ad alto rischio di deforestazione, comportando un significativo aumento dei costi per i produttori asiatici;
- il **PPWR (Plastic Packaging Waste Regulation)**, che sostiene la transizione verso le plastiche *biobased* per il settore degli imballaggi;
- In stati non appartenenti all'UE, in particolare US e Asia, molti operatori si stanno dotando di politiche interne per limitare l'impronta di carbonio.

Tendenze di mercato:

- **crescente utilizzo** di prodotti chimici da fonti rinnovabili da parte di **grandi gruppi** (per es. LUSH, UNILEVER, BASF, CASTROL, IKEA, BAYER);
- **innovazioni nelle tecnologie di estrazione e sintesi** rendono questi prodotti sempre più competitivi sul mercato globale;
- vantaggi significativi in termini di **efficienza e produttività** rispetto alle materie prime petrolifere;
- domanda crescente di **lubrificanti biodegradabili** in settori che vanno dalla lavorazione dei metalli al settore automobilistico;
- **invecchiamento della popolazione**, in particolare nei paesi occidentali, supporta la crescita della domanda di prodotti di **cosmetica antiage**;
- orientamento dei produttori globali di **cosmetica** sempre più verso **ingredienti naturali**;
- consumatori più consapevoli dei **vantaggi ambientali e di costo** dei prodotti dell'oleochimica.

Il Testo Unico Ambientale e la Definizione di byproduct

L'economia circolare mira a ottimizzare l'uso delle risorse attraverso la riduzione, il riutilizzo, il riciclo e l'*upcycling* dei materiali, prolungandone il ciclo di vita e valorizzandone il potenziale residuo. In questo contesto, la **chimica verde** offre soluzioni tecnologiche per trasformare gli scarti di produzione in *byproducts* riutilizzabili o materiali di maggior valore, favorendo la produzione di materie prime secondarie con ridotto impatto ambientale.

L'interazione tra chimica verde, economia circolare e il quadro normativo delineato dal **Testo Unico Ambientale** (D.Lgs. 152/2006)¹⁰ rappresenta un cambiamento paradigmatico nella gestione dei flussi di questi materiali.

Centrale è la definizione dei materiali definibili come *byproduct*. A tal proposito l'**art. 184-bis** del Testo Unico Ambientale, stabilisce che devono essere soddisfatte le seguenti condizioni:

- I. **Origine da un processo di produzione:** il materiale o la sostanza deve derivare da un processo di produzione in cui costituisce una parte integrante, ma non lo scopo principale.
- II. **Uso certo:** è certo che il materiale o la sostanza sarà utilizzato da parte del produttore o di terzi, nel corso dello stesso processo produttivo o di uno successivo.
- III. **Utilizzo diretto:** la sostanza o l'oggetto deve essere utilizzabile direttamente, senza necessità di trattamenti ulteriori, se non quelli previsti dalle normali pratiche industriali.
- IV. **Legittimità dell'ulteriore utilizzo:** l'uso del sottoprodotto deve essere legale, ovvero rispettare tutti i requisiti riguardanti la sicurezza, la salute e la protezione dell'ambiente.

Queste condizioni garantiscono che il materiale possa essere gestito come bene e non come rifiuto, permettendo una valorizzazione più sostenibile degli scarti di produzione.

⁹ Tra il 17 e il 18 dicembre 2024, il Parlamento UE e il Consiglio UE hanno approvato il rinvio dell'applicabilità del Regolamento deforestazione (EUDR) al 30 dicembre 2025 per le grandi e medie imprese e al 30 giugno 2026 per le piccole e microimprese.

¹⁰ Il D. Lgs. 152/2006, c.d. Testo Unico Ambientale (TUA), recepisce le direttive europee in materia di rifiuti, tra cui la Direttiva 2008/98/CE. Il decreto si prefigge lo scopo di proteggere l'ambiente, promuovere la sostenibilità e armonizzare il quadro normativo.

Panorama Competitivo

Il mercato dell'oleochimica è caratterizzato da fenomeni di aggregazione tra i concorrenti, con un panorama competitivo in evoluzione. Tuttavia, il rischio di ingresso di nuovi operatori è basso a causa delle elevate barriere all'entrata. Queste includono ingenti investimenti richiesti per la realizzazione degli impianti, la necessità di un know-how specialistico maturato nel tempo e l'obbligo di ottenere certificazioni e autorizzazioni per la produzione.

In questo contesto, Green Oleo si distingue rispetto ai suoi competitor per la capacità di produrre articoli di alta qualità e valore aggiunto destinati ai settori premium della cosmesi. Questo risultato è possibile anche grazie all'impiego di materie prime derivate dall'ulivo non destinate al consumo umano.

Di seguito una panoramica di società comparabili divisa tra multinazionali quotate e *player* locali di piccola dimensione e non quotati:

Multinazionali

- **Kuala Lumpur Kepong Bhd.** Società fondata nel 1906 con sede in Malesia. L'azienda è attiva nella produzione e nella lavorazione di prodotti di palma e di gomma naturale. Opera attraverso 5 divisioni *Plantation, Manufacturing, Property Development, Investment Holding* and *Others*. Nel 2023, attraverso KLK OLEO (la divisione *Manufacturing*), ha acquisito il controllo di Temix Oleo S.p.A. società con sede in Emilia Romagna, con un fatturato di €150mn nel 2022.
- **Croda International Plc.** Società fondata nel 1925 con sede in UK, attiva nella produzione e vendita di prodotti chimici speciali per la cura personale, farmaceutica, materie plastiche, alimentari, nutrizione, prevenzione incendi, ingegneria e automobilistica. Opera attraverso le seguenti divisioni di *business*: *Consumer Care, Life Sciences* e *Industrial Specialties*.
- **AAK AB.** Società fondata nel 1871 con sede in Svezia, si occupa della produzione di oli e grassi per l'industria alimentare, tecnica, cosmetica e dei mangimi. L'azienda opera attraverso i seguenti segmenti di *business*: *Food Ingredients, Chocolate and Confectionery Fats, Technical Products & Feed*.

Green Oleo – Listed Competitors

COMPANY	COUNTRY	RAW MATERIAL			PRODUCTS			2023		2024 H1	
		Natural	Olive	Synthetic	Ester	Fatty acids	Glycerins	Volumes	Revenues	Volumes	Revenues
GREEN OLEO	Italy	●●●	●●●	● ¹	●●	●●●	●	0%	-25%	+35%	+16%
KLK (Manufacturing)	Malaysia	●●●		●	●	●●●		n.a.	-16% ²		-2% ²
(KLK subsidiary, Temix, 9M23 data)	Italy	●●●		●	●●●	●			-53%		n.a.
CRODA (Industrial Specialties)	UK	●●●	●	●	●●●	●		n.a.	-19% ²		-17% ²
AAK (Technical Products & Feeds)	Sweden	●●●				●●●	●●●	-6%	-17% ³	-6%	-16% ³

¹ minimum quantities of raw materials used by GREEN OLEO to expand the offer of mainly renewable-based synthetic esters

² consolidated data (source: company financial statements)

³ data relating to the division «Technical Products & Feed» (source: company financial statements)

● low ●● medium ●●● high

Source: Websim Corporate on Company presentation, October 2024

Green Oleo – Listed Competitors, Financial Data (€ mn)

Company	Revenue		YoY Chg. (%)	EBITDA		EBITDA margin		Net Debt	
	2022	2023		2022	2023	2022	2023	2022	2023
AAK AB	4,741	4,010	-15%	320	414	6.8%	10.3%	517	269
Croda International Plc	2,449	1,948	-20%	701	487	28.6%	25.0%	333	620
Kuala Lumpur Kepong Bhd.	5,834	4,894	-16%	991	570	17.0%	11.6%	1,519	1,560
Mean						17.5%	15.7%		
Median						17.0%	11.6%		
Green Oleo S.p.A.	80.8	60.6	-25%	8.2	1.6	10.1%	2.6%	18.8	14.3

Source: FactSet

Player locali

- **Spiga Nord S.p.A.** Fondata nel 1973 con sede a Carasco (GE), attiva nella produzione di glicerolo vegetale raffinato privo di OGM e di altri prodotti chimici correlati. I loro prodotti si rivolgono a un'ampia gamma di industrie.
- **Faci S.p.A.** Sede a Carasco (GE) e oltre 70 anni di storia. È un operatore italiano dell'industria oleochimica, specializzato in derivati di oli vegetali e grassi animali. Presenza internazionale con sei stabilimenti di produzione in diversi continenti. Strategia di crescita incentrata sull'espansione nei mercati emergenti.
- **SO.G.I.S. Industria Chimica S.p.A.** Fondata nel 1962, con sede a Sospiro (CR), società che si è evoluta da società di ingegneria a produttore di derivati degli acidi grassi saturi, specializzandosi in prodotti per il settore del PVC. Recenti iniziative nella produzione di esteri.
- **A&A Fratelli Parodi S.p.A.** Operante a Campomorone (GE), oltre 70 anni di storia con forte attenzione alla sostenibilità specializzata in esteri su misura.
- **Ambrogio Pagani S.p.A.** Sede a Bergamo, fondata nel 1948. Opera nella lavorazione di oli vegetali e grassi animali. La produzione copre un'ampia gamma di prodotti, compresi gli additivi per mangimi.

Green Oleo – Local Player not Listed

Company	Glycerine	Fatty Acids	Oleins	Stearins	Esters
Green Oleo S.p.A.	*	*	*	*	*
Spiga Nord S.p.A.	*				
Faci S.p.A.	*	*		*	*
SO.G.I.S. Industria Chimica S.p.A.	*	*		*	*
A&A Fratelli Parodi S.p.A.					*
Ambrogio Pagani S.p.A.	*	*		*	

Source: Company presentation

Green Oleo – Local Player not Listed, Financial Data (€ mn)

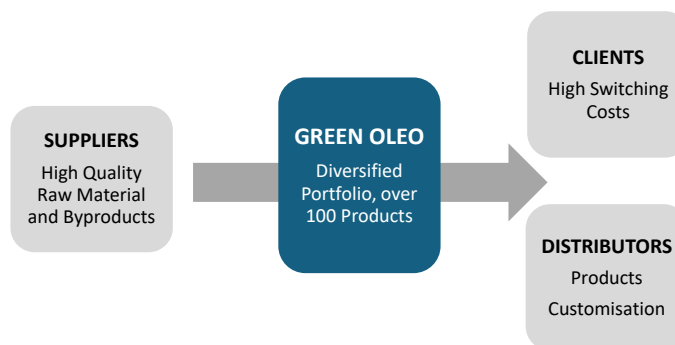
Company	Revenue		YoY Chg. (%)	EBITDA		EBITDA margin		Net Debt	
	2022	2023		2022	2023	2022	2023	2022	2023
Spiga Nord S.p.A.	55.2	46.5	-16%	12.5	7.3	22.8%	15.7%	3.5	-7.8
Faci S.p.A.	154.1	113.3	-26%	16.0	7.5	10.4%	6.7%	-1.9	-1.5
SO.G.I.S. Industria Chimica S.p.A.	56.7	44.2	-22%	3.1	-3.1	5.4%	-7.0%	9.0	10.8
A&A Fratelli Parodi S.p.A.	72.8	61.6	-15%	9.9	6.9	13.5%	11.1%	19.3	23.7
Ambrogio Pagani S.p.A.	40.1	27.3	-32%	4.3	0.2	10.7%	0.6%	-4.2	-5.4
Mean						12.6%	5.4%		
Median						10.7%	6.7%		

Source: Aida

Modello di Business

Green Oleo trasforma materie prime rinnovabili, come oli acidi, sego e oli di categoria 3, in materie prime chimiche (acidi grassi, glicerina) e ingredienti (esteri). I prodotti sono impiegati da clienti industriali B2B in diversi settori come quello dei detergenti, lubrificanti, intermedi industriali, resine, vernici, agro e cosmetica, per la produzione di articoli destinati ai consumatori finali.

Green Oleo's Value Chain



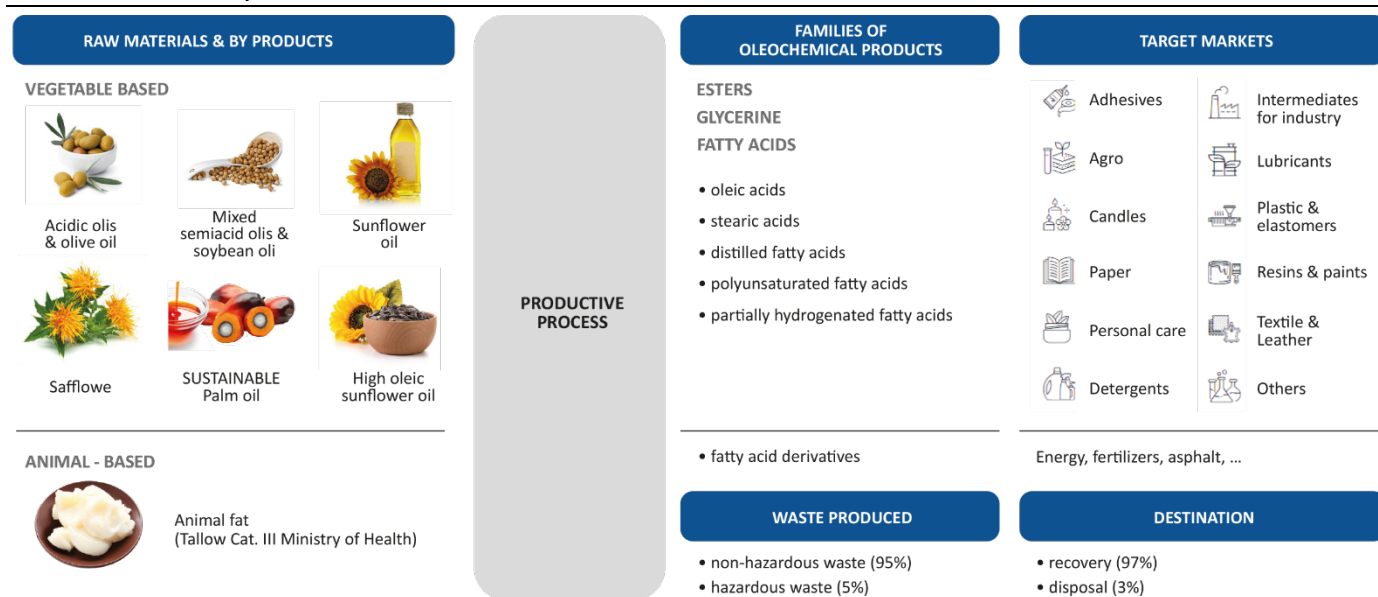
Source: Websim Corporate on Company presentation

Il modello di *business* di Green Oleo si basa su un impianto produttivo all'avanguardia, un'esperienza pluriennale consolidata e un *know-how* avanzato nella formulazione, garantendo il controllo completo della filiera, la possibilità di far leva sulle economie di scala e un'ampia capacità di personalizzazione dei prodotti.

Il modello di *business* di Green Oleo si distingue per:

- **Ampia gamma di materie prime:** consente di ottimizzare costi e qualità dei prodotti.
- **Flessibilità nei processi produttivi:** combina **processi in continuo**, ovvero senza interruzioni, funzionali a maggiori economie di scala e **processi in batch**, ovvero in lotti distinti, che offrono una maggiore flessibilità nella produzione di prodotti e varianti. Entrambi i processi garantiscono le specifiche dei clienti.
- **Prodotti personalizzati e ad alto valore aggiunto:** rafforza le relazioni a lungo termine con i clienti e crea un alto livello di *switching cost*.

Green Oleo's Production Cycle



Source: Websim Corporate on Company presentation

Materie Prime Rinnovabili a Filiera Corta

L'acquisto dei *byproducts* si basa sulla stima più accurata possibile, che considera sia la visibilità degli ordini ricevuti sia la destinazione del prodotto finito. Questo approccio tiene conto della forte influenza esercitata dalla quantità e qualità del "raccolto" stagionale, che incide significativamente sulla disponibilità e sulle dinamiche di domanda e offerta.

Nel 2023, il 93% delle materie prime di Green Oleo proveniva da grassi animali e vegetali, di cui il 60-70% rappresentato da *byproducts* dell'industria alimentare non più adatti al consumo (oli acidi e sego di cat. 3); la restante parte era rappresentata da altri oli vegetali. Questi grassi e oli naturali sono continuamente rinnovabili.

L'impianto di produzione di Green Oleo consente di lavorare una vasta gamma di *byproducts* vegetali (53% del totale), tra cui olio di oliva, oli acidi, olio di girasole, olio di soia, olio di palma sostenibile e olio di girasole altamente oleico. Inoltre, il 32% delle materie prime proviene da grassi animali, come sego di cat. 3 e grasso solido fuso. Varie materie prime di origine naturale mista arrivano all'8%, mentre la componente di origine minerale è stata del 7%.

Considerato l'alto impatto ambientale, l'utilizzo dell'olio di palma ha un impiego residuale per Green Oleo, rappresentando meno del 5% del totale. Inoltre, il forte commitment su queste tematiche si esprime anche attraverso l'adesione agli **standard RSPO¹¹ (Roundtable on Sustainable Palm Oil)** già dal 2015.

Green Oleo's Raw Materials breakdown (2023)

Category materials*	Type of product purchased	Renewable material	Amount purchased 2023 (t)	%
Raw materials of plant origin	Oils and Acidic Oils	YES	19,835	53%
Raw materials of animal origin	Animal fats cat. III	YES	12,001	32%
Raw materials of mixed natural origin	Various oils and fats	YES	3,095	8%
Minerals	Synthetic products	NO	2,517	7%
Total			37,448	100%

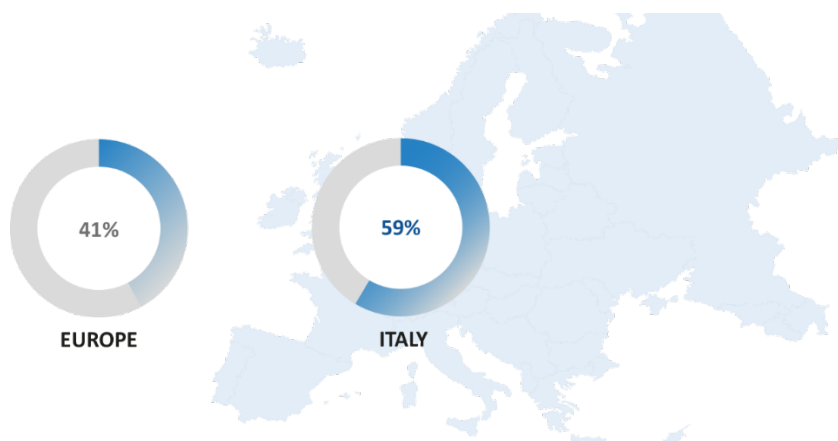
* All materials of natural origin associated with a "natural" production cycle have been considered as renewable materials. Animal tallow also belongs to this category as it is a by-product deriving from the processing of meat and bovine fat

Source: Websim Corporate on Company presentation

Da sottolineare che Green Oleo è leader in Europa nella lavorazione degli scarti di oliva, un processo complesso che produce prodotti di alta qualità molto richiesti nei settori della cosmesi, della *life science* e dell'agronomia, offrendo valore aggiunto per i clienti e buoni margini per l'azienda produttrice.

Per ridurre al minimo l'impronta di carbonio, l'azienda utilizza principalmente materie prime di provenienza locale, circa il 60% dei costi per forniture è indirizzata in Italia.

Suppliers Spending by Geographical (2023)



Source: Websim Corporate on Company presentation

¹¹ Gli standard RSPO promuovono la produzione sostenibile di olio di palma attraverso criteri ambientali, sociali e di governance, come la conservazione delle foreste e la tutela dei diritti dei lavoratori.

Green Oleo ha recentemente rafforzato la capacità previsionale nel quantificare le proprie esigenze di fornitura, rivedendo opportunamente il processo di approvvigionamento in seguito alle turbolenze che hanno caratterizzato il mercato delle materie prime nel 2022-2023.

