

<b>CONFINVEST</b>	<i>Italy</i>	<i>FTSE AIM Italia</i>	<i>Gold Trading</i>
<b>Rating: Buy</b> (da Hold)	<b>Target Price: €5,84</b> (da €3,14)		<b>Risk: Medium</b>

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-6,36%	20,47%	37,33%	176,51%
to FTSE AIM Italia	3,45%	37,43%	55,49%	201,87%
to FTSE STAR Italia	11,40%	47,04%	54,26%	194,01%
to FTSE All-Share	15,17%	49,45%	60,67%	198,18%
to FTSE Italia Small Cap	12,31%	47,29%	55,61%	197,06%

#### Stock Data

Price	€ 4,12
Target price	€ 5,84
Upside/(Downside) potential	41,75%
Bloomberg Code	CFV IM
Market Cap (€m)	28,84
EV (€m)	27,92
Free Float	28,60%
Share Outstanding	7.000.000
52-week high	€ 6,08
52-week low	€ 1,46
Average daily volumes (3m)	85.250

Key Financials (€m)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Sales	27,3	62,5	90,5	122,5
EBITDA Adj	0,9	2,9	4,8	6,7
EBIT Adj	0,6	2,8	4,7	6,6
Net Profit Adj	0,7	2,5	4,0	5,6
EPS (€)	0,09	0,35	0,57	0,80
Contribution Margin	99,8%	96,5%	93,8%	96,0%
EBITDA/First Margin	52,2%	70,1%	74,3%	78,3%

Main Ratios	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	30,3	9,5	5,9	4,2
EV/EBIT (x)	47,3	9,8	6,0	4,2
P/E (x)	44,2	11,7	7,3	5,2

#### Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

#### Activity

Confinvest è leader italiano nell'intermediazione di oro fisico da investimento. L'opportunità offerta dalla PSD2 ha favorito lo sviluppo di una soluzione digitale per l'oro, portando Confinvest alla creazione dell'innovativa piattaforma "Conto Lingotto", il cui concept è ideato per offrire ad un ampio target di clientela l'opportunità di accedere all'investimento in oro fisico. La tecnologia l'integrazione con le piattaforme bancarie e di società Fintech rappresenteranno una fonte di ricavi strategica nei prossimi anni, in cui il sistema bancario sarà chiamato a rinnovare la propria offerta di prodotti e servizi alla clientela.

#### FY19 Results

Il fatturato del 2019 è stato decisamente più elevato rispetto alle nostre stime. Con una crescita dell'84% (36% la nostra stima), i ricavi hanno raggiunto €27,2mln (€19,6 mln la nostra stima). Il fatturato 2019 non include ricavi generati dal modello di business Conto Lingotto®, il quale potrà fornire un ulteriore boost alla crescita di fatturato e margini nei prossimi esercizi. Il Primo Margine, superiore dell'8% rispetto alla nostra stima, si incrementa del 110% e raggiunge €1,76 mln (€0,84 ml nel FY18). L'Ebitda, superiore del 105% rispetto alla nostra stima, cresce del 158% a €0,82 mln (€0,32 mln nel FY18) e rappresenta il 46% del Primo Margine (38% nel FY18). La NFP adj presenta un saldo positivo di €3,55 mln, (€1,02 mln nel FY118).

#### 2020-23E Forecast Upgrade

Rispetto alle nostre stime del report del 10 ottobre scorso, abbiamo alzato le stime per gli esercizi 2020-2023E dove ci aspettiamo che la partenza del conto Lingotto nella seconda parte del 2020 possa comportare una ulteriore crescita dell'8.7% delle sales con una performance analoga della marginalità: first margin, +5,9%, contribution margin +5,8% Ebitda margin +7,7%. Siamo convinti che la domanda di mercato verso un nuovo ed innovativo prodotto come il conto Lingotto possa crescere in modo molto più veloce rispetto alle nostre stime (che a prima vista potrebbero sembrare molto elevate, ma in realtà alla luce della forte domanda attesa di oro fisico che ci aspettiamo, sono prudenziali).

#### Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity sulla base del DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. L'offerta di Confinvest riteniamo sia in grado di stimolare e intercettare la domanda potenziale di diversificazione del portafoglio dei clienti, grazie ad alcune peculiari caratteristiche, quali: il grado di intensità competitiva dell'industria, le barriere all'entrata, i prodotti sostitutivi, il potere di mercato dei clienti e dei fornitori, il mercato italiano aggredibile pari a circa € 1,4 trilioni di depositi. **Valutazione: Buy (da Hold), Target Price €5,84 (da 3,14) per azione, risk medium (inv.)**

## 1. Economics & Financials

**Fig. 1 – FY20-23E estimates**

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Sales	14,71	27,28	62,50	90,50	122,50	135,80
Direct Costs	13,01	26,45	58,22	84,10	113,74	124,80
Change in raw material	0,86	-0,93	0,09	0,00	0,21	0,31
<b>First Margin (A)</b>	<b>0,84</b>	<b>1,76</b>	<b>4,20</b>	<b>6,40</b>	<b>8,55</b>	<b>10,69</b>
Other Revenues	0,07	0,02	0,03	0,03	0,10	0,10
Other Costs	0,07	0,08	0,29	0,29	0,29	0,29
<b>Contribution Margin (B)</b>	<b>0,84</b>	<b>1,70</b>	<b>3,94</b>	<b>6,14</b>	<b>8,36</b>	<b>10,50</b>
<i>Contribution Margin % (B/A)</i>	<i>99,8%</i>	<i>96,5%</i>	<i>93,8%</i>	<i>96,0%</i>	<i>97,8%</i>	<i>98,2%</i>
Use of Asset owned by Others	0,01	0,00	0,24	0,32	0,45	0,53
Services	0,13	0,19	0,55	0,80	0,88	1,00
Employees	0,04	0,06	0,17	0,23	0,31	0,35
Other Operating Expenses	0,34	0,63	0,03	0,03	0,03	0,03
<b>EBITDA (C)</b>	<b>0,32</b>	<b>0,82</b>	<b>2,94</b>	<b>4,75</b>	<b>6,70</b>	<b>8,60</b>
<b>EBITDA Adj</b>	<b>0,37</b>	<b>0,92</b>	<b>2,94</b>	<b>4,75</b>	<b>6,70</b>	<b>8,60</b>
<i>EBITDA % on First Margin (C/A)</i>	<i>38,0%</i>	<i>46,5%</i>	<i>70,1%</i>	<i>74,3%</i>	<i>78,3%</i>	<i>80,4%</i>
D&A	0,08	0,07	0,09	0,10	0,11	0,13
<b>EBIT</b>	<b>0,24</b>	<b>0,76</b>	<b>2,85</b>	<b>4,65</b>	<b>6,59</b>	<b>8,47</b>
<b>Ebit Adj</b>	<b>0,12</b>	<b>0,59</b>	<b>2,85</b>	<b>4,65</b>	<b>6,59</b>	<b>8,47</b>
Financial Management	(0,09)	(0,20)	(0,10)	0,00	0,00	0,00
<b>EBT</b>	<b>0,15</b>	<b>0,56</b>	<b>2,75</b>	<b>4,65</b>	<b>6,59</b>	<b>8,47</b>
Taxes	0,08	-0,05	0,27	0,70	0,99	1,27
<b>Net Income</b>	<b>0,07</b>	<b>0,61</b>	<b>2,47</b>	<b>3,96</b>	<b>5,60</b>	<b>7,20</b>
<b>Net Income Adj</b>	<b>0,02</b>	<b>0,65</b>	<b>2,47</b>	<b>3,96</b>	<b>5,60</b>	<b>7,20</b>

BALANCE SHEET (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
<b>Fixed Asset</b>	<b>2,07</b>	<b>2,32</b>	<b>2,13</b>	<b>2,17</b>	<b>2,65</b>	<b>2,71</b>
Receivables	0,13	0,07	0,10	0,13	0,18	0,20
Inventories	1,97	2,90	2,60	3,00	3,00	3,00
Payables	0,29	0,21	0,25	0,35	0,50	0,74
<b>Operating Working Capital</b>	<b>1,81</b>	<b>2,76</b>	<b>2,45</b>	<b>2,78</b>	<b>2,68</b>	<b>2,46</b>
Other Receivable	0,14	0,71	0,80	0,85	1,00	1,50
Other Payable	0,13	0,36	0,50	0,80	1,20	2,10
<b>Net Working Capital</b>	<b>1,82</b>	<b>3,12</b>	<b>2,75</b>	<b>2,83</b>	<b>2,48</b>	<b>1,86</b>
Severance Indemnities & Provision	0,00	0,01	0,03	0,04	0,05	0,05
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>3,89</b>	<b>5,43</b>	<b>4,85</b>	<b>4,96</b>	<b>5,08</b>	<b>4,52</b>
Share Capital	0,50	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
Reserves and Retained Profits	2,59	5,03	5,23	7,28	10,82	15,99
Net Profit	0,02	0,61	2,47	3,96	5,60	7,20
<b>Equity</b>	<b>3,11</b>	<b>6,35</b>	<b>8,40</b>	<b>11,94</b>	<b>17,11</b>	<b>23,89</b>
Cash and Cash Equivalent	0,58	1,48	3,85	7,17	12,13	19,37
Short-Term Financial debt	0,24	0,17	0,00	0,00	0,00	0,00
ML Term Financial Debt	1,13	0,38	0,30	0,20	0,10	0,00
<b>Net Financial Position</b>	<b>0,79</b>	<b>(0,92)</b>	<b>(3,55)</b>	<b>(6,97)</b>	<b>(12,03)</b>	<b>(19,37)</b>
<b>TOTAL SOURCES</b>	<b>3,89</b>	<b>5,43</b>	<b>4,85</b>	<b>4,97</b>	<b>5,08</b>	<b>4,52</b>