Nello specifico, è stata introdotta **un'attività previsionale trimestrale delle vendite**, permettendo una gestione più efficiente delle necessità di materie prime, ed è stato **incrementato l'orizzonte temporale dei contratti di vendita**, al fine di stabilizzare i margini e la generazione di cassa.

Passando ai consumi energetici, ricordiamo che Green Oleo è un'azienda energivora e gasivora, nel **2023 l'energia elettrica** consumata è stata pari a circa **9.6mn di kWh** (la parte autoprodotta è stata di oltre l'80% del totale), mentre il consumo complessivo di **gas naturale** è stato di oltre **9.1mn di Sm³** (poco più di 2.0mn di Sm³ per il cogeneratore; circa 7.1mn di Sm³ per le centrali termiche).

La Fabbrica e il Processo di Produzione

Il sito industriale di Cremona vanta una struttura tecnologicamente avanzata e sostenibile, frutto di investimenti significativi (più di €37mn dal 2012) da parte della famiglia Buzzella per modernizzare l'impianto e avviare la produzione di esteri sintetici.

Green Oleo è in grado di ottimizzare il *mix* degli *input* produttivi, massimizzando il rendimento sia in termini di efficienza dei costi che di qualità del prodotto ottenuto, raggiungendo elevati livelli di produzione funzionali al raggiungimento di economie di scala.

L'impianto di produzione di Green Oleo opera su una superficie di 64,000 metri quadrati (di cui circa 20,000 coperti), con una **capacità produttiva annua di 65,000 tonnellate**, di cui **50,000 di acidi grassi e glicerine e 15,000 di esteri**.

La produzione di **acidi grassi e glicerine** (oleochimica) avviene con un processo produttivo a **ciclo continuo**¹², permettendo elevati volumi e significative economie di scala, mentre la produzione di **esteri** segue un **processo a lotti**¹³ (*in batch*), combinando ingredienti per creare piccoli volumi di prodotti personalizzati ad alto margine e valore aggiunto.

Le tempistiche di trasformazione della materia prima sono di circa 6/8 settimane, entro le quali Green Oleo riesce a garantire al cliente la vendita del prodotto finito.

Nel corso del 2025, anche il processo di produzione degli esteri vedrà un allineamento ai turni di lavorazione dell'oleochimica (acidi grassi e glicerina), vale a dire 7 giorni su 7, H 24.

Green Oleo's Productive Process, Capacity and Operation

	Oleochemistry	Esters
Productive process	in continuous	in batches
Capacity	50,000 t/a	15,000 t/a
Operation	3 shifts of 8 hours 24/7 h/d 330 days/year	3 shifts of 8 hours 5/7 g/d 240 days/year

Source: Websim Corporate on Company presentation

L'impianto di produzione dello stabilimento copre l'intero processo produttivo necessario per trasformare i grassi animali e vegetali nei loro componenti di acidi grassi e glicerina in molteplici prodotti oleochimici (glicerine, acidi grassi, saponi di sodio, esteri e derivati) attraverso processi chimici interni.

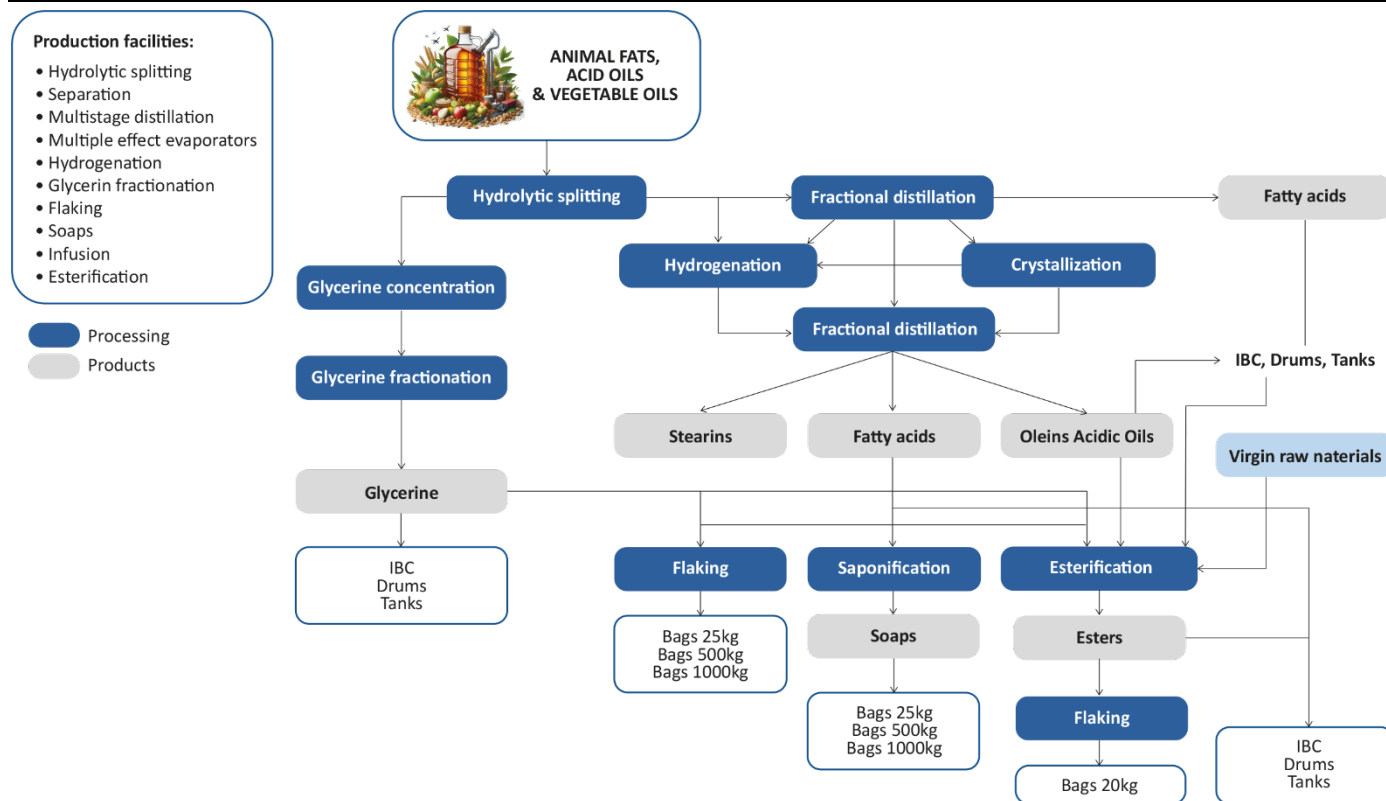
Nello specifico, i processi di scissione idrolitica, separazione, distillazione, evaporazione, idrogenazione, frazionamento di glicerina, scagliettatura, saponificazione ed esterificazione, permettono di trasformare le materie prime (*byproducts*) in esteri, glicerina e acidi grassi. Questi ultimi comprendono gli acidi oleici, stearici, distillati, polinsaturi, parzialmente idrogenati e derivati.

¹² Nel processo produttivo a ciclo continuo, un unico ingrediente/ materiale transita tra i vari impianti consentendo la realizzazione di diversi prodotti finiti. Tale processo può garantire importanti economie di scala, ma è poco flessibile rendendo difficile la personalizzazione dei prodotti.

¹³ Nel processo produttivo a ciclo discontinuo o in *batch*, la lavorazione avviene in diverse fasi separate, è molto più flessibile, coinvolge diversi ingredienti e materie prime per realizzare nei vari impianti un unico prodotto finito.

Di seguito uno schema di sintesi che riassume per processo e prodotto il ciclo produttivo di Green Oleo. Per un approfondimento si rimanda all'Appendice A.

Green Oleo's Production Facilities and Process



Source: Websim Corporate on Company presentation

La Rete di Vendita

La logistica è gestita da Green Oleo (65%) oppure dai clienti (35%). È assicurato un supporto *post-vendita* per tutti i prodotti.

La rete commerciale è così strutturata:

- **Interna:** composta da un direttore commerciale che coordina il *team vendite e customer service*.
- **Esterna:** composta da:
 - **7 distributori**, divisi per area geografica (Italia, Francia, Germania x2, Turchia, Cina, Taiwan).
 - **5 agenti pluri-territoriali** (Grecia, Israele, Indonesia, Taiwan, Sud Corea, Turchia), specializzati per tipologia di prodotto e mercato di destinazione, gestiscono la relazione con il cliente B2B.
- **Trader:** vendono i prodotti Green Oleo con il proprio marchio.

Il portafoglio clienti è costituito per circa il 90% da clienti ricorrenti. Le vendite ai distributori rappresentano una piccola parte del fatturato complessivo.

Nello specifico, la rete di vendita si occupa:

Green Oleo - Sales Network Activity for Current Clients



Source: Websim Corporate on Company presentation

Circa il 10% del portafoglio clienti totale è costituito da *prospects*. Di seguito le principali attività di cui si occupa la rete di vendita:

Green Oleo - Sales Network Activity for Prospects Clients



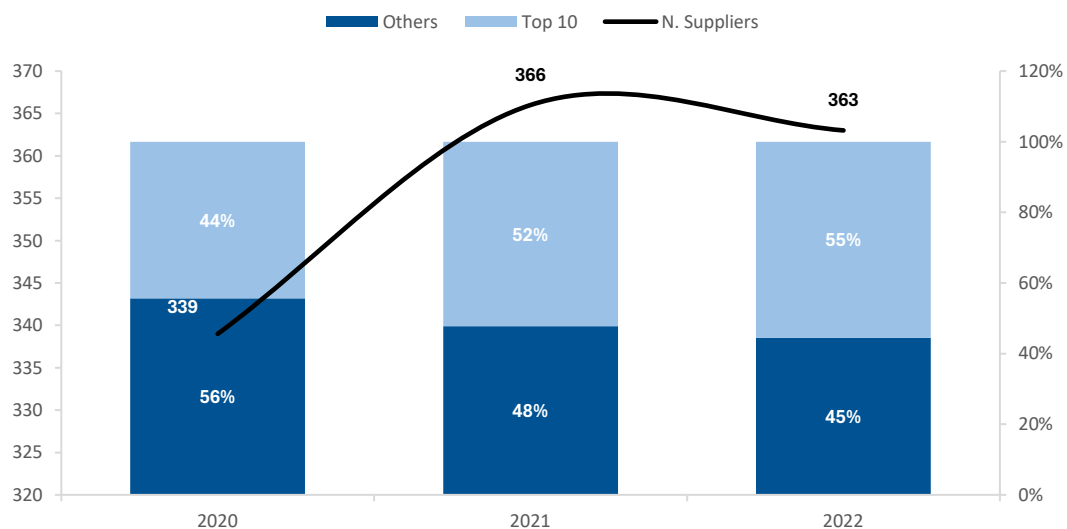
Source: Websim Corporate on Company presentation

I Fornitori

I fornitori di Green Oleo operano nell'industria alimentare. Al fine di garantire un approvvigionamento tempestivo e diversificato di materie prime, le relazioni sono necessariamente di lungo termine.

Da indicazioni della Società, la dimensione globale dell'*industry* dei fornitori è di circa 250mn di tonnellate per anno di olii, di cui circa 2mn sono rappresentati da olio di oliva, tipicamente da produttori del mediterraneo fra cui il principale è la Spagna.

Top 10 Suppliers 2020-2022

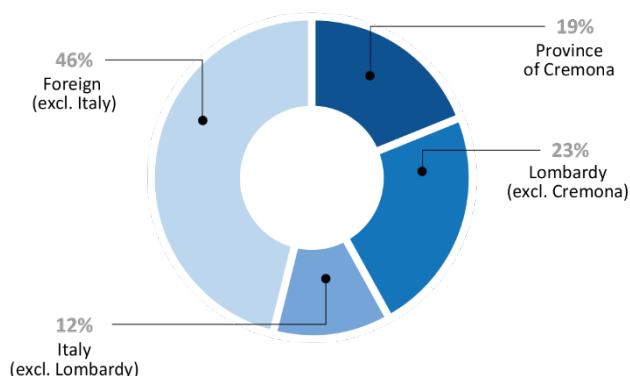


Source: Websim Corporate on Company presentation

Il numero di fornitori è cresciuto dai 339 del 2020 ai 363 del 2022. L'incidenza dei primi 10 fornitori sui costi è aumentata dal 44% del 2020 al 55% del 2022, in particolare il primo fornitore ha un'incidenza del 15%, il secondo dell'8%, e sono attivi nel settore delle *utilities* (primo fornitore) e chimica/biochimica (secondo fornitore). Dal terzo al decimo fornitore l'incidenza passa dal 5% al 2%.

Nel **2023** il numero complessivo dei fornitori è risultato di **540**, in forte aumento rispetto al 2022, di cui 290 in Italia e 250 all'estero. I fornitori localizzati all'estero rappresentano il 46% del totale.

2023 – Distribution of Suppliers on Geographical Basis

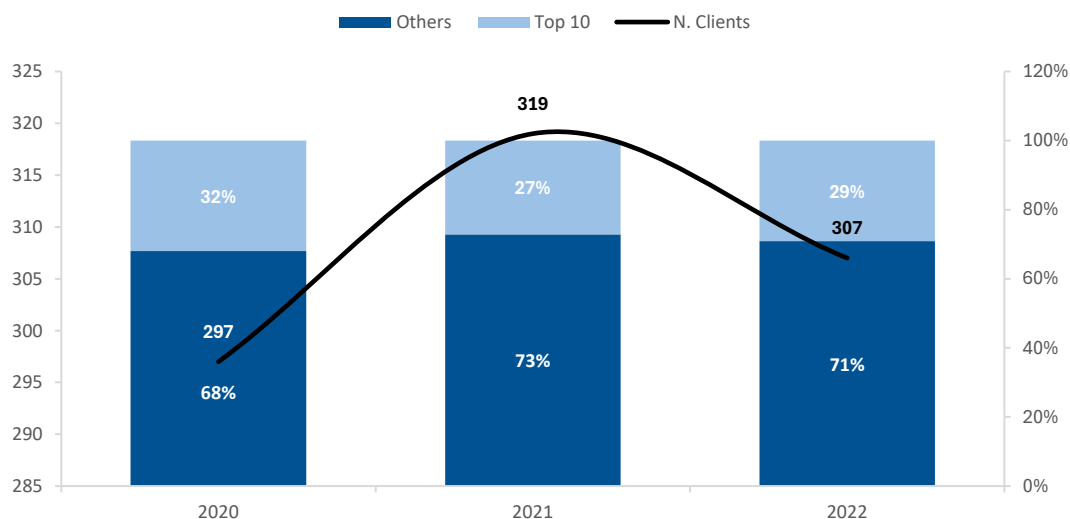


Source: Websim Corporate on Company presentation

I Clienti

I clienti di Green Oleo sono molto diversificati per settore industriale di appartenenza. Il 95% dei ricavi proviene da clienti ricorrenti. Considerato il livello della qualità e delle personalizzazioni delle forniture, l'elevato *switching cost* porta necessariamente a *partnership* pluriennali. L'ampia diversificazione dei settori di appartenenza dei clienti ne riduce la concentrazione e la dipendenza dagli stessi.

Top 10 Clients 2020-2022

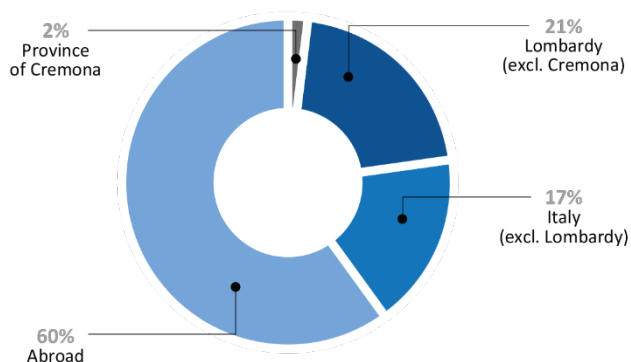


Source: Websim Corporate on Company presentation

Il numero di clienti è rimasto stabile intorno a 300, passando da 297 nel 2020 a 307 nel 2022. L'incidenza dei primi 10 clienti sui ricavi è diminuita dal 32% del 2020 al 29% del 2022, con il primo cliente che contribuisce per oltre il 7% (appartenente al settore dei prodotti di sintesi per *personal care* e lubrificazione industriale), mentre gli altri tra il 3% e il 2%.

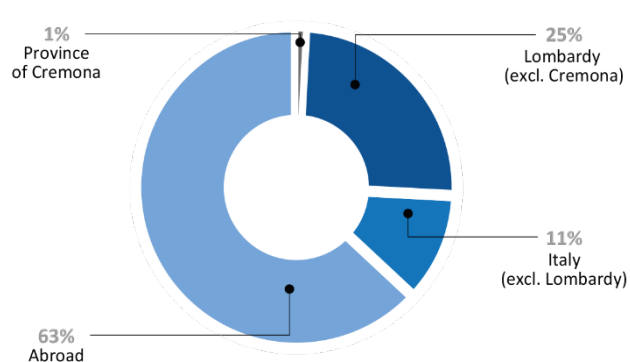
Nel **2023** il numero totale dei clienti è risultato di **296**, allineato rispetto agli anni precedenti, di cui 118 localizzati in Italia e 178 all'estero. I clienti esteri rappresentano il 60% del numero totale e il 63% del fatturato.

2023 - Breakdown of Customers by Geographical Area



Source: Websim Corporate on Company presentation

2023 - Breakdown of Turnover by Geographical Area



Source: Websim Corporate on Company presentation

Portafoglio Prodotti e Applicazioni

Green Oleo offre un catalogo di oltre 100 prodotti, destinati a una vasta gamma di settori.

I segmenti di mercato a più alto valore aggiunto, che richiedono quindi un più elevato grado di personalizzazione, includono quello dei detergenti, cosmetici, lubrificanti e agroalimentare.

Al contrario, altri settori come quello delle candele, plastica, elastomeri, tessile, pelle e adesivi si avvalgono di prodotti standardizzati, che permettono la produzione in grandi volumi e la realizzazione di economie di scala.

Secondo stime della Società, circa il 20% della produzione di prodotti oleochimici (acidi grassi e glicerine) e il 25% di esteri sono prodotti personalizzati.

Product Portfolio and Applications

APPLICATIONS WITH GREATER ADDED VALUE Customization and maximization of product quality			OTHER APPLICATIONS Standardization, increase in volumes, creation of economies of scale		
					
Cosmetic	Lubrication	Intermediates for industry	Plastic & Elastomers	Textile & Leather	Adhesives
					
Detergents	Resins & Paints	Agro	Paper	Candles	Others

Source: Websim Corporate on Company presentation

Entrando nello specifico di ogni singolo prodotto:

Gli **Esteri** sintetici derivano da materie prime naturali e sintetiche. Gli acidi grassi utilizzati nell'esterificazione provengono da diverse fonti di trigliceridi naturali.

Gli **Acidi Grassi** si dividono in:

- **Acidi Oleici**, ampiamente utilizzati in vari settori, dalla tecnologia alla cosmetica. Green Oleo produce acidi oleici di origine sia animale che vegetale.
- **Acidi Stearici**, o stearine, trovano applicazione in settori come quello della gomma, delle candele e della cosmetica, con prodotti che si collocano in una fascia alta in termini di qualità.
- **Acidi Grassi Distillati**, prodotti a base di oliva rappresentano le eccellenze di Green Oleo, disponibili in versioni *standard* e speciali con caratteristiche specifiche come composizione chimica, punto di intorbidimento (*cloud point*) e colore, tutti rispettando limiti rigorosi. L'azienda produce anche una vasta gamma di acidi grassi derivati da arachide, cotone, palma e sego.
- **Acidi Grassi Polinsaturi**, utilizzati in ambiti come quello dei detergenti, resine e vernici. La Società offre diverse varianti, da soia a semi misti.
- **Acidi Grassi Parzialmente Idrogenati**, prodotti che derivano da sego, soia e palma, con applicazioni che spaziano in diversi settori industriali.
- **Derivati degli Acidi Grassi**, si tratta di *byproducts* dei processi produttivi, riutilizzati in applicazioni come quello della produzione di energia e asfalto.

Le **Glicerine**: Green Oleo produce glicerina vegetale e animale con una purezza del 99.5%, impiegata in oltre 1000 settori industriali e cosmetici.

Recente Lancio di Nuovi Prodotti

- **Formule cosmetiche:** si tratta di una linea di prodotti (GreenCos®) sviluppata con la collaborazione con un laboratorio cosmetico italiano, che comprende una gamma di formulazioni cosmetiche basate su ingredienti propri di Green Oleo derivati dalla filiera dell'olivo, che vanno dagli *spray* alle emulsioni e ai compatti.
- **Trigliceridi a catena media (MTC- *medium-chain triglyceride*)¹⁴:** Green Oleo ha completato il processo di registrazione REACH per poter produrre questa tipologia di prodotti. Si tratta di esteri altamente versatili derivati da fonti rinnovabili al 100% con applicazioni che spaziano dalle scienze biologiche agli usi industriali. Sono utilizzati come emollienti nella cura della pelle, disperdenti per l'uso di pigmenti nei cosmetici colorati, base per i lubrificanti nei settori industriali degli alimenti e del contatto con gli alimenti.
- **Acidi grassi polinsaturi:** nel 2023, Green Oleo ha lanciato gli acidi grassi polinsaturi come alternativa agli acidi grassi da *tall oil* (TOFA)¹⁵, questi ultimi non prodotti dalla Società. I TOFA sono ampiamente utilizzati nella produzione di *biodiesel*, vernici e asfalto, ma la loro disponibilità è attualmente limitata. Green Oleo già produceva acidi grassi polinsaturi per altre applicazioni, dai detersivi alle resine e alle vernici.

Product Carbon Footprint (PCF)

Green Oleo fornisce ai clienti l'impatto di carbonio di un prodotto dalla sua lavorazione al momento in cui entra in negozio (**cradle-to-gate**).

Ottenere valori ridotti di PCF è un obiettivo essenziale per gli sviluppi futuri in settori sensibili alla sostenibilità, come quello dei cosmetici.

Infatti, ad oggi, le principali aziende cosmetiche hanno fissato obiettivi significativi di riduzione del PCF dei loro prodotti e le emissioni legate alla catena di approvvigionamento (**Scope 3**)¹⁶ sono in genere quelle con l'impatto maggiore.

I **derivati dell'olio d'oliva hanno un'impronta di carbonio più bassa** rispetto a quella degli stessi prodotti derivati da altre materie prime di origine naturale, come il girasole e la palma.

PCF (Product Carbon Footprint) comparison



Source: Company presentation, October 2024

La capacità di misurare scientificamente l'utilizzo delle risorse e la produzione di CO₂ fornisce ai prodotti di Green Oleo un particolare *appeal* sul mercato, consentendo di fatto ai clienti di quantificare l'impatto ambientale lungo le varie fasi della catena di fornitura, risultando pertanto concordanti con i propri obiettivi di sostenibilità.

Progetti R&D e Brevetti

L'attività di R&D si concentra principalmente sull'innovazione di prodotto e di processo. Nel periodo **2020-2023**, Green Oleo ha investito cumulativamente **€8.8mn in ricerca e sviluppo**, con una incidenza sul fatturato tra il 3% e il 4%.

Nel 2023, è stata toccata l'incidenza massima sul fatturato in termini relativi (4%), invece in valore assoluto il picco è stato nel 2022 per €2.8mn.

¹⁴ I trigliceridi a catena media (MCT, dall'inglese *Medium Chain Triglycerides*) sono un tipo di grassi costituiti da acidi grassi con una lunghezza della catena carboniosa intermedia, generalmente compresa tra 6 e 12 atomi di carbonio. Sono distinti dai trigliceridi a catena lunga (LCT) per le loro proprietà metaboliche uniche.

¹⁵ TOFA (*Tall Oil Fatty Acids*): sottoprodotto ottenuto dalla lavorazione della pasta di legno nel processo *kraft* di produzione della carta. Rinnovabili e biodegradabili, sono principalmente utilizzati nella produzione di resine alchidiche, adesivi, rivestimenti, saponi e detersivi, additivi per lubrificanti, biocarburanti e nell'industria farmaceutica e cosmetica.

¹⁶ Il quadro normativo per lo Scope 3 è definito dal GHG Protocol e dalla CSRD (*Corporate Sustainability Reporting Directive*) europea, che richiedono la rendicontazione delle emissioni indirette lungo la catena del valore. Queste emissioni includono attività a monte (fornitura) e a valle (utilizzo e smaltimento dei prodotti) e sono le più difficili da monitorare, poiché coinvolgono *partner* esterni e valutano l'intero ciclo di vita del prodotto.

Le attività di R&D sono svolte da un *team* composto da tre chimici (MSc e PhD in chimica industriale) e sette tecnici del controllo qualità.

Di seguito i progetti in corso:

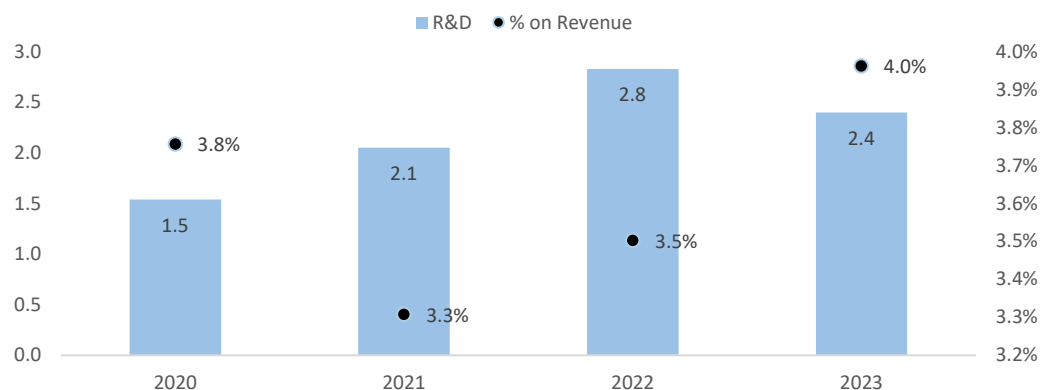
Cosmetica

- Esteri leggeri: si tratta di emollienti alternativi ai siliconi ciclici, questi ultimi sono scarsamente biodegradabili e l'ECHA¹⁷ ne ha già vietato l'uso nei cosmetici *wash-off* e proporrà un'ulteriore limitazione in altri cosmetici.
- Esteri emulsionanti: sono alternative agli emulsionanti etossilati, che contengono il sottoprodotto 1,4-diossano, considerato cancerogeno dall'ECHA. La riduzione del limite di impurità del diossano nei prodotti cosmetici e domestici a un limite di 2 ppm che, di fatto, limita fortemente l'uso dei sistemi etossilati.

Lubrificazione

- Esteri per la lubrificazione 100% da fonti rinnovabili: sviluppo di un derivato naturale che va a sostituire la frazione derivante da fonti fossili attualmente presente nella maggior parte degli esteri sintetici per la lubrificazione. Destinato ad applicazioni che possono comportare la dispersione del lubrificante nell'ambiente circostante.
- Esteri per sistemi di raffreddamento: si tratta di una nuova frontiera della lubrificazione che impatta su due mercati in forte crescita, a) il sistema di raffreddamento delle batterie delle auto elettriche e b) il raffreddamento dei data center.

Green Oleo – 2020-2023 R&D Spending (€ mn)



Source: Company data

Ad oggi Green Oleo detiene due brevetti che le conferiscono un importante vantaggio competitivo:

- Brevetto n. **102016000116065**¹⁸, "Processo per la purificazione della frazione insaponificabile di oli vegetali".
- - Brevetto n. **102016000116053**¹⁹, "Processo per la purificazione di squalene".

¹⁷ L'ECHA (*European Chemicals Agency*, o Agenzia Europea per le Sostanze Chimiche) è un'agenzia dell'Unione Europea istituita nel 2007 con sede a Helsinki, Finlandia. È responsabile della gestione e implementazione della legislazione europea sulle sostanze chimiche per garantire un utilizzo sicuro delle sostanze chimiche nell'industria e nella società.

¹⁸ Il brevetto descrive un metodo per purificare la frazione insaponificabile, ricca di steroli, degli oli vegetali. Durante i processi di distillazione degli acidi grassi vegetali, nel residuo di fondo della colonna si concentrano grandi quantità di steroli vegetali. Generalmente, questi vengono recuperati attraverso processi di distillazione che, avvenendo ad alte temperature, portano alla decomposizione di alcuni degli steroli stessi. Il processo sviluppato al GO prevede l'idrolisi dei fondi di distillazione, seguita dalla purificazione degli steroli presenti attraverso la percolazione di una soluzione alcolica (o solvente) attraverso una resina basica a scambio ionico.

¹⁹ Il brevetto descrive un processo di purificazione dello squalene alternativo alla distillazione. Lo squalene, che si trova nei sottoprodotti della raffinazione dell'olio d'oliva in quantità variabili dal 5% al 30% in peso, viene tipicamente raffinato attraverso un processo a più fasi che prevede distillazioni e altri passaggi condotti ad alte temperature. Queste fasi portano a una parziale decomposizione dello squalene. Il brevetto sviluppato, invece, descrive un processo di purificazione basato sulla percolazione dello squalene da raffinare su resine basiche a scambio ionico. Il processo, che consente di ottenere squalene di elevatissima purezza, avviene in condizioni blande che non ne provocano la decomposizione.

Certificazioni

Green Oleo attualmente possiede 11 certificazioni. Questi riconoscimenti, se da un lato comportano anche un importante impegno finanziario per società che deve garantire il mantenimento di un elevato *standard* qualitativo, pena la perdita della certificazione, d'altro canto rappresentano un vantaggio competitivo rispetto a potenziali nuovi concorrenti.

In particolare, Green Oleo può vantare:

- La certificazione **EcoVadis** (2024), secondo anno con punteggio in miglioramento, Medaglia Platinum collocandosi nel top 1% delle aziende valutate. Il riconoscimento copre quattro aree: *Environment, Ethics, Labor & Human rights, Sustainable Procurement*. EcoVadis è fra le più accreditate piattaforme di *rating* sulla sostenibilità delle imprese a livello internazionale.
- La certificazione **RSPO** (*Mass Balance*), la quale attesta il rispetto degli *standard* del *Roundtable on Sustainable Palm Oil* per l'approvvigionamento e la lavorazione sostenibile dell'olio di palma. La certificazione garantisce una filiera sostenibile e conforme alle normative internazionali e alle migliori pratiche di coltivazione.
- Il certificato **ISCC** (*International Sustainability & Carbon Certification*) attesta la sostenibilità dei processi aziendali, con particolare attenzione alla tracciabilità della filiera e alla riduzione delle emissioni di carbonio. **ISCC Plus** è una versione avanzata che include criteri più stringenti per la sostenibilità e l'approvvigionamento responsabile, coprendo settori come le biomasse e i biocarburanti. Entrambi i certificati garantiscono che le aziende rispettino le normative ambientali e promuovano pratiche sostenibili lungo tutta la catena produttiva.
- La certificazione **HALAL** attesta che determinati prodotti di Green Oleo rispettano le norme islamiche, sia in termini di qualità che di processo produttivo. Questo riconoscimento permette di ampliare il mercato e soddisfare una clientela più diversificata, in linea con i principi di inclusione del Codice Etico aziendale.
- I certificati **ECOCERT COSMOS** e **ECOCERT COSMETICS**, i quali attestano che alcune sostanze non organiche prodotte dalla società sono conformi per l'uso nella cosmesi naturale. La certificazione attesta che Green Oleo lavora con processi di produzione e materie prime rispettose della biodiversità, in assenza di prodotti petrolchimici e OGM e con *packaging* riciclabili.
- Il certificato **BIR Kosher**, accettato a livello internazionale, attesta che un prodotto è conforme alle normative alimentari e alle leggi religiose ebraiche. Per ottenere questa certificazione, un'azienda deve seguire specifici requisiti riguardanti gli ingredienti, la lavorazione e la gestione del prodotto, assicurando che sia idoneo per il consumo da parte delle persone che seguono i principi *kosher*.
- La certificazione **RAL Quality Mark** è un marchio di qualità tedesco che attesta la conformità di un prodotto a standard elevati, garantendo la sua sicurezza, affidabilità e prestazioni. I prodotti certificati RAL devono rispettare rigidi criteri di qualità definiti in norme specifiche, spesso legate a settori come costruzioni, vernici, e materiali da costruzione.
- La certificazione **EFFCI** (*European Federation for Cosmetic Ingredients*) garantisce che gli ingredienti cosmetici siano prodotti seguendo le *Good Manufacturing Practices* (GMP), dimostrando che l'azienda rispetta *standard* elevati di qualità e sicurezza durante la produzione. Particolarmente importante per aziende che operano nel settore cosmetico.
- N. 3 certificazioni **ISO** (*International Organization for Standardization*), attestazioni volontarie che garantiscono la conformità dei processi aziendali agli *standard* internazionali di qualità. In dettaglio, la società rispetta gli *standard* **ISO 9001** (gestione qualità per soddisfazione del cliente), **ISO 14001** (gestione ambientale) e **UNI ISO 45001** (salute e sicurezza sul lavoro).

Green Oleo's Certifications

	SUPPLY CHAIN AND PRODUCT	PROCESS
 Only 1% of all companies assessed by EcoVadis manage to achieve this result Aspects analysed during the certification process: • sustainable procurement • environment • labour practices and human rights • ethics	      	 Quality management system  Environmental management system  Safety management system

Source: Company presentation, October 2024

Analisi Finanziaria 2019-1H24

Ricavi

Nel periodo 2019-2022 Green Oleo ha registrato un CAGR dei ricavi di oltre +25%. Nel 2021 la crescita è stata determinata dall'incremento dei volumi e dall'aumento dei prezzi delle materie prime, tradottosi in un aumento dei prezzi di vendita a valle. La crescita è continuata nel 2022, le vendite sono aumentate del 30%, beneficiando dell'aumento dei prezzi delle materie prime, compensando di fatto la forte diminuzione dei volumi (-20%).

Nel 2023, il calo dei prezzi delle materie prime ha determinato una contrazione dei prezzi di vendita. I volumi sono rimasti stabili anno su anno, grazie alla crescita degli esteri sintetici (+57%), che ha compensato la flessione degli acidi grassi (-4%) e delle glicerine (-17%). Le vendite complessive sono diminuite del -25% rispetto al 2022.

Questa tendenza è in linea con l'andamento dei principali concorrenti, principalmente per i seguenti motivi:

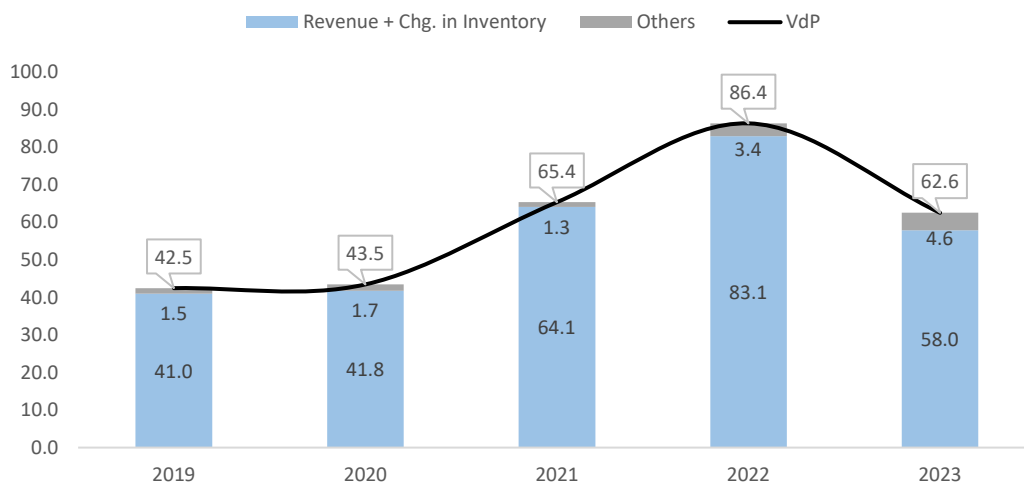
- Acidi grassi: vendite in calo del -26%, causate dalla riduzione dei prezzi di vendita e dal calo dei volumi (-4%). La diminuzione degli acidi oleici è stata parzialmente compensata dalla crescita degli acidi grassi polinsaturi.
- Glicerina: vendite ridotte del -67% su base annua (-17% i volumi). La scelta strategica di usare glicerina prodotta internamente ha portato a benefici sui costi di produzione.
- Esteri sintetici: crescita significativa con un CAGR dei ricavi 2020-2023 del +79% (volumi +57%). Nel 2023, vendite in aumento del +18% e volumi in crescita del +57%, trainati dai trigliceridi a catena media (*Medium Chain Triglycerides*), il processo di registrazione REACH è stato completato a settembre.

La Società non dà *disclosure* del *breakdown* delle vendite per prodotto. Tuttavia, sulla base delle indicazioni date dalla Società nella *release* dell'1H 2024, stimiamo che gli esteri sintetici dovrebbero essere intorno al 24% delle vendite (20% in 1H 2023; in termini di volumi >16%, 13% in 1H 2023). A complemento, i prodotti oleochimici (acidi grassi e la glicerina) circa il 76%, vs. 80% nell'1H 2023.

La voce altri ricavi (€4.6mn nell'esercizio 2023 e €3.4mn nell'esercizio 2022), è costituita principalmente da componenti non ricorrenti, ovvero contributi a sostegno delle imprese energivore e gasivore, contributi a fondo perduto (SIMEST, Fondo per la Crescita Sostenibile), Bonus IPO per PMI e crediti d'imposta per l'attività di R&D.

Mettiamo in evidenza che nonostante il calo dei volumi tra il 2021 e il 2023 (da 49k tons a 39K tons), nei due anni a confronto si è registrato lo stesso livello di ricavi. La strategia perseguita tendente ad un *mix* di vendite a favore degli esteri sintetici ha aumentato il peso dei settori di sbocco a più alto valore aggiunto.

Green Oleo – 2019-2023 Turnover Evolution (€ mn)

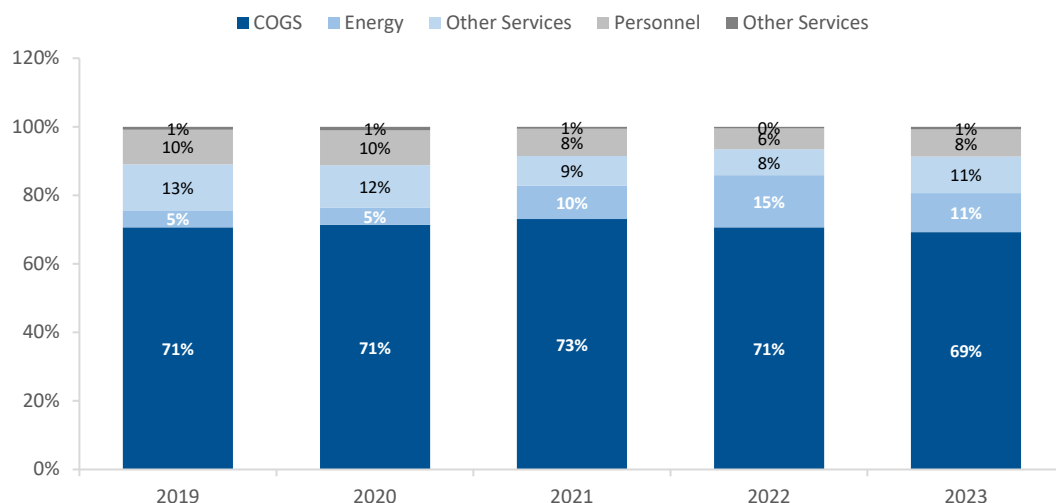


Source: Company data

Per quanto riguarda la struttura dei costi operativi, i COGS rappresentano la voce più rilevante, con un peso relativo che si è mantenuto costante intorno al 70% nel periodo 2019-2023. I servizi, invece, hanno avuto un andamento meno lineare, comprendendo i costi energetici.

Infatti, questi ultimi, hanno pesato intorno al 5% nel 2019 e 2020, per poi posizionarsi in un *range* tra il 10% e il 15% nel triennio 2021-2023, con un valore assoluto che si è aggirato tra i €6mn e €12mn, picco registrato nel 2022.