CASH FLOW (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
<b>EBIT</b>	<b>0,24</b>	<b>0,76</b>	<b>2,85</b>	<b>4,65</b>	<b>6,59</b>	<b>8,47</b>
Taxes	0,08	(0,05)	0,27	0,70	0,99	1,27
<b>NOPAT</b>	<b>0,16</b>	<b>0,81</b>	<b>2,57</b>	<b>3,96</b>	<b>5,60</b>	<b>7,20</b>
D&A	0,08	0,07	0,09	0,10	0,11	0,13
Change in receivable	(0,06)	0,06	(0,03)	(0,03)	(0,05)	(0,02)
Change in inventories	0,70	(0,93)	0,30	(0,40)	0,00	0,00
Change in payable	0,24	(0,08)	0,04	0,10	0,15	0,24
<b>Change in OWC</b>	<b>0,89</b>	<b>(0,95)</b>	<b>0,31</b>	<b>(0,33)</b>	<b>0,10</b>	<b>0,22</b>
Other Changes	0,04	(0,34)	0,05	0,25	0,25	0,40
Change in Provision	0,00	0,00	0,02	0,01	0,01	0,00
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>1,16</b>	<b>(0,42)</b>	<b>3,05</b>	<b>3,99</b>	<b>6,07</b>	<b>7,95</b>
Investments	(0,27)	(0,31)	0,10	(0,14)	(0,59)	(0,19)
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>0,89</b>	<b>(0,73)</b>	<b>3,15</b>	<b>3,85</b>	<b>5,48</b>	<b>7,76</b>
Financial Management	(0,09)	(0,20)	(0,10)	0,00	0,00	0,00
Change in Payable to Banks	(0,39)	(0,81)	(0,26)	(0,10)	(0,10)	(0,10)
Change of Equity	0,06	2,63	(0,42)	(0,42)	(0,42)	(0,42)
Dividend	0,00	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42
Others	(0,04)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)</b>	<b>0,43</b>	<b>0,89</b>	<b>2,37</b>	<b>3,33</b>	<b>4,96</b>	<b>7,24</b>

Source: Confinvest e stime Integræe SIM. Il 2019 è redatto secondo i principi contabili IAS/IFRS e per confronto il 2018 è stato riclassificato

## 2. I risultati del 2019

Il fatturato del 2019 è stato decisamente più elevato rispetto alle nostre stime. Con una crescita dell'84% (36% la nostra stima), i ricavi hanno raggiunto €27,2mln (€19,6 mln la nostra stima). Il forte incremento è dovuto al costante sviluppo - maggiore delle nostre stime - del piano strategico basato su un approccio multicanale e sull'introduzione di nuovi servizi per i clienti. La crescita ha inoltre beneficiato della maggior visibilità ottenuta con la quotazione in Borsa, che ha permesso a Coninvest di posizionarsi come primo Operatore Oro Europeo quotato.

Il fatturato 2019 non include ricavi generati dal modello di business Conto Lingotto®, il quale potrà fornire un ulteriore boost alla crescita di fatturato e margini già a partire dal 2020E e nei prossimi esercizi. Il Conto Lingotto® è in fase di sviluppo e i primi test della applicazione mobile sono stati avviati a dicembre 2019. Ad oggi è stata completata la gran parte delle funzionalità del middleware (infrastruttura backend per l'amministrazione e servizi innovativi integrati con la normativa