Green Oleo – 2019-2023 Cost Structure



Source: Company data

Redditività

Il **Gross Margin** è rimasto storicamente stabile intorno al 30%, ad eccezione degli ultimi due anni in cui un andamento volatile dei costi ha determinato una escursione di oltre 600 bps tra il 2022 e il 2023, vedendo il margine superare il 33% nel 2022 e ridursi in zona 27% nel 2023.

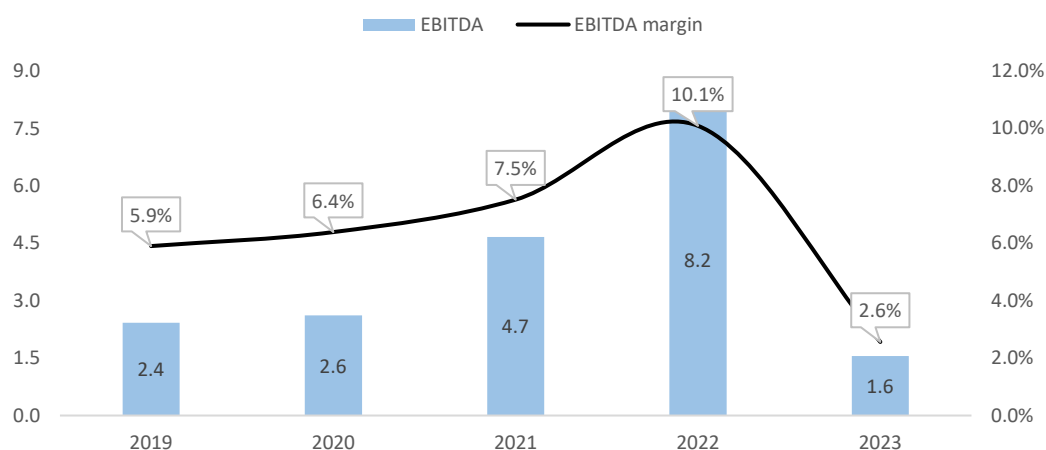
Le forti variazioni dei prezzi delle materie prime (in positivo nel 2022 e in negativo nel 2023) hanno determinato una bassa visibilità sugli ordini, non permettendo un pronto adeguamento dei prezzi di vendita ai clienti finali. Inoltre, si evidenzia che all'inizio del 2023 sono stati stipulati contratti di acquisto di materie prime ad alto prezzo, penalizzando ulteriormente il primo margine.

L'**EBITDA**, nel periodo 2019-2022, è cresciuto con un CAGR del 50%, superiore a quello delle vendite, beneficiando dei maggiori volumi e di un *mix* di prodotti a più alto valore aggiunto.

Il 2023, di contro, ha risentito sia di una minore leva operativa che di un costo dell'energia alto (Green Oleo è un'azienda energivora). Con un EBITDA di €1.6mn (€8.2mn nel 2022), il margine sui ricavi delle vendite è risultato in contrazione al 2.6% (2.4% sul valore della produzione) contro il 10% del 2022.

Ad evidenza delle particolari condizioni di mercato che hanno colpito il 2023, la Società ha comunicato un EBITDA rettificato per €1.6mn di costi di copertura del gas metano firmato nel 2022 (per tutto il 2022 il prezzo del gas metano è stato più basso) e della riduzione dei prezzi di vendita delle materie prime per €1.5mn. In seguito a questi aggiustamenti, l'EBITDA sarebbe stato di €4.7mn, ovvero 7.8% di margine (7.5% sul valore della produzione).

Green Oleo – 2019-2023 EBITDA (€ mn) and EBITDA Margin Evolution



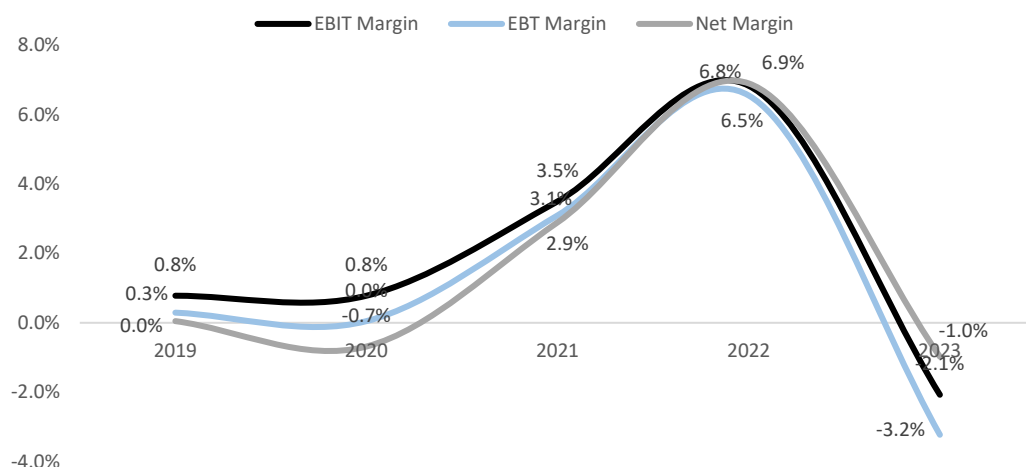
Source: Company data

Per quanto riguarda l'EBIT, è stato positivo e con marginalità crescente dal 2019 al 2022, passando da un margine sui ricavi di vendita dello 0.8% nel 2019 (EBIT €0.3mn) al 6.8% nel 2022 (EBIT €5.5mn), nonostante una crescita lineare degli ammortamenti come conseguenza degli importanti investimenti effettuati nel corso degli anni. Nel 2023, invece, la metrica è risultata negativa (Ebit -€1.3mn), in conseguenza della dinamica avversa del mercato.

L'EBT ha risentito marginalmente della gestione finanziaria tra 2019 e il 2022, l'impatto negativo è stato tra €0.2 e €0.3mn, a fronte di una situazione debitoria lorda intorno ai €20mn. Un costo del debito più elevato ha invece penalizzato il 2023, impattato per €0.7mn, a fronte di una situazione debitoria lorda ridotta di oltre il 20%.

Nel periodo in oggetto, il **Net Income** è stato positivo nel 2021 (€1.8mn, margine su ricavi 2.9%) e nell'anno di picco del 2022 (€5.6mn, margine 6.9%), di contro, la *bottom line* è stata negativa nel 2020 e 2023. Si rileva che la società ha contabilizzato imposte anticipate per -€0.46 e -€1.4 nel 2022 e 2023.

Green Oleo – 2019-2023 EBIT Margin, EBT Margin and Net Margin

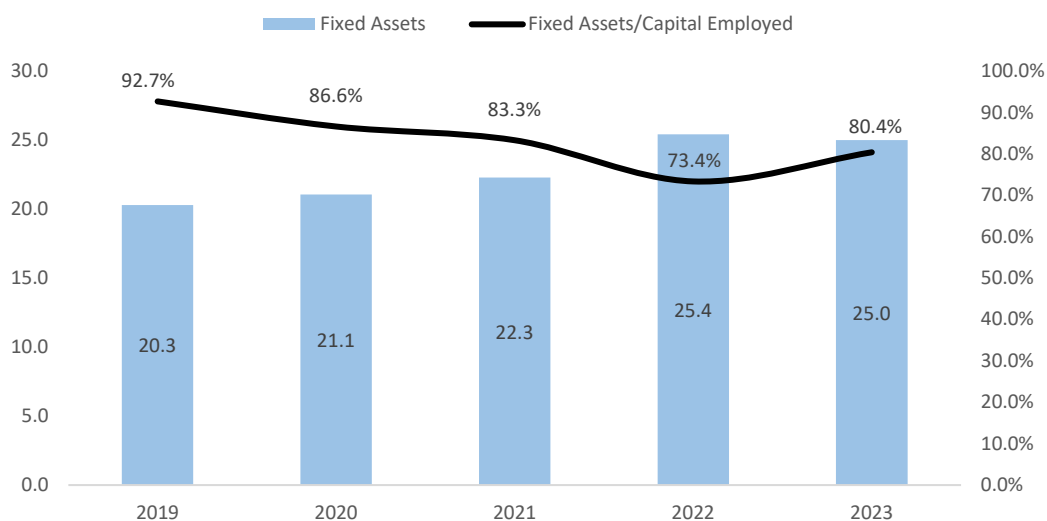


Source: Company data

Stato Patrimoniale e Cash Flow

Alla fine del 2023 le immobilizzazioni di Green Oleo erano pari a €25.0mn (80% del capitale investito), riflettendo i consistenti investimenti effettuati nello stabilimento di produzione (> €37mn a partire dal 2012). In dettaglio, gli attivi materiali erano pari a €23.6mn, mentre gli immateriali ammontavano a €1.3mn, di cui €0.6mn relativi ai costi dell'IPO.

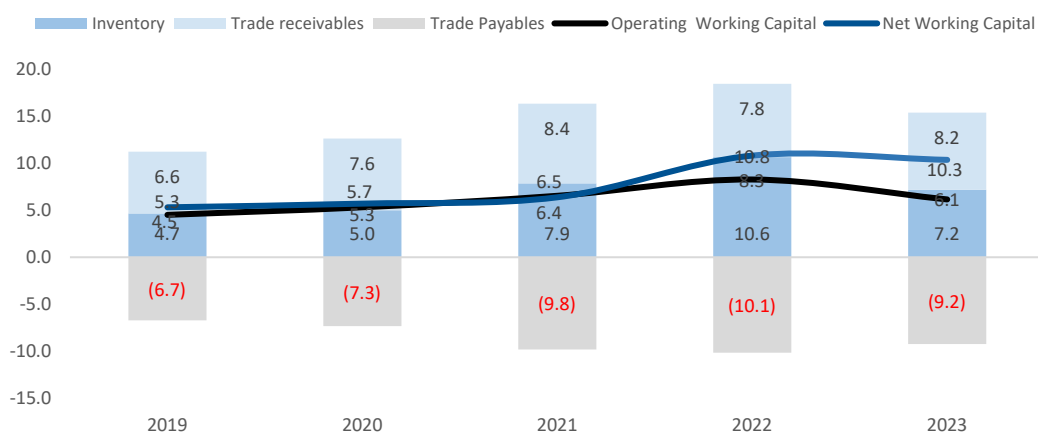
Green Oleo – 2019-2023 Fixed Assets (€ mn) & Fixed Assets / Capital Employed



Source: Company data

Tra il 2019 e il 2023, il capitale circolante operativo si è aggirato stabilmente intorno al 10% dei ricavi. Si evidenzia come nel 2022 e nel 2023 la dinamica del magazzino ha particolarmente risentito delle fluttuazioni dei prezzi delle materie prime, con un effetto positivo nell'esercizio 2022 e, di converso, negativo sullo stock nel 2023.

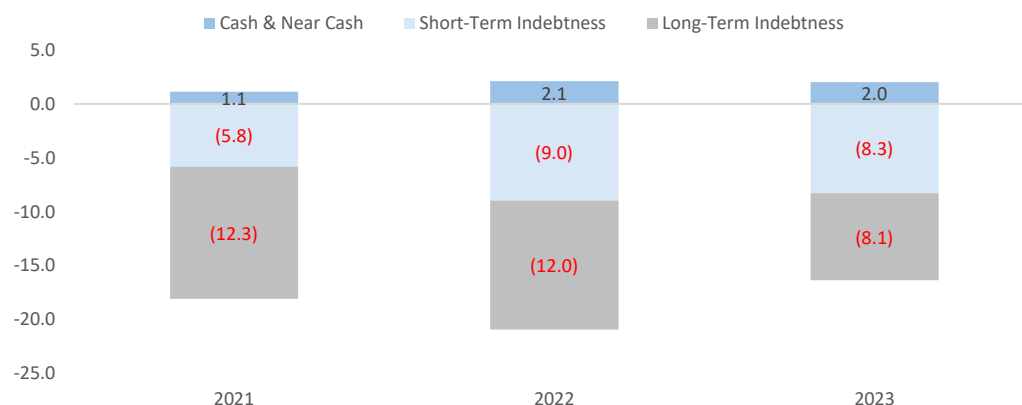
Green Oleo – 2019-2023 Operating & Net Working Capital (€ mn)



Source: Company data

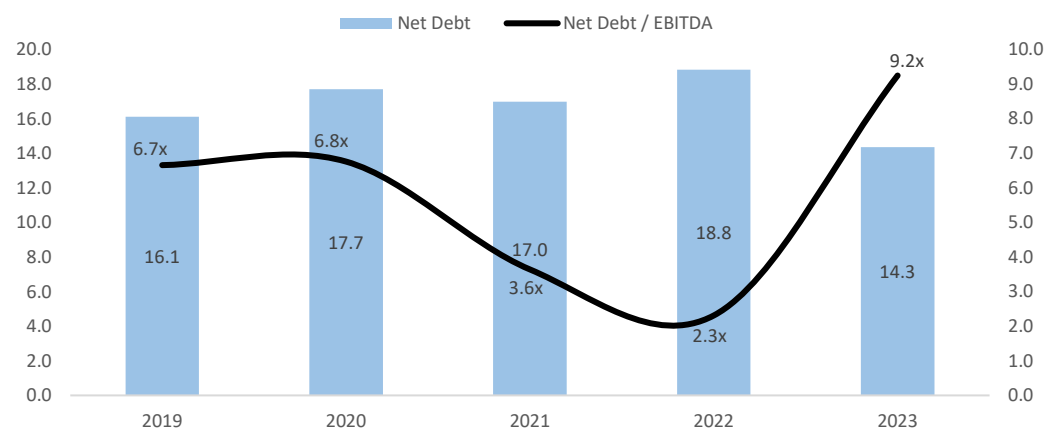
A seguito della raccolta in aumento di capitale in IPO di €5.0mn, la posizione debitoria netta a fine 2023 è stata di €14.3mn, in miglioramento rispetto al 2022, anno di picco con €18.8mn. A fine 2019 l'indebitamento netto era di €16.1mn, nel 2020 di €17.7mn e €17.0mn nel 2021.

Green Oleo – 2021-2023 Net Financial Position (€ mn)



Source: Company data

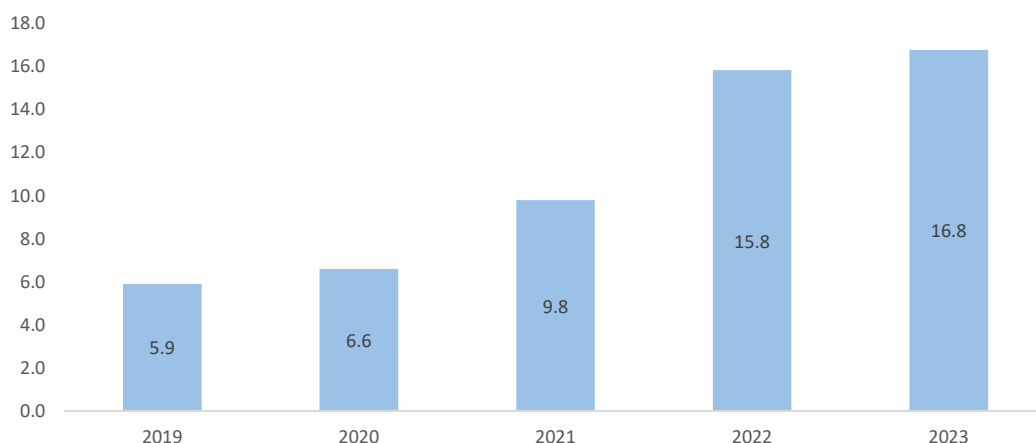
Green Oleo – 2019-2023 Net Financial Position (€ mn) and Leverage



Source: Company data

Il patrimonio netto a fine 2023 si è attestato a €16.8mn da €15.8mn a fine 2022.

Green Oleo – 2019-2023 Net Equity (€ mn)



Source: Company data

Analisi Finanziaria dell'1H 2024

A commento dei risultati del 1H 2024, il *Management* rileva che, mentre la produzione industriale europea è calata del 3.5% YoY, il settore chimico dell'EU27 ha segnato una crescita del 3.5% (Fonte: Eurostat, Cefic).

Tuttavia, l'elevata dipendenza energetica dell'industria chimica europea resta un punto critico: i costi del gas, superiori del 70% alla media 2014-2019 e 4.7x più alti rispetto a quelli statunitensi, continuano a penalizzarne la competitività (Fonte: Cefic Analysis).

Passando all'analisi dei numeri, nel 1H 2024 Green Oleo ha riportato i seguenti risultati per linea di prodotto:

- **Esteri:** volumi +71% YoY, ricavi +41% YoY, risultati supportati sia dalla *performance* del *business* cosmetica che lubrificazione;
- **Acidi grassi:** volumi +35% YoY, ricavi +12% YoY, con contributo positivo di tutte le principali categorie (acidi oleici, acidi stearici, acidi grassi distillati e acidi grassi polinsaturi);
- **Glicerine:** volumi -6% YoY, ricavi -24% YoY, coerentemente con la scelta strategica della Società di utilizzare prevalentemente glicerina creata internamente durante il processo produttivo, essendo un prodotto a basso valore aggiunto e altamente energivoro, con conseguenziali benefici sui costi di produzione.

Risultati economici

Il **Valore della Produzione** è stato pari a €37.5mn, +9% YoY, di cui €38.7mn ricavi di vendita, -€1.5mn le variazioni delle rimanenze (principalmente dovuto alla riduzione dei prezzi delle materie prime) e altri ricavi e proventi per €0.3mn (crediti di imposta per attività di R&D e ricavi da certificati di efficienza energetica). Nel 1H 2023 la voce comprendeva i contributi governativi per le imprese energivore e un contributo a fondo perduto.

L'**EBITDA** è stato di €2.1mn, +104% YoY. Un processo di approvvigionamento più efficiente ha portato l'incidenza dei costi delle materie prime al 67.7% nel 1H 2024, dal 74.4% del 1H 2023. La società evidenzia maggiori costi per €0.7mn, dovuti alla copertura implementata a fine 2022 sui prezzi del gas metano. Pertanto, la metrica aggiustata per questa posta sarebbe arrivata a €2.8mn.

L'**EBIT** è stato pari a €0.7mn, in significativo miglioramento rispetto a -€0.2mn nel 1H 2023, dopo ammortamenti e svalutazioni per €1.4mn, da €1.2mn nel 1H 2023, per effetto dell'entrata in funzione degli investimenti realizzati nel biennio 2022-2023, principalmente legati al nuovo magazzino semi- automatico.

L'**EBT** si attesta a €0.4mn, comparato con -€0.5mn nel 1H 2023, dopo oneri finanziari pari a €0.3mn, in linea con il 1H 2023.

Il **Risultato Netto** è stato pari a €0.1mn, invariato su base annua, dopo imposte per €0.3mn (€0.6mn di imposte anticipate nel 1H 2023).

Green Oleo – Profit & Loss (€ mn)

	2023A	1H23A	1H24A
Revenue	60.6	33.4	38.7
Value of Production	62.6	34.6	37.5
EBITDA	1.6	1.0	2.1
% of revenue	2.6%	3.1%	5.5%
D&A and Provisions	(2.8)	(1.2)	(1.4)
EBIT	(1.3)	(0.2)	0.7
% of revenue	-2.1%	-0.5%	1.9%
Net Financial Charges	(0.7)	(0.3)	(0.3)
EBT	(2.0)	(0.5)	0.4
Taxes	1.4	0.6	(0.3)
Net Result	(0.6)	0.1	0.1

Source: Company data

Risultati Patrimoniali e Finanziari

L'**attivo fisso** resta stabile sopra i €20mn, nel 1H 2024 la Società ha continuato a perseguire la propria strategia di investire in produttività. In particolare, gli investimenti in immobilizzazioni materiali sono stati di €0.7mn, destinati all'efficientamento e alla capacità di stoccaggio, e gli investimenti immateriali sono stati di €0.1mn, a completamento del CRM Sales Force.

Il **Capitale Circolante Commerciale** si è attestato a €6.5mn, rispetto a €6.1mn di fine 2023. Mentre il **Capitale Circolante Netto** assorbe €1.5mn in meno, variazione attribuibile principalmente all'incasso di un credito verso SIMEST e all'utilizzo di crediti di imposta disponibili.

I **Fondi per Rischi e Oneri** si riducono di €1mn per l'adeguamento al MtM dei derivati sul gas.

Il **Patrimonio Netto** è stato pari a €17.7mn, da €16.8mn a fine 2023, principalmente per la riduzione della Riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi, relativi alla *commodity* gas metano (da -€3.0mn a fine 2023 a -€2.01mn all'1H 2024)

L'**Indebitamento Finanziario Netto** si è attestato a €12.2mn, da €14.3mn a fine 2023. Miglioramento dovuto ad una riduzione dell'indebitamento complessivo (corrente e non corrente) e alla generazione di cassa dalla gestione operativa. La Società segnala un uso modesto dell'autoliquidante.

Green Oleo – Balance Sheet (€ mn)

	2023A	1H24A
Tangible Assets	23.6	23.0
Intangible Assets	1.3	1.2
Financial Assets	0.1	0.1
Fixed Assets	25.0	24.3
Inventory	7.2	6.3
Trade Receivables	8.2	13.1
Trade Payables	(9.2)	(12.9)
Operating Working Capital	6.1	6.5
Other Current Assets	1.8	0.9
Other Current Liabilities	(0.6)	(0.9)
Tax Receivables and Payables	3.8	3.1
Net Accruals and Deferrals	(0.8)	(0.8)
Net Working Capital	10.3	8.8
Provisions for Risks and Charges	(4.0)	(3.0)
Leaving Indemnity	(0.2)	(0.2)
Capital Employed	31.1	30.0
Cash & Near Cash	2.0	3.2
Short-Term Indebtness	(8.3)	(7.4)
Long-Term Indebtness	-8.1	-8.0
Net Financial Position	14.3	12.2
Net Equity	16.8	17.7
Total Sources	31.1	30.0

Source: Company data

Osserviamo che a fronte di volumi venduti invariati tra l'1H 2024 e 1H 2021, i ricavi del primo semestre di quest'anno (€38.7mn) sono stati ben al di sopra di quelli di tre anni fa, ovvero €29.3mn. Riteniamo, invece, meno rappresentativo il confronto con 1H 2022, poiché le oscillazioni nei prezzi delle materie prime hanno mascherato l'effetto della contrazione dei volumi.

Outlook 2024

Sulla base della crescita di volumi e ricavi registrata nel 1H e nel 3Q del 2024, il *Management* ha previsto un miglioramento della marginalità per l'intero anno fiscale 2024.

Tra i principali fattori trainanti individuati vi sono:

1. Maggiori economie di scala.
2. Incremento dei ricavi da vendita di Esteri, attesa una crescita dei volumi a doppia cifra.
3. Espansione degli Esteri in settori ad alto valore aggiunto come cosmetica e lubrificazione e promettenti scenari di sviluppo per i solventi *biobased* e a basso profilo tossicologico.

Inoltre, a partire dal **2026**, il settore dell'oleochimica europeo dovrebbe beneficiare significativamente dall'introduzione dell'**EUDR (European Deforestation-Free Products Regulation)**, imponendo una mappatura della filiera dell'olio di palma e di altri prodotti ad alto rischio deforestazione, con probabile riduzione della competitività dei produttori asiatici e delle aree coltivabili disponibili.

Linee Guida della Crescita Organica

Il *Management* ha delineato un piano di sviluppo al 2026, puntando sull'integrazione a valle per ridurre l'esposizione alla ciclicità della chimica di base, mirando alla crescita in settori a maggior valore aggiunto come quello della cosmetica, lubrificazione, detergenti, intermedi industriali, resine, vernici, agro.

Il piano prevede tre direttive di sviluppo:

- **Capacità produttiva ed efficientamento:**
 - Dal 2024 focus sull'aumento dei volumi.
 - 2025-2026 ottimizzazione della marginalità, con *product mix* più favorevole agli esteri.
 - Investimenti per migliorare flessibilità e velocità degli impianti di esterificazione.
- **Sviluppo prodotti:**
 - Monitoraggio normativo per intercettare le esigenze del mercato e indirizzare l'attività di R&D.
 - Investimenti in R&D focalizzati sugli esteri per cosmetica e lubrificazione, con progetti innovativi (esteri leggeri; emulsionanti; per lubrificazione 100% da rinnovabili; per sistemi di raffreddamento delle batterie per auto elettriche e dei *data center*).
 - *Product Carbon Footprint (PCF)*, ottenimento della certificazione ISO 14067.
- **Proposta commerciale e rete di vendita:**
 - Espansione della rete con un *sales manager* dedicato alla cosmetica.
 - Magazzino automatizzato per sviluppare una offerta commerciale *just in time*, attraverso un modello *make to stock*.

Razionale della Strategia di M&A

Gli obiettivi di crescita organica delineati dal *Management*, si integrano con uno scenario di M&A potenziali, sia di società italiane che eventualmente estere. Questa strategia è volta a rafforzare la presenza in segmenti specifici quali quello della Cosmetica e della Lubrificazione.

Di seguito i potenziali *target* e il razionale strategico:

Cosmetica:

- **Distributore di ingredienti cosmetici con canale online per micropackaging:** ampliamento dei canali di vendita e della rete distributiva; possibilità di diversificazione dell'offerta con prodotti innovativi.
- **Produttore di esteri omologati per cosmesi:** possibilità di aumentare la capacità produttiva riducendo il *time to market*; possibile integrazione a monte, potenziamento della produzione.
- **Produttore di estratti naturali su ingredienti attivi cosmetici:** consolidamento del *brand* Green Oleo nella cosmetica naturale; integrazione a monte ed espansione dello spettro di prodotti.

Lubrificazione:

- **Produttore di formulati lubrificanti nel mercato USA:** espansione a livello internazionale e crescita della capacità produttiva; l'azienda *target* sarebbe *first mover* nel settore della lubrificazione naturale ad alta *performance*.

Stime 2024-2027

Le nostre stime 2024-2027 assumono uno scenario che vede nei prossimi anni una domanda in crescita nel mercato della chimica verde, coerentemente con quanto descritto nel capitolo relativo al mercato di riferimento.

Nello sviluppo delle proiezioni teniamo opportunamente conto del vantaggio competitivo derivante alla Società dal buon posizionamento nel mercato, sia per quanto riguarda le linee di prodotto che della filiera di approvvigionamento delle materie prime, e costruito nel corso degli anni con importanti investimenti. Riteniamo, infatti, che i nuovi prodotti introdotti nel 2023 con quelli in fase di preparazione, destinati al settore della cosmesi e dei lubrificanti, favoriranno una crescita nel breve e medio periodo.

Ricordiamo, inoltre, che nella strategia di crescita di Green Oleo l'opzione M&A è ben delineata. Le nostre assunzioni, tuttavia, non ne tengono conto. Effettueremo, eventualmente, una valutazione *ad hoc* a seguito dell'annuncio dell'operazioni straordinaria.

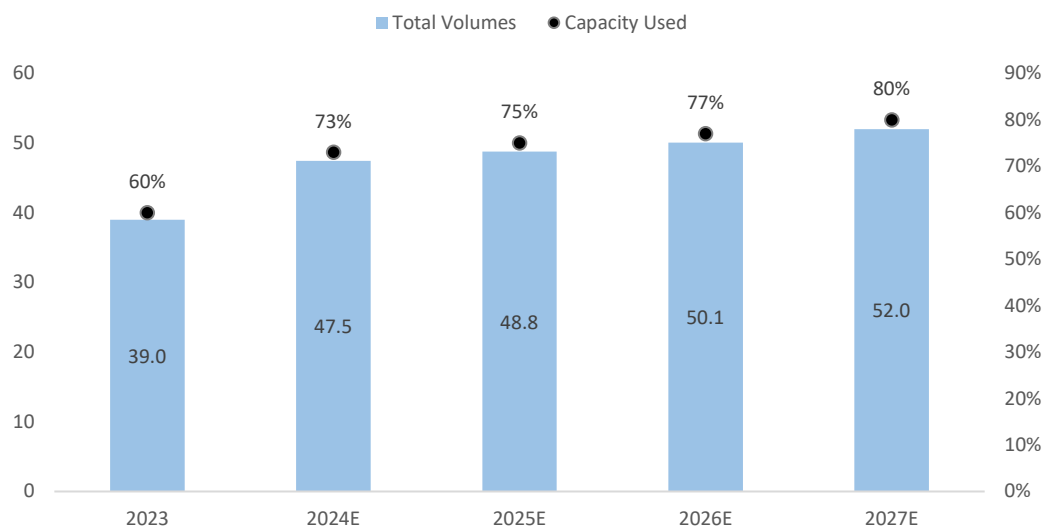
Entrando nello specifico, ci aspettiamo che i ricavi crescano al di sopra dei tassi di crescita attesi per il mercato italiano (poco sopra l'8%), portando quindi Green Oleo a guadagnare qualche punto percentuale di *market share* dai livelli stimati del 2023, ovvero 14%.

Il *Management* non ha fornito una *guidance* per il 2024. Ha tuttavia comunicato delle aspettative per un aumento dei volumi nel 3Q e crediamo che l'ultimo trimestre dell'anno si sia mosso in scia portandoci ad una chiusura d'anno molto positiva, con *top-line* in crescita a doppia cifra e margini di profittabilità in miglioramento, grazie ad un *mix* dei volumi e vendite più favorevole agli esteri e alle aree di applicazione a più alto valore aggiunto, come la cosmetica e lubrificazione.

Inoltre, riteniamo che l'inasprirsi delle tensioni geopolitiche possano rendere più vischioso il flusso navale delle materie prime extra-EU (particolare attenzione nel Mar Rosso), risultando di fatto un vantaggio per i produttori oleochimici che puntano strategicamente su una filiera corta nell'approvvigionamento delle materie prime.

Mantenendo un approccio prudentiale, non assumiamo una saturazione dell'impianto (vale a dire 65,000 tonnellate, di cui 50,000 tonnellate per oleochimica e 15,000 tonnellate per gli esteri). Su questa base, disegniamo le nostre proiezioni ipotizzando una crescita progressiva dei volumi totali, che dovrebbero arrivare a 52,000 tonnellate al 2027, con un utilizzo della *capacity* progressivamente crescente dal 73% a fine 2024 fino all'80% al 2027.

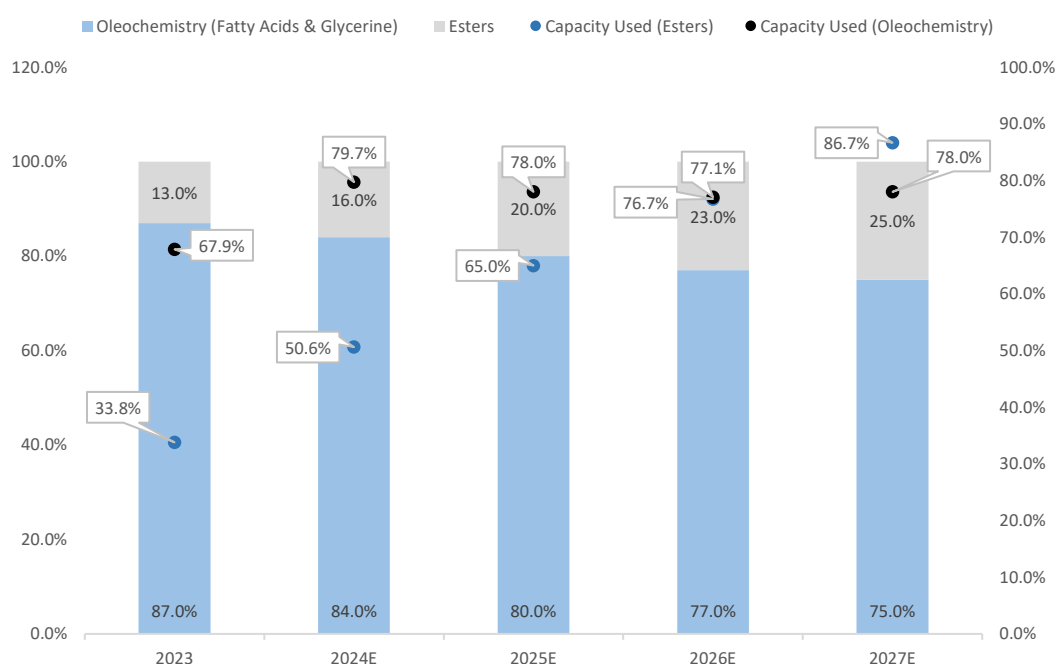
Green Oleo – 2023-2027E: Total Volumes (K/Tons), Capacity



Source: Websim Corporate estimates & Company data

Specificando per linea di prodotto, assumiamo che per gli esteri l'utilizzo della capacità produttiva passi da poco più del 50% a fine 2024 a circa 87% del 2027 (raggiungendo 13,000 tonnellate), mentre per l'oleochimica ipotizziamo un utilizzo dell'80% circa a fine 2024, mantenendosi sostanzialmente stabile fino a fine piano.

Green Oleo – 2023-2027E: Volumes Breakdown & Capacity



Source: Websim Corporate estimates & Company data

Dopo le assunzioni sulla dinamica dei volumi, proiettiamo le nostre stime di fatturato al 2027, assumendo un **CAGR del 9.8% nel periodo 2023A-2027E**. Nello specifico, prevediamo che i ricavi di vendita passino da €70mn circa a fine 2024 a circa €88mn al termine del quadriennio.

Il **Gross Margin**, in linea con lo storico della società, dovrebbe riposizionarsi poco sopra la soglia del 30% in arco piano. Di fatto, fattorizziamo una volatilità normalizzata sia nel mercato delle materie prime che in quello dell'energia/gas, nonché un miglioramento del *mix* di prodotti venduti, ovvero più favorevole a quelli a maggior valore aggiunto.

Nello specifico della struttura dei costi, nel periodo considerato assumiamo il costo delle materie prime intorno al 68.5% dei ricavi (più le variazioni del magazzino); i costi per servizi in leggero calo dal 17.5% al 16.4%, ipotizzando una stabilizzazione del costo dell'energia intorno ai livelli di fine 2024; mentre, il costo del personale è atteso linearmente in crescita, concordemente con il rafforzamento della struttura operativa e dell'aumento della produzione.

Pertanto, l'**EBITDA margin** è atteso salire al **5.3% nel 2024** (dal 2,6% del 2023) per poi continuare a crescere fino al **8.3% nel 2027**, con un EBITDA atteso a fine periodo di €7.3mn, ovvero circa 5x quello del 2023. Il **CAGR dell'EBITDA 2023A-2027E** è del **47.4%**.

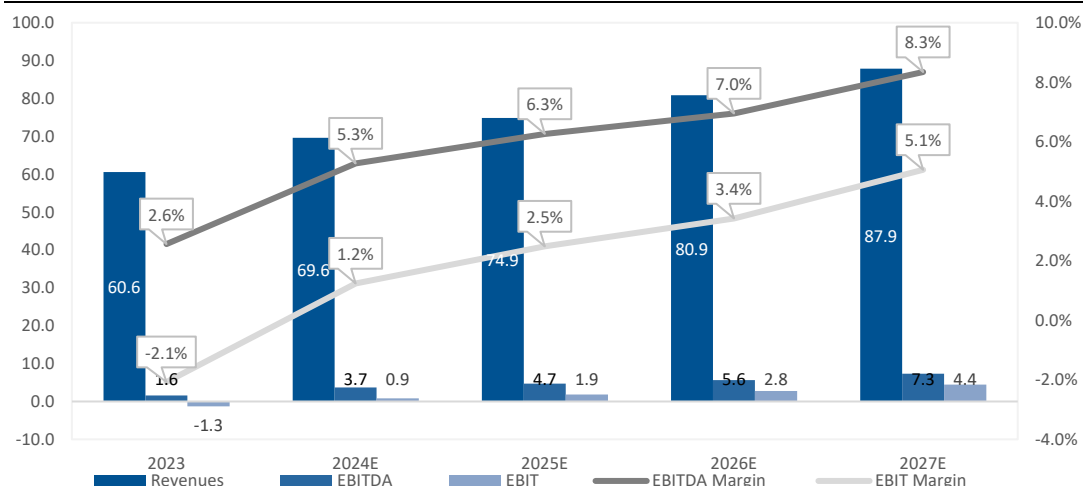
L'**EBIT** dovrebbe raggiungere i **€4.4mn nel 2027** (-€1.3mn del 2023) con il **margin** che cresce progressivamente dal 1.2% del 2024 al **5.1% al 2027**. Assumiamo ammortamenti tendenzialmente stabili intorno a €2.8-2.9mn nei quattro anni.

Gli oneri finanziari netti, pari a €0.7mn nel 2023, dovrebbero assestarsi intorno a €0.6mn nel 2024 per poi decrescere leggermente fino al 2027, assumendo un miglioramento progressivo della posizione finanziaria netta ed un costo del debito decrescente, ovviamente in assenza di operazioni di M&A, *buyback* (il piano in atto, eseguito per circa ¼, prevede fino a €800 mila per 18 mesi dalla data di approvazione da parte dell'Assemblea del 23 aprile 2024) e distribuzione di dividendi.

L'**EBT** dovrebbe risultare positivo **nel 2024 per €0.3mn**, -€2.0mn nel 2023, per poi continuare a crescere fino a **€4.1mn nel 2027**.

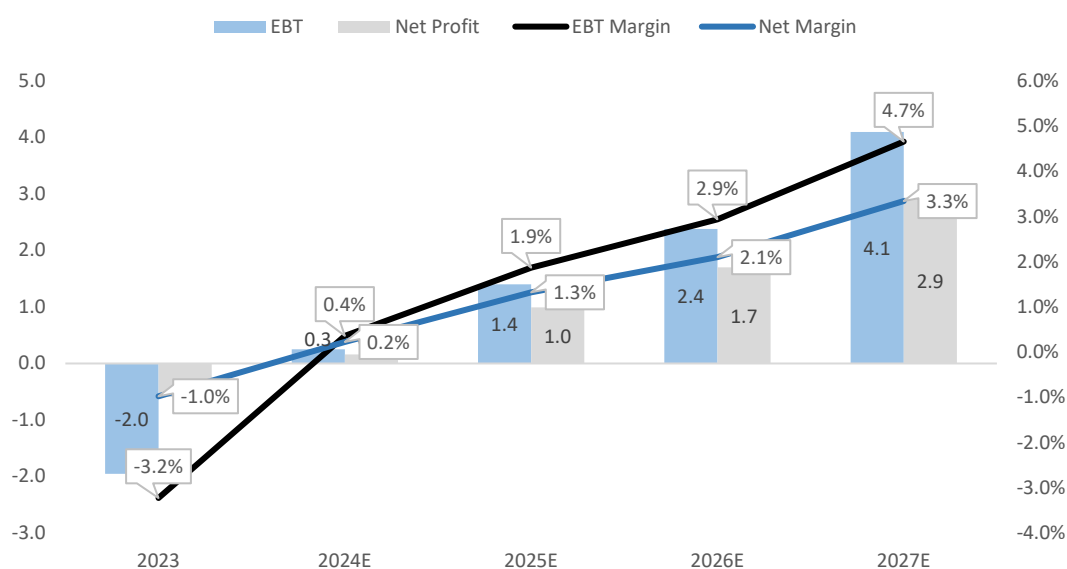
Il tax-rate è atteso al 28% nel 2027, a causa del progressivo venire meno dei vantaggi fiscali. Di conseguenza, il **risultato netto è stimato a €0.2mn nel 2024, €1.0mn nel 2025, €1.7mn nel 2026 e €2.9mn nel 2027**, con il margine sui ricavi di vendita **che arriva oltre il 3% a fine 2027**.

Green Oleo – 2023-2027E Revenue, EBITDA, EBIT (€ mn), Margins



Source: Websim Corporate estimates & Company data

Green Oleo – 2023-2027E EBT, Net Profit (€ mn), EBT Margin, Net Margin

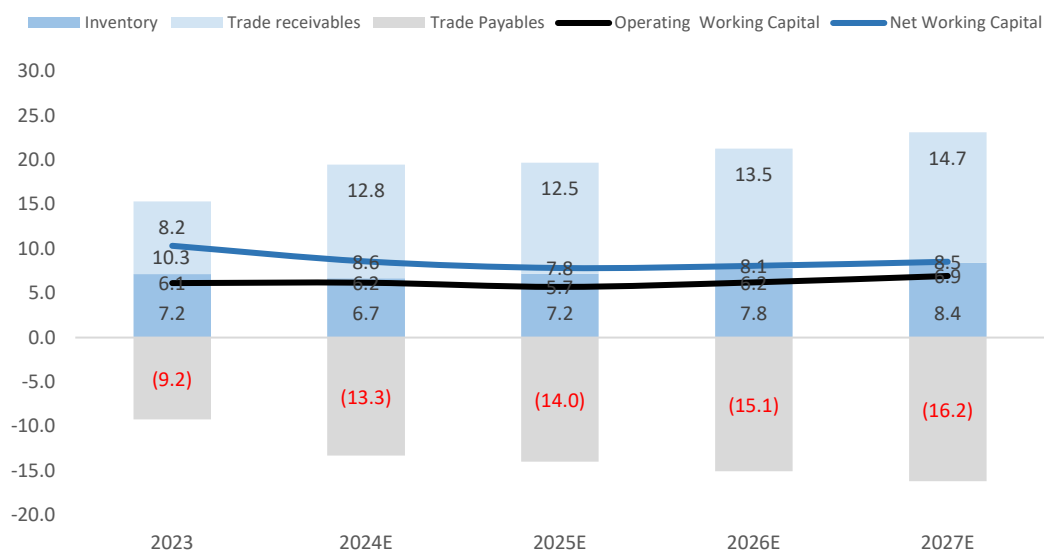


Source: Websim Corporate estimates & Company data

Per quanto riguarda il **Operating Working Capital**, assumiamo un leggero aumento dei giorni di magazzino a seguito della strategia *make-to-stock* per gli esteri sintetici, proiettando delle tempistiche di fatturazione e pagamenti sostanzialmente stabili.

Ci aspettiamo che nel periodo stimato il **Net Working Capital** si assesti intorno ad un peso medio sul fatturato dell'11%, storicamente è stato intorno al 13.5%.

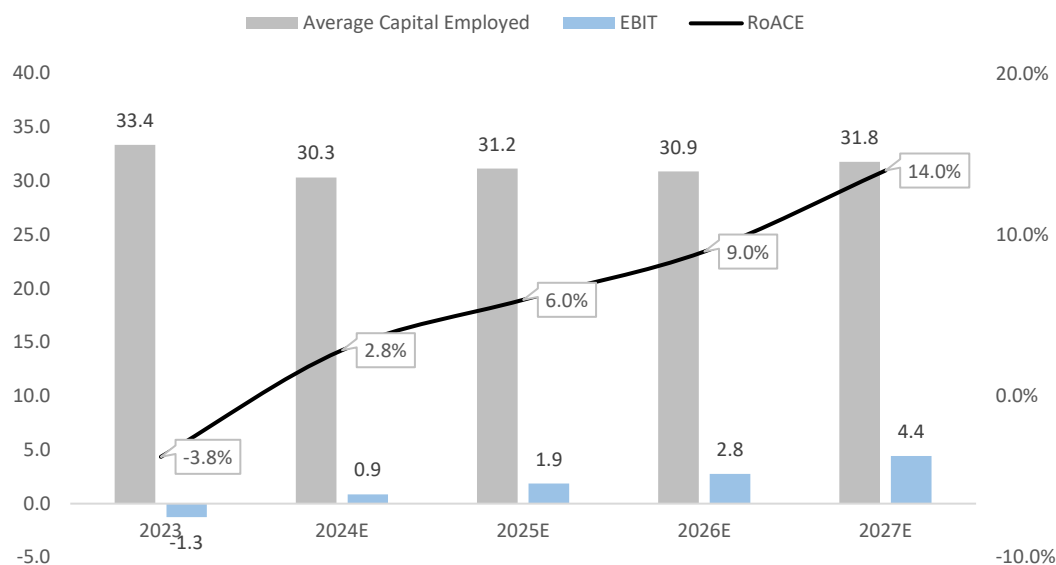
Green Oleo – 2023-2027E Operating & Net Working Capital (€ mn)



Source: Company data

I capitale investito medio è previsto sostanzialmente stabile, con un miglioramento atteso della redditività operativa, consentendo a Green Oleo di registrare nei prossimi anni un **RoACE crescente, che dovrebbe arrivare al 14% nel 2027**.

Green Oleo – 2023-2027E Average Capital Employed, EBIT (€ mn), RoACE

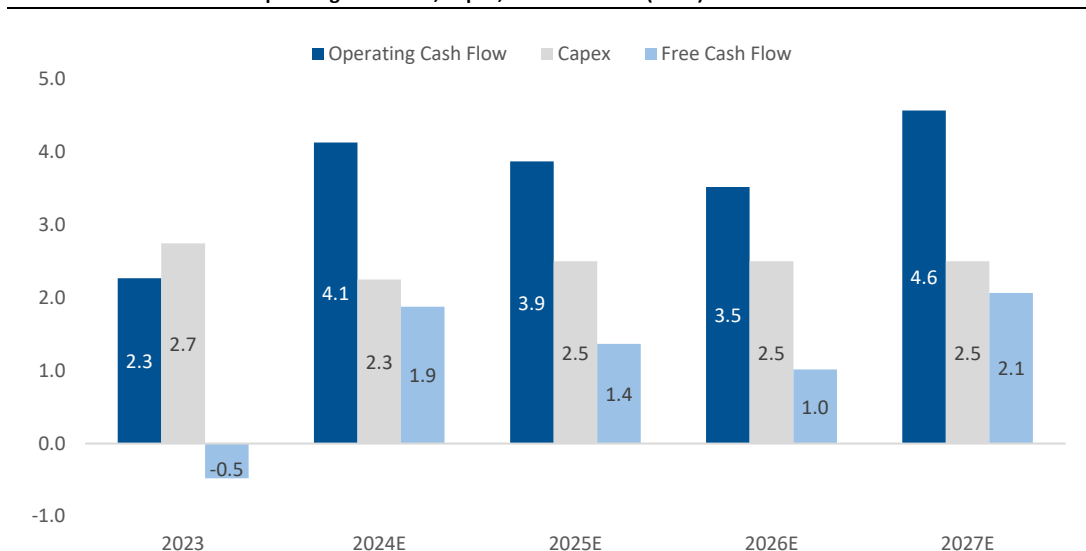


Source: Websim Corporate estimates & Company data

Su queste ipotesi, l'**Operating Cash Flow**, pari a €2.3mn nel 2023, dovrebbe mantenersi intorno ad una media di **€4mn** tra il **2024 e 2026**, raggiungendo **€4.6mn nel 2027**.

I **Capex cumulati nel periodo 2024-2027** dovrebbero essere intorno ai **€9.8mn** (proiettiamo circa €2.3mn per il 2024 e €2.5mn dal 2025 al 2027), con un **peso medio sui ricavi poco sopra il 3%**, prevalentemente per rinnovo ed efficientamento degli impianti. Il **Free Cash Flow complessivo del periodo 2024-2027** dovrebbe di conseguenza essere sopra i **€6mn**, coprendo 1/2 dell'indebitamento netto al 1H 2024 (€12.2mn).

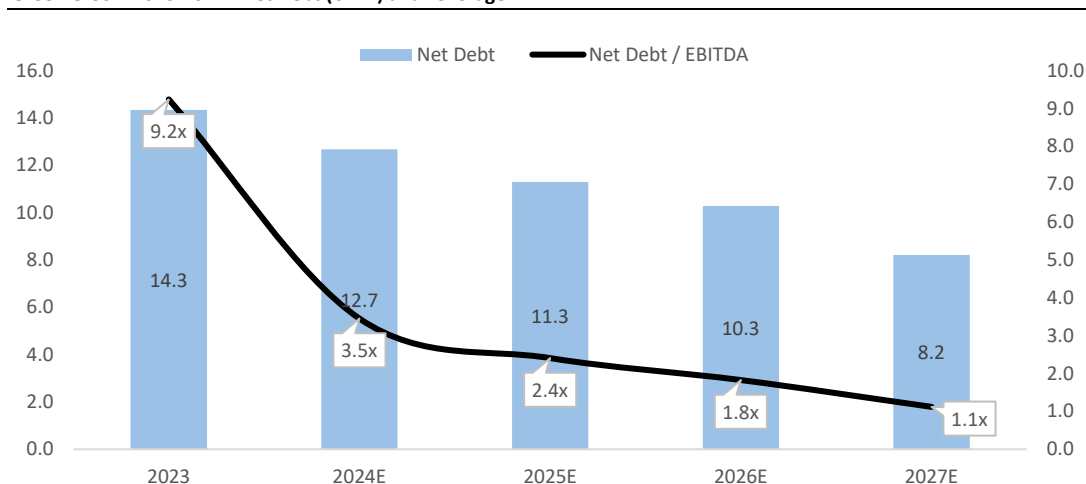
Green Oleo – 2024E-2027E Operating Cash Flow, Capex, Free Cash Flow (€ mn)



Source: Websim Corporate estimates & Company data

Nel **2024** ci aspettiamo che con €1.9mn di *Free Cash Flow*, dopo €0.2mn di *buyback*, l'**indebitamento finanziario netto** scenda da €14.3mn a **€12.7mn**, pari ad un rapporto **Net Debt / EBITDA di 3.5x**. Negli anni successivi la Posizione Finanziaria Netta dovrebbe continuare a migliorare, fino a raggiungere un debito netto di €8.2mn nel 2027, con una *ratio* Net Debt / EBITDA di 1.1x.

Green Oleo – 2023-2027E Net Debt (€ mn) and Leverage



Source: Websim Corporate estimates & Company data

Green Oleo – 2023-2027E Profit & Loss (€ mn)

	2024E	2025E	2026E	2027E
Revenue	69.6	74.9	80.9	87.9
Value of Production	70.7	75.0	81.0	88.0
EBITDA	3.7	4.7	5.6	7.3
% of revenue	5.3%	6.3%	7.0%	8.3%
D&A and Provisions	(2.8)	(2.8)	(2.9)	(2.9)
EBIT	0.9	1.9	2.8	4.4
% of sales	1.2%	2.5%	3.4%	5.1%
Net Financial Charges	(0.6)	(0.5)	(0.4)	(0.4)
EBT	0.3	1.4	2.4	4.1
Taxes	(0.1)	(0.4)	(0.7)	(1.2)
Net Result	0.2	1.0	1.7	2.9

Source: Websim Corporate estimates & Company data

Green Oleo – 2023-2027E Balance Sheet (€ mn)

	2024A	2025E	2026E	2027E
Tangible Assets	23.4	23.3	23.3	23.3
Intangible Assets	1.1	0.9	0.7	0.6
Financial Assets	0.1	0.1	0.1	0.1
Fixed Assets	24.6	24.3	24.2	24.0
Inventory	6.7	7.2	7.8	8.4
Trade Receivables	12.8	12.5	13.5	14.7
Trade Payables	(13.3)	(14.0)	(15.1)	(16.2)
Operating Working Capital	6.2	5.7	6.2	6.9
Other Current Assets	1.3	1.4	1.6	1.7
Other Current Liabilities	(1.0)	(1.0)	(1.1)	(1.2)
Tax Receivables and Payables	2.8	2.5	2.2	1.9
Net Accruals and Deferrals	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
Net Working Capital	8.6	7.8	8.1	8.5
Provisions for Risks and Charges	(2.6)	(2.0)	(1.4)	(0.8)
Leaving Indemnity	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
Capital Employed	30.3	30.0	30.6	31.5
Cash & Near Cash	2.8	3.2	3.4	4.5
Short-Term Indebtness	(7.6)	(6.9)	(6.2)	(5.5)
Long-Term Indebtness	(7.9)	(7.7)	(7.5)	(7.3)
Net Financial Position	12.7	11.3	10.3	8.2
Net Equity	17.7	18.7	20.4	23.3
Total Sources	30.3	30.0	30.6	31.5

Source: Websim Corporate estimates & Company data

Valuation

Stimiamo un *fair value* per azione Green Oleo pari a €1.5. A questa valutazione siamo giunti utilizzando due differenti approcci valutativi, ossia un *Discounted Cash Flow Model* ed una *Peer Multiple Comparison*.

Discounted Cash Flow Model

Nell'applicazione del *Discounted Cash Flow Model* abbiamo utilizzato le nostre stime esplicithe 2024-2027 e stime 2028-2029 che convergono al tasso di crescita perpetua (i.e. "g").

Green Oleo – Discounted Cash Flow Model (€ mn)

		2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E	TV
Revenue		74.9	80.9	87.9	93.6	99.2	104.2	106.8
	YoY growth	7.6%	8.0%	8.6%	6.5%	6.0%	5.0%	2.5%
= EBITDA		4.7	5.6	7.3	8.4	9.5	10.2	10.7
	EBITDA margin	6.3%	7.0%	8.3%	8.9%	9.5%	9.7%	10.0%
- D&A		(2.8)	(2.9)	(2.9)	(2.9)	(2.9)	(2.9)	(2.7)
= EBIT		1.9	2.8	4.4	5.5	6.6	7.3	8.0
	EBIT margin	2.5%	3.4%	5.1%	5.9%	6.6%	7.0%	7.5%
- Taxes		(0.5)	(0.8)	(1.3)	(1.5)	(1.9)	(2.1)	(2.2)
	Tax rate	29.2%	28.5%	28.2%	28.2%	28.2%	28.2%	28.0%
= NOPAT		1.3	2.0	3.2	3.9	4.7	5.2	5.8
+ D&A		2.8	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.7
-/+ Δ NWC		0.7	(0.2)	(0.5)	(0.6)	(0.5)	(0.5)	(0.2)
- Capex		(2.5)	(2.5)	(2.5)	(2.5)	(2.5)	(2.6)	(2.7)
	% Capex on revenue	3.3%	3.1%	2.8%	2.7%	2.5%	2.5%	2.5%
= FCF		2.4	2.1	3.1	3.7	4.6	5.0	5.5
x Discounting factor		0.93	0.86	0.80	0.75	0.69	0.64	0.64
= PV (FCF)		2.2	1.8	2.5	2.8	3.2	3.2	3.6

	(€ mn)	(€ p.s.)	% of EV
A) SUM PV (FCF 25-30E)	15.7	0.5	18%
TV	108.6	3.4	
Discounting factor	0.64	0.64	
B) PV (TV)	70.0	2.2	82%
C) = (A+B) Enterprise Value (EV)	85.7	2.7	100%
- Net Debt @ YE24	(12.7)	(0.4)	
+ Treasury shares (MtM)	0.2	0.0	
- Pension liabilities	(0.2)	(0.0)	
Equity Value	73.1	2.3	
NOSH (mn)	32.3		

Source: Websim Corporate estimates

Le principali assunzioni utilizzate nel *Discounted Cash Flow Model* della Società sono riassunte qui di seguito:

- **Tasso Risk Free** pari al **4.0%**
- **Equity Risk Premium** pari a **5.5%**
- **Beta Unlevered** pari a **0.67**, ottenuto come media tra la mediana dei beta *unlevered* delle società comparabili (0.54, 5 anni) e del settore europeo della chimica (0.80), nei suoi tre sottogruppi *Basic*, *Diversified* e *Specialty* (fonte: A. Damodaran). L'*adjusted* Beta rilevato per Green Oleo dalla quotazione (luglio 2023) ad oggi è pari a 0.51 (fonte: FactSet).
- **Tasso di crescita perpetua "g"** pari al **2.5%**²⁰, corrispondente ad un tasso reale di 0.5%, assumendo un tasso di inflazione a lungo termine del 2.0%.
- **Numero azioni** pari a **32,348,500** azioni (di cui azioni proprie pari a 220,500)

²⁰ Il settore chimico globale ha registrato una crescita media annua tra il 3% e il 5% negli ultimi decenni, con tassi più elevati (6%-7%) nei mercati emergenti come Cina, India e Sud-est asiatico, grazie all'industrializzazione. La **chimica di base**, legata a prodotti come fertilizzanti e polimeri, cresce al 3%-4% nei mercati maturi, mentre la **chimica delle specialità** supera il 5%-6%, trainata dall'innovazione. Il segmento della **chimica verde** mostra tassi superiori al 7%-8%, riflettendo l'attenzione verso la sostenibilità e normative ambientali più stringenti.

Le nostre assunzioni portano alla determinazione di un **WACC** a regime pari all'**7.6%**.

Lo schema che segue riassume gli esiti della nostra valutazione, che si sostanzia in un Enterprise Value pari di €85.7mn, di cui l'82% riconducibile al valore terminale della Società, e in un **fair Equity Value pari a €73.1mn, equivalente a €2.3 per azione**.

Considerata la rilevanza del valore terminale rispetto al valore complessivo attribuito alla Società, abbiamo performed un'analisi di sensitività analizzando come evolverebbe la valutazione per singola azione al variare del costo medio ponderato del capitale ("WACC") e del tasso terminale di crescita ipotizzato ("g").

Green Oleo – DCF Sensitivity Analysis to WACC and "g"

		g				
		1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
WACC	5.6%	2.8	3.2	3.7	4.3	5.3
	6.1%	2.5	2.8	3.2	3.6	4.3
	6.6%	2.3	2.5	2.8	3.2	3.6
	7.1%	2.1	2.3	2.5	2.8	3.1
	7.6%	1.9	2.1	2.3	2.5	2.8
	8.1%	1.8	1.9	2.1	2.3	2.5
	8.6%	1.7	1.8	1.9	2.1	2.2
	9.1%	1.6	1.7	1.8	1.9	2.1
	9.6%	1.5	1.6	1.6	1.8	1.9

Source: Websim Corporate estimates

Dall'analisi condotta emerge che nel nostro *Worst Case*, che ipotizza solo una crescita nominale dello 1.5% in *perpetuity* e un aumento contestuale di 200 bps del costo del capitale, le nostre assunzioni di crescita comunque supporterebbero una valutazione di €1.5 per azione.

Ad ulteriore supporto della nostra valutazione, evidenziamo che il valore terminale risultante dal *Discounted Cash Flow Model* corrisponde ad un EV/EBITDA terminale pari a 10.2x, ben inferiore alla mediana dei multipli *rolling* a 3 anni dei *comparables* pari a 15.7x.

Peer Multiple Comparison

Il campione di società selezionato per individuare i multipli di settore presenta una esposizione geografica globale.

In dettaglio, sia AAK che CRODA generano intorno ad 1/5 del proprio fatturato negli Stati Uniti (l'area geografica maggiormente rappresentativa per entrambe) e un posizionamento importante in Europa. Tuttavia, mentre AAK è più esposta al Centro-Sud America (Messico e Brasile), CRODA presenta anche una esposizione rilevante in Cina (~9%, stima Factset). KLK (Kuala Lumpur Kepong), invece, ha un *footprint* geografico prevalentemente asiatico (Malesia, Indonesia, Cina), è presente in Europa (Italia) attraverso la controllata Temix.

Il nostro *cluster* di *comparables* è rappresentato da società di grande dimensione, con una capitalizzazione di mercato tra €5-6bn, un *turnover* (2023) che va dai circa €2bn di Crodai ai circa €5bn di KLK con un EBITDA *margin* del 10-12% per quanto riguarda AAK e KLK e del 25% per **Crodai**. In particolare, quest'ultima ha riportato al 2023 i seguenti *adj. Ebitda margin per business unit*: *Consumer Care* 23.2%; *Life Sciences* 30.4% e ***Industrial Specialties* 10.0%**.

Rileviamo che le società selezionate presentano diverse divisioni operative non direttamente confrontabili con Green Oleo; pertanto, di seguito sottolineate indichiamo le linee di *business* comparabili:

- AAK è attiva con la divisione Food Ingredients, Chocolate & Confectionery Fats, Technical Products & Feeds;
- CRODA si articola nelle seguenti divisioni: *Consumer Care*, *Life Sciences* e *Industrial Specialties*;
- KLK, integrata verticalmente, è articolata nelle divisioni Manufacturing, Plantation, Property Development, Investment Holding, Others.

Green Oleo – Comparable Companies Market Cap, Performance, CAGR 23A-26E Sales & EBITDA

Company Name	Market Cap (Eur Mn)	SHARE PERFORMANCE				CAGR (23A-26E)	
		1M	3M	6M	12M	SALES	EBITDA
AAK AB	6,936	2.3%	-8.1%	-5.7%	34.6%	1.9%	10.1%
Croda International Plc	5,476	-4.0%	-20.3%	-15.7%	-28.7%	2.6%	3.2%
Kuala Lumpur Kepong Bhd.	5,071	-0.4%	1.8%	7.1%	-4.2%	6.8%	5.7%
Mean	5,827	-0.7%	-8.9%	-4.8%	0.6%	3.8%	6.3%
Median	5,476	-0.4%	-8.1%	-5.7%	-4.2%	2.6%	5.7%
Green Oleo S.p.A.	28	-4.7%	-2.7%	-1.6%	-7.6%	9.0%	53.6%

Source: FactSet

Negli ultimi 12 mesi, le **performance** borsistiche registrate dalle società comparabili sono state piuttosto eterogenee. Si è avuto un andamento divergente per quanto riguarda AAK e Croda, probabilmente come riflesso alle attese di crescita, mentre è risultato sostanzialmente *flat* l'andamento di KLK.

Green Oleo – Comparable Companies Trading Multiples

Company Name	EV/EBITDA		
	2024	2025	2026
AAK AB	14.0x	13.0x	12.0x
Croda International Plc	13.6x	12.3x	11.0x
Kuala Lumpur Kepong Bhd.	9.7x	9.2x	9.0x
Mean	12.4x	11.5x	10.7x
Median	13.6x	12.3x	11.0x
Green Oleo S.p.A.	11.8x	8.5x	6.9x

Source: FactSet

Nella nostra analisi, abbiamo scelto di utilizzare come *benchmark* i multipli mediani del campione selezionato, riferiti agli anni **2025** e **2026**, evidenziando un limitato grado di dispersione tra gli stessi.

Assumiamo l'**EV/EBITDA** come multiplo di riferimento, scegliendo di confrontare le *performance* operative del *basket* selezionato mantenendoci alti nella comparazione, considerata l'eterogeneità geografica, organizzativa e dimensionale delle società, non condizionando quindi la valutazione a differenti approcci contabili e fiscali che a nostro avviso renderebbero non rappresentativo appieno il confronto.

Green Oleo – Trading Multiples Valuation Summary

Trading Multiples	Multiple	Enterprise Value (€ Mn)	Equity Value (€ Mn)	NOSH (Mn)	FV/Share (€)
2025 EV/EBITDA multiple	12.3x	57.8	46.8	32.3	1.4
2026 EV/EBITDA multiple	11.0x	61.6	51.6	32.3	1.6
Mean			49.2		1.5

Source: Websim Corporate estimates

In sintesi, l'applicazione dei multipli delle società comparabili ha portato ad un *equity value* medio di Green Oleo di €49.2mn, equivalenti a €1.5 per azione.

Conclusioni

Ai valori ottenuti dall'applicazione del *Discounted Cash Flow Model* (€2.2 per azione) e della *Peer Multiple Comparison* (€1.5 per azione), considerando la ridotta capitalizzazione di mercato rispetto al *peer group* di società comparabili quotate, nonché la dimensione contenuta del flottante (pari a circa €4.0mn ai prezzi correnti di mercato), prudenzialmente abbiamo scelto di applicare uno **sconto liquidità pari al 20%**.

La tabella che segue sintetizza i risultati ottenuti applicando i due differenti approcci valutativi che, peraltro, hanno fornito valori non molto distanti tra loro, avvalorando ulteriormente l'esito del processo valutativo attuato.

Proprio in funzione della contenuta differenza tra le valutazioni risultanti dai due metodi utilizzati, abbiamo attribuito ad entrambi lo stesso peso per l'individuazione del **target price, pari a €1.5 per azione** che, ai prezzi attuali di mercato del titolo, implica un **potenziale di rialzo intorno al 70%**.

Green Oleo – Valuation Summary

Valuation Method	Equity Value	20% Liq. Disc.	Fair Equity Value	NOSH (Mn)	Fair Value per share (€)	% Weight
A) Discounted Cashflow Model	73.1	(14.6)	58.5	32.3	1.8	50%
B) Peer multiple comparison	49.2	(9.8)	39.4	32.3	1.2	50%
Weighted Average Value	61.2	(12.2)	48.9		1.5	100%
Upside/(Downside)					75%	

Source: Websim Corporate estimates

Per sola finalità espositiva, di seguito riportiamo una tabella che evidenzia i multipli ai quali Green Oleo tratterebbe a *target price*.

Green Oleo – Trading Multiples @ Target Price

Fiscal Year	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
F.d. shares (mn)	30.2	32.2	32.1	32.1	32.1
Market Cap.	44	47	47	47	47
Enterprise Value	59	60	58	57	55
EV/Sales	1.0x	0.9x	0.8x	0.7x	0.6x
EV/EBITDA	37.8x	16.3x	12.5x	10.2x	7.5x
EV/EBIT	-46.7x	69.4x	31.4x	20.7x	12.5x
EV/Capital Employed	1.9x	2.0x	2.0x	1.9x	1.8x
P/E	-75.1x	301.1x	47.7x	27.8x	16.1x
P/CEPS	20.0x	16.0x	12.4x	10.4x	8.1x

Source: Websim Corporate estimates

Riteniamo che l'**equity story** di **Green Oleo** contenga tutta una serie di elementi che la rendono interessante in un'ottica di investimento, quali:

- mercato di riferimento caratterizzato da tassi di crescita della domanda interessanti nel medio/lungo periodo;
- tensioni geopolitiche globali e quadro normativo europeo che dovrebbero risultare penalizzanti per le importazioni asiatiche;
- *market leadership* nella lavorazione dei derivati dell'olio di oliva, in particolare nella cosmetica e cura della persona, segmenti di mercato in forte crescita;
- filiera di approvvigionamento corta, elemento competitivo in un contesto di cambiamenti normativi orientati alla sostenibilità;
- chiara strategia di sviluppo e di posizionamento nel mercato, con un modello di *business* scalabile;
- *earnings momentum* molto forte dal 2024, dopo un 2023 particolarmente impattato dal costo anomalo dell'energia e del gas;
- *news flow* positivo derivante da un forte *commitment* regolamentario comunitario sulle tematiche della circolarità;

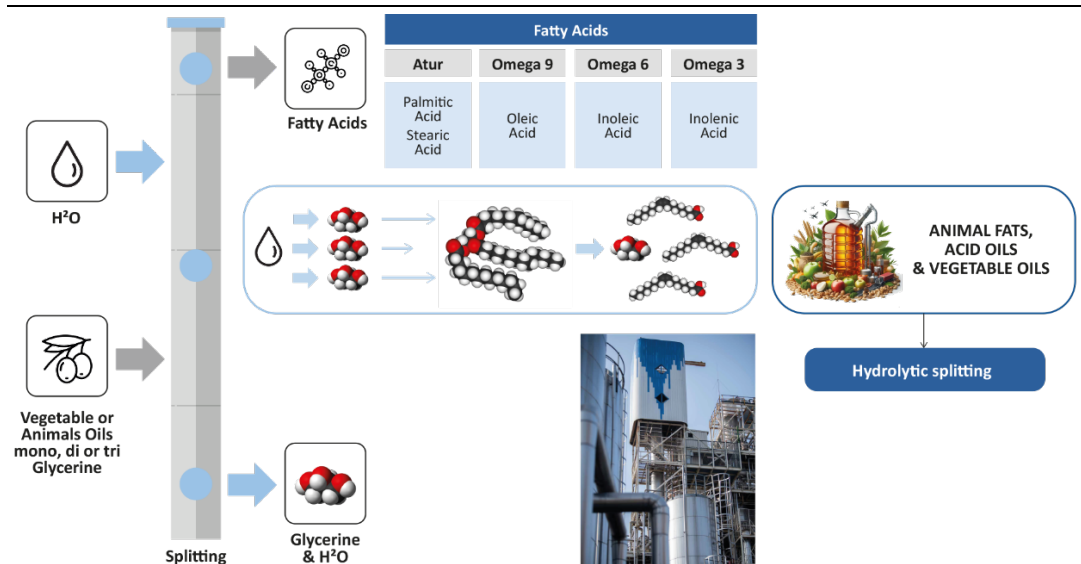
- valutazione attraente, ai prezzi attuali il titolo tratta a 8.5x e 6.9x l'EV/EBITDA 2025-26 vs. 12.3x e 11.0x dei *comparables*;
- *free cash flow* 2024-27 pari a circa 30% dell'attuale capitalizzazione di mercato, che, unito alla capacità di attingere ai canali bancari, dovrebbe permetterle di perseguire la propria strategia di crescita per linee esterne.

Pur consapevoli di alcuni fattori di potenziale debolezza legati alle ancora ridotte dimensioni aziendali, nonché ai rischi derivanti da fattori esogeni potenzialmente impattanti la catena degli approvvigionamenti, i prezzi delle materie prime e dell'energia, riteniamo che gli aspetti positivi dell'*equity story* siano nettamente superiori, per cui iniziamo la copertura di Green Oleo con una raccomandazione **BUY** e **target price** a **€1.5** per azione.

Appendix A): Processo Produttivo

Scissione Idrolitica (*Splitting*)

L'impianto di scissione idrolitica è il primo impianto utilizzato per il trattamento delle materie prime oleochimiche. Il processo avviene in una colonna di scissione, dove grassi animali o oli vegetali vengono alimentati insieme ad acqua e vapore per generare idrolisi. Per ottenere un'elevata conversione, si opera ad alta temperatura e pressione con un eccesso di acqua. I grassi entrano dal fondo della colonna e l'acqua calda dalla testa e il vapore fornisce calore lungo la colonna. Il processo contro-corrente separa acidi grassi (uscita dalla testa) e glicerina diluita (uscita dal fondo), inviati rispettivamente agli impianti di distillazione ed evaporazione.



Source: Websim Corporate on Company presentation

Evaporazione

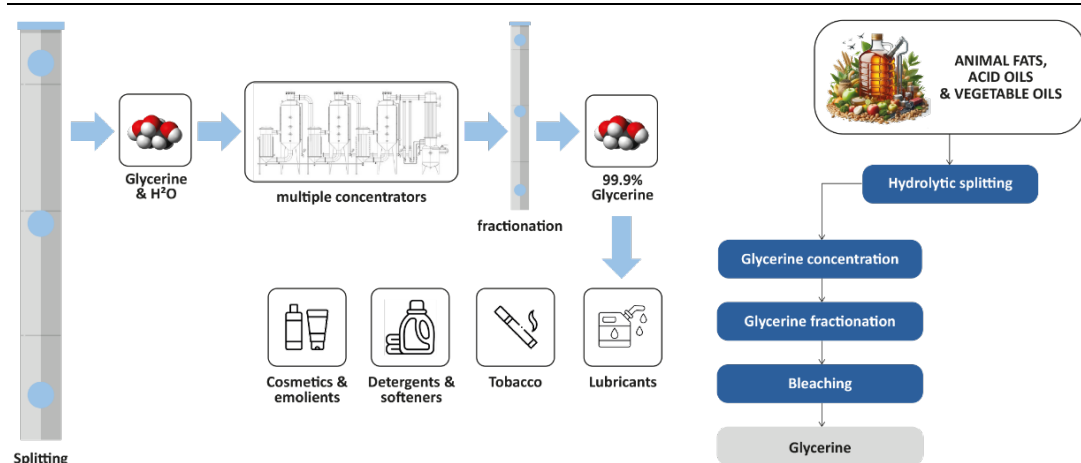
Le acque gliceriche diluite, uscite dall'impianto di scissione, sono inviate ad un evaporatore a multiplo effetto per concentrare la glicerina. Il processo avviene in più stadi (effetti), utilizzando l'acqua evaporata dallo stadio precedente, riducendo così il consumo di vapore. La glicerina viene concentrata fino a un contenuto dell'80-85% e poi stoccata, pronta per essere alimentata all'impianto di frazionamento.

Frazionamento

La glicerina pre-concentrata viene inviata all'impianto di frazionamento, dove è distillata in vuoto spinto per raggiungere una purezza superiore al 99.6%. L'uso del vuoto riduce la temperatura di distillazione, limitando il degrado del prodotto. La glicerina distillata viene quindi trasferita all'impianto di *bleaching*.

Bleaching

La glicerina frazionata viene trattata nell'impianto *bleacher*, dove è filtrata con carboni attivi per rimuovere impurità, odori e colori. Due linee separate sono dedicate a prodotti di origine animale o vegetale. La glicerina purificata viene quindi inviata allo stoccaggio.



Source: Websim Corporate on Company presentation

Idrogenazione (*hardening*)

L'impianto di idrogenazione converte gli acidi grassi misti in acidi grassi saturi, riducendo il numero di iodio e aumentando la solidità del prodotto. I principali prodotti ottenuti sono stearine, oleine idrogenate e altri derivati parzialmente idrogenati. L'impianto opera in modalità *batch* e prevede la filtrazione per rimuovere il catalizzatore impiegato.

Distillazione

La distillazione è un processo che separa le sostanze di una miscela sfruttando la differenza dei loro punti di ebollizione. Viene utilizzata per separare miscele complesse o per purificare singole sostanze, come gli acidi grassi, eliminando componenti leggeri e pesanti. L'impianto distillatore è composto da tre unità in serie: *topping*, *main still* e *back-end*.

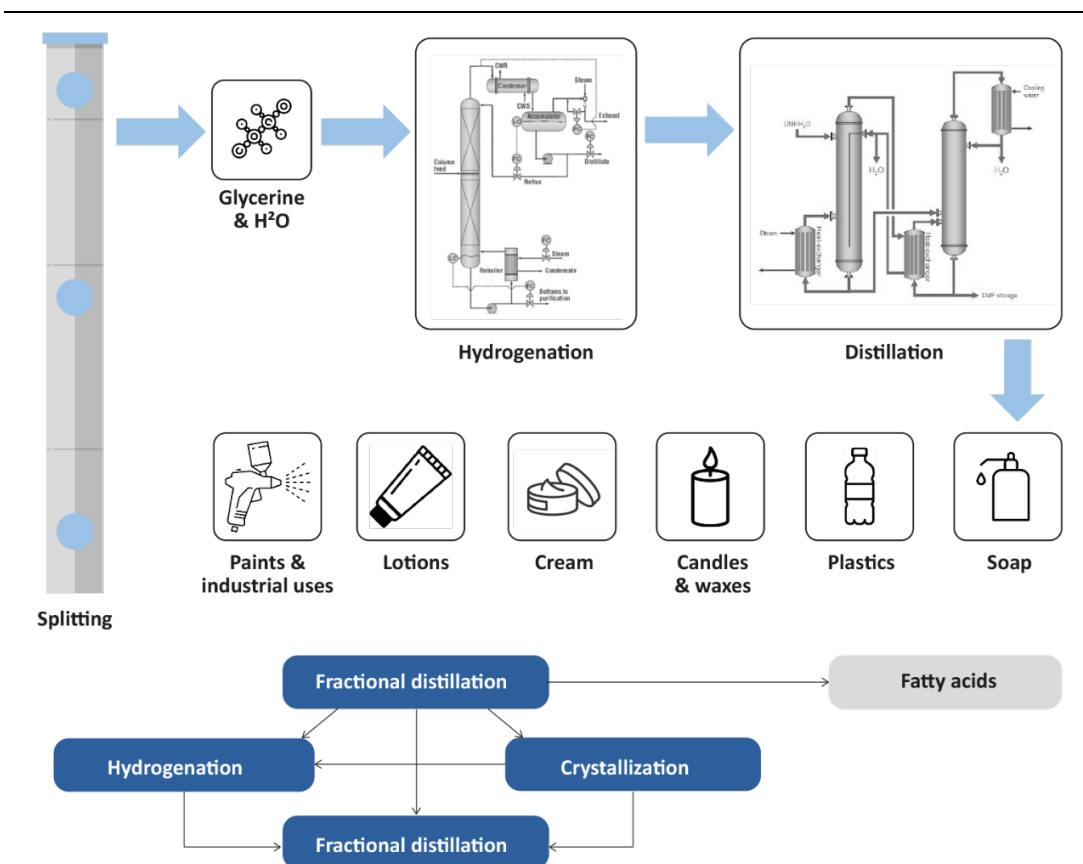
L'alimentazione dell'impianto distillatore proviene da diverse fonti:

- **Impianto di scissione:** acidi grassi da distillare per produrre intermedi per la separazione o miscele di acidi grassi distillati, eliminando la frazione non convertita.
- **Impianto di separazione:** oleine da distillare per rispettare le specifiche del cliente.
- **Impianto di idrogenazione:** acidi grassi idrogenati, sia completamente (stearine) che parzialmente.

In caso di specifiche più rigorose, il distillato può essere sottoposto a bi-distillazione.

Separazione

Gli acidi grassi distillati provenienti dalla distillazione *post*-scissione, sono una miscela composta da una fase satura (comunemente definita stearina) e una insatura (comunemente definita oleina). Poiché la differenza nei punti di ebollizione è minima, si utilizza la cristallizzazione frazionata per separare le due fasi, sfruttando la diversa temperatura di cristallizzazione: infatti mentre la fase satura è solitamente solida a temperature inferiori ai 60°C, la fase liquida cristallizza a temperature notevolmente più basse. La fase satura (o stearina) è inviata ad impianto idrogenazione per completare la saturazione dei componenti e avere totalmente acidi grassi saturi (che verranno poi distillati), la fase insatura (o oleina) è inviata alla distillazione per la purificazione finale.



Source: Websim Corporate on Company presentation

Scagliettatura

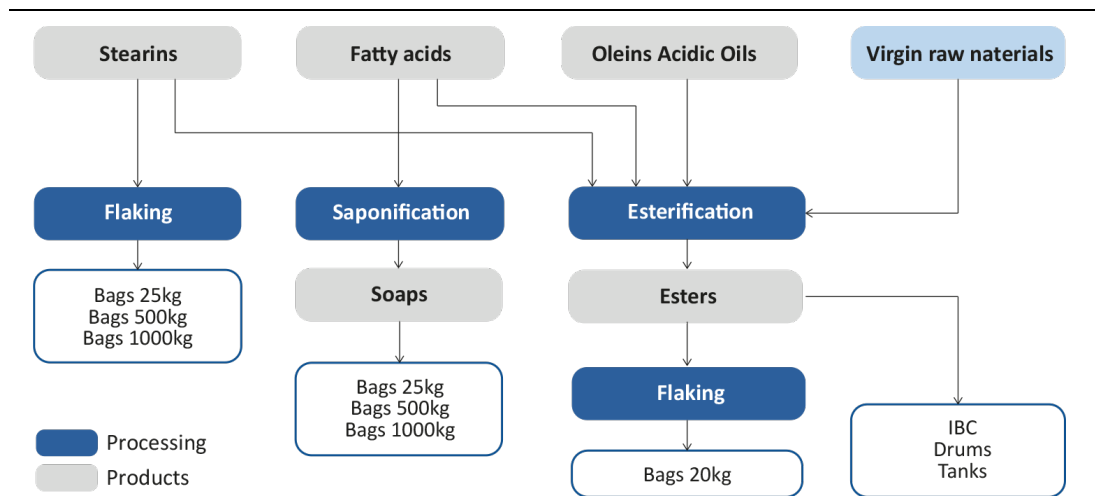
L'impianto di scagliettatura acidi grassi produce acidi grassi confezionati, adatto per stearine (acidi grassi saturi) con temperature di fusione superiori ai 50°C. Il processo prevede il raffreddamento della soluzione liquida con un ciclo frigorifero per favorire la cristallizzazione. I prodotti solidificati vengono trasformati in scaglie e confezionati automaticamente in sacchetti o *big bags*.

Saponificazione

I saponi sono sali di acidi grassi, ottenuti dalla reazione tra acidi grassi e un componente alcalino (idrossido di sodio o potassio). La produzione utilizza acidi grassi distillati, stearine o oleine, a seconda del tipo di sapone desiderato. Nell'impianto di saponificazione si producono saponi a base di sodio, che vengono poi disidratati, essiccati e insacchettati, con separazione per granulometria, se richiesto dal cliente.

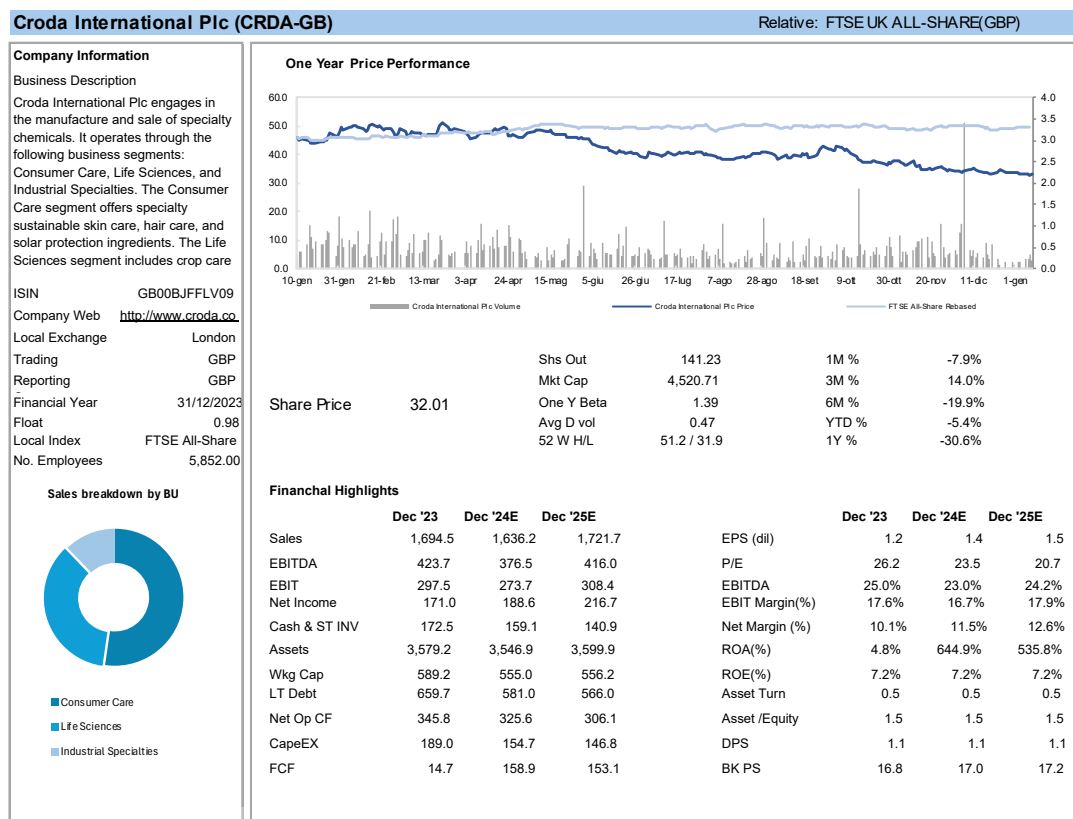
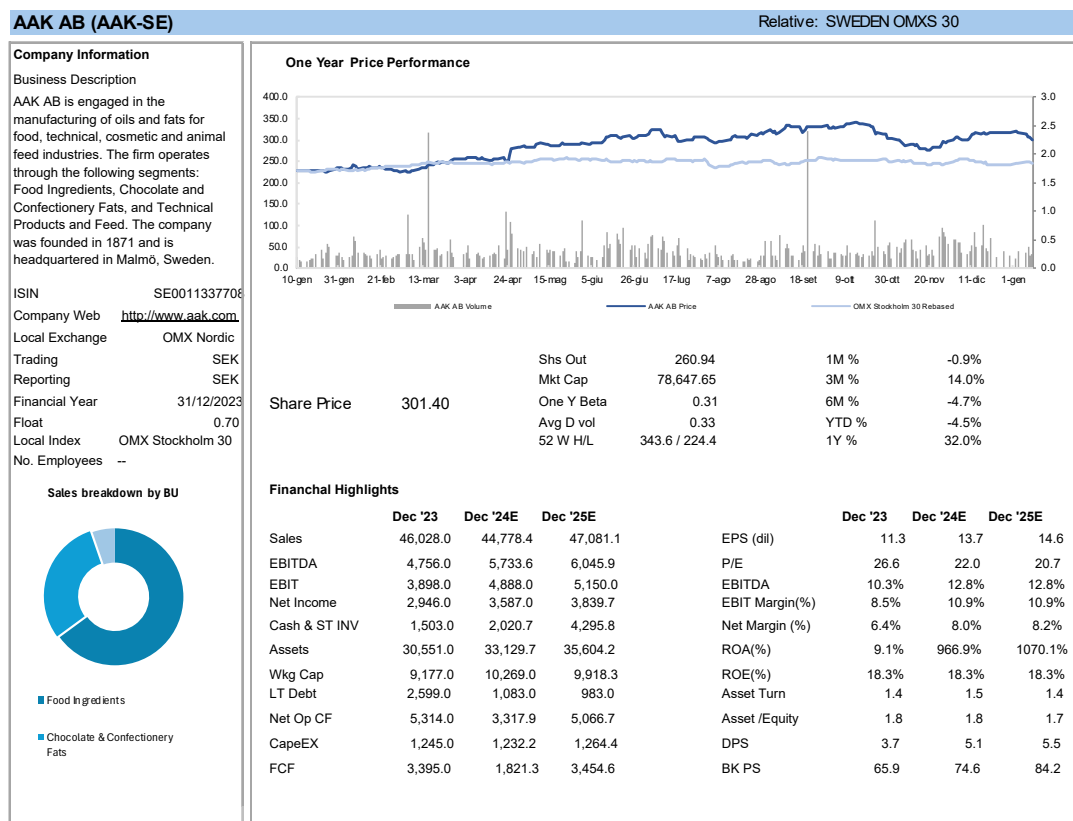
Esterificazione

Gli impianti di esterificazione sono impianti *batch* con reattori incamiciati e agitati, utilizzati per produrre esteri da acidi grassi. Poiché le reazioni sono endotermiche, i reattori sono riscaldati e termostatati per raggiungere le condizioni ottimali. Gli esteri prodotti possono essere ottenuti utilizzando acidi grassi interni o acquistati, a seconda delle specifiche richieste dai clienti.



Source: Websim Corporate on Company presentation

Appendix B): Società Comparabili



Kuala Lumpur Kepong Bhd. (2445-MY)

Relative: --

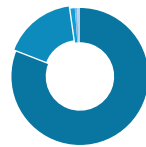
Company Information

Business Description

Kuala Lumpur Kepong Bhd. engages in the production and processing of palm products and natural rubber. It operates through the following segments: Plantation, Manufacturing, Property Development, Investment Holding, and Others. The Plantation segment is involved in the cultivation and processing of palm and rubber products; refining and trading of palm

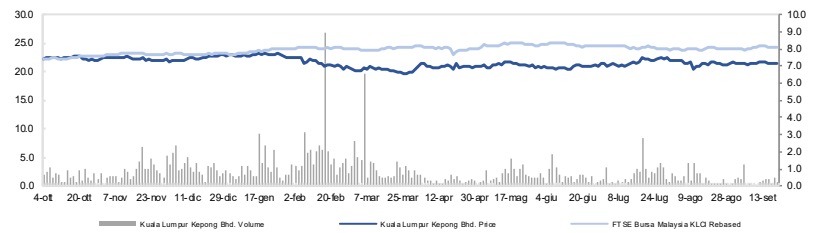
ISIN MYL244500004
Company Web <http://www.klk.com>
Local Exchange Malaysia
Trading MYR
Reporting MYR
Financial Year 30/09/2024
Float 0.34
Local Index FTSE Bursa
No. Employees 52,250.00

Sales breakdown by BU



■ Manufacturing
■ Plantation
■ Property Development
■ Investment Holding
■ Others

One Year Price Performance



Share Price	21.10	Shs Out	1,095.86	1M %	-2.3%
		Mkt Cap	23,122.56	3M %	14.0%
		One Y Beta	0.73	6M %	5.4%
		Avg D vol	0.83	YTD %	-3.2%
		52 W H/L	23.4 / 19.7	1Y %	-5.3%

Financial Highlights

	Dec '23	Dec '24E	Dec '25E		Dec '23	Dec '24E	Dec '25E
Sales	22,273.7	24,975.7	25,977.2	EPS (dil)	0.5	1.2	1.3
EBITDA	2,982.3	3,313.0	3,383.0	P/E	38.9	17.9	16.7
EBIT	1,934.6	2,253.2	2,299.6	EBITDA	13.4%	13.3%	13.0%
Net Income	591.0	1,291.7	1,354.0	EBIT Margin(%)	8.7%	9.0%	8.9%
Cash & ST INV	2,305.7	2,447.3	2,933.7	Net Margin (%)	2.7%	5.2%	5.2%
Assets	30,795.3	31,345.1	32,265.9	ROA(%)	1.9%	292.8%	192.3%
Wkg Cap	2,316.3	--	--	ROE(%)	4.2%	4.2%	4.2%
LT Debt	6,788.0	7,033.9	7,245.4	Asset Turn	0.7	0.8	0.7
Net Op CF	1,808.6	2,161.9	2,301.1	Asset /Equity	2.2	2.0	2.1
CapeEX	1,627.9	1,345.1	1,245.5	DPS	0.6	0.6	0.7
FCF	-112.1	852.7	1,001.1	BK PS	12.5	13.1	13.3

DETAILS ON STOCKS RECOMMENDATION

Stock NAME	GREEN OLEO		
Current Recomm:	BUY	Previous Recomm:	--
Current Target (Eu):	1.50	Previous Target (Eu):	--
Current Price (Eu):	0.895	Previous Price (Eu):	--
Date of report:	15/01/2025	Date of last report:	--

DISCLAIMER (for more details go to [DISCLAIMER](#))**IMPORTANT DISCLOSURES**

The reproduction of the information, recommendations and research produced by Intermonte SIM contained herein and of any its parts is strictly prohibited. None of the contents of this document may be shared with third parties without authorisation from Intermonte.

This report is directed exclusively at market professional and other institutional investors (Institutions) and is not for distribution to person other than "Institution" ("Non-Institution"), who should not rely on this material. Moreover, any investment or service to which this report may relate will not be made available to Non-Institution.

The information and data in this report have been obtained from sources which we believe to be reliable, although the accuracy of these cannot be guaranteed by Intermonte. In the event that there be any doubt as to their reliability, this will be clearly indicated. The main purpose of the report is to offer up-to-date and accurate information in accordance with regulations in force covering "recommendations" and is not intended nor should it be construed as a solicitation to buy or sell securities.

This disclaimer is constantly updated on Intermonte's website www.intermonte.it under LEGAL INFORMATION. Valuations and recommendations can be found in the text of the most recent research and/or reports on the companies in question. For a list of all recommendations made by Intermonte on any financial instrument or issuer in the last twelve months consult the [PERFORMANCE](#) web page.

Intermonte distributes research and engages in other approved activities with respect to Major U.S. Institutional Investors ("Majors") and other Qualified Institutional Buyers ("QIBs"), in the United States, via Plural Securities LLC under SEC 15a-6 guidelines. Intermonte is not registered as a broker dealer in the United States under the Securities Exchange Act of 1934, as amended (the "Exchange Act"), and is not a member of the Securities Investor Protection Corporation ("SIPC"). Plural Securities LLC is registered as a broker-dealer under the Exchange Act and is a member of SIPC.

ANALYST CERTIFICATION

For each company mentioned in this report the respective research analyst hereby certifies that all of the views expressed in this research report accurately reflect the analyst's personal views about any or all of the subject issuer (s) or securities. The analyst (s) also certify that no part of their compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendation or view in this report.

The analyst (s) responsible for preparing this research report receive(s) compensation that is based upon various factors, including Intermonte's total profits, a portion of which is generated by Intermonte's corporate finance activities, although this is minimal in comparison to that generated by brokerage activities.

Intermonte's internal procedures and codes of conduct are aimed to ensure the impartiality of its financial analysts. The exchange of information between the Corporate Finance sector and the Research Department is prohibited, as is the exchange of information between the latter and the proprietary equity desk in order to prevent conflicts of interest when recommendations are made.

The analyst responsible for the report is not a) a resident of US; b) an associated person of a U.S. broker-dealer; c) supervised by a supervisory principal of a U.S. broker-dealer. This Research Report is distributed in the U.S. through Plural Securities LLC, 950 3rd Ave, Suite 2012, NY 10022, USA.

GUIDE TO FUNDAMENTAL RESEARCH

The main methods used to evaluate financial instruments and set a target price for 12 months after the investment recommendation are as follows:

- Discounted cash flow (DCF) model or similar methods such as a dividend discount model (DDM)
- Comparison with market peers, using the most appropriate methods for the individual company analysed: among the main ratios used for industrial sectors are price/ earnings (P/E), EV/EBITDA, EV/EBIT, price /sales.
- Return on capital and multiples of adjusted net book value are the main methods used for banking sector stocks, while for insurance sector stocks return on allocated capital and multiples on net book value and embedded portfolio value are used
- For the utilities sector comparisons are made between expected returns and the return on the regulatory asset base (RAB)

Some of the parameters used in evaluations, such as the risk-free rate and risk premium, are the same for all companies covered, and are updated to reflect market conditions. Currently a risk-free rate of 4.0% and a risk premium of 5.5% are being used.

Frequency of research: quarterly.

Reports on all companies listed on the S&PMB40 Index, most of those on the MIBEX Index and the main small caps (regular coverage) are published at least once per quarter to comment on results and important newsflow.

A draft copy of each report may be sent to the subject company for its information (without target price and/or recommendations), but unless expressly stated in the text of the report, no changes are made before it is published.

Explanation of our ratings system:

BUY: stock expected to outperform the market by over 25% over a 12 month period;

OUTPERFORM: stock expected to outperform the market by between 10% and 25% over a 12 month period;

NEUTRAL: stock performance expected at between +10% and -10% compared to the market over a 12 month period;

UNDERPERFORM: stock expected to underperform the market by between -10% and -25% over a 12 month period;

SELL: stock expected to underperform the market by over 25% over a 12 month period.

Prices: The prices reported in the research refer to the price at the close of the previous day of trading

CURRENT INVESTMENT RESEARCH RATING DISTRIBUTIONS

Intermonte SIM is authorised by CONSOB to provide investment services and is listed at n° 246 in the register of brokerage firms.

As at 31 December 2024 Intermonte's Research Department covered 132 companies. Intermonte's distribution of stock ratings is as follows:

BUY:	31.34 %
OUTPERFORM:	43.28 %
NEUTRAL:	25.38 %
UNDERPERFORM	00.00 %
SELL:	00.00 %

The distribution of stock ratings for companies which have received corporate finance services from Intermonte in the last 12 months (71 in total) is as follows:

BUY:	50.70 %
OUTPERFORM:	29.58 %
NEUTRAL:	19.72 %
UNDERPERFORM	00.00 %
SELL:	00.00 %

CONFLICT OF INTEREST

In order to disclose its possible conflicts of interest Intermonte SIM states that:

Intermonte is acting as financial advisor to Retex S.p.A. – Società Benefit in relation to the voluntary public tender offer launched on Alkemy S.p.A.

Intermonte SIM has provided in the last 12 months / provides / may provide investment banking services to the following companies: Aquafil, Banca Ifis, Civitanavi Systems, Cy4Gate, Esprinet, GPI, Eagle (on Greenthesis shares), Growens, Illimity Bank, Maire Tecnimont, SAES Getters, Tinexta, Unidata and WIT.

Intermonte SIM is acting as counterparty to WIIT Fin S.r.l. in connection with call and put options having WIIT S.p.A. shares and dividends as reference underlying.

Intermonte SIM is Specialist and/or Corporate Broker and/or Sponsor and/or Broker in charge of the share buy back activity of the following Companies: Abitare In, Alkemy, Anima Holding, Antares Vision, Aquafil, Avio, Banca Ifis, Banca Sistema, Civitanavi Systems, Cyberoo, Cy4gate, DHH, El.En, Elica, Emak, Esprinet, Fimit - Fondo Alpha, Fine Foods, Franchi Umberto Marmi, GPI, Greenthesis (formerly Ambienthesis), IEG, IndelB, Intred, Luve, Misitano & Stracuzzi, Mondadori, Notorious Pictures, Omer, Pharmanutra, Relatech, Reply, Revo Insurance, Reway, Saes Getters, Sciuker Frames, Servizi Italia, Sesa, Seri Industrial, Somec, Star7, SyS-Dat Group, Talea, Tamburi, Tinexta, Tesmec, The Italian Sea Group, TXT, Unidata, Webuild and WIT.

Intermonte SIM has a contractual commitment to act as liquidity provider on behalf of third parties for the following company: Banca Sistema.

Intermonte SIM performs as a market maker for the following companies: A2A, Anima, Atlantia, Autogrill, Azimut Holding, BAMI, Banca Generali, Banca Mediolanum, Brembo, Buzzi, CNHI, Enel, ENI, Exor, Fineco, FCA, FTMIB, Generali, Italgas, Iren, Intesa Sanpaolo, Leonardo, Mediobanca, Moncler, Mediaset, Pirelli&C, Prysmian, Poste, Ferrari, Saipem, Snam, STM, Tenaris, Telecom Italia, Telecom Italia sav, Terna, UBI, Unicredit, Unipol, UnipolSai.

Intermonte SIM, through Websim, which constitute the digital division of Intermonte, acts as a Financial Content Provider and/or Specialist and/or Corporate Broker on the following companies: Abitare In, Alkemy, Allcore, Almawave, Banca Sistema, Biffre S.p.A., B&C Speakers, Casta Diva Group, Cleanbnb, Coffe, Crowdfundme, Cube Labs, Cy4gate, Cyberoo, DHH, Digital Bros, Digital Magics, Digitouch, Doxee, Edilziacrobatica Spa, Eles, Elica, Emak, Energy, Esi, Esprinet, Eviso, Fae Technology, Fiera Milano, Fope, FOS, Franchi Umberto Marmi, Giglio Group, GM Leather, GPI, Green Oleo, High Quality Food, Ikonisys, Intercos, Intred, ISCC Fintech, Lemon Sistemi, Lventure Group, Maps Group, Mare Group, Masi Agricola, Matica Fintec, Misitano & Stracuzzi, Neodecortech, Notorious Pictures, Olidata, Osai Automation System, Racing Force Group, Redfish Long Term Capital, Relatech, Reti, Sciuker Frames, SG Company, Solid World Group, Spindox Digital Soul, Talea, Tamburi, Tesmec, Tinexta, TMP Group, Tps Group, Trendevice, Ulisse Biomed, Xenia Hôtellerie Solution Spa Società Benefit, Wilit, Zest.

Intermonte SIM SpA holds net long or short positions in excess of 0.5% of the overall share capital in the following issuers:

Emittente	%	Long/Short
-----------	---	------------

© Copyright 2025 by Intermonte SIM - All rights reserved

It is a violation of national and international copyright laws to reproduce all or part of this publication by email, xerography, facsimile or any other means. The Copyright laws impose heavy liability for such infringement. The Reports of Intermonte SIM are provided to its clients only. If you are not a client of Intermonte SIM and receive emailed, faxed or copied versions of the reports from a source other than Intermonte SIM you are violating the Copyright Laws. This document is not for attribution in any publication, and you should not disseminate, distribute or copy this e-mail without the explicit written consent of Intermonte SIM.

INTERMONTE will take legal action against anybody transmitting/publishing its Research products without its express authorization.

INTERMONTE Sim strongly believes its research product on Italian equities is a value added product and deserves to be adequately paid.

Intermonte Sim sales representatives can be contacted to discuss terms and conditions to be supplied the INTERMONTE research product.

INTERMONTE SIM is MIFID compliant - for our Best Execution Policy please check our Website [MIFID](#)

Further information is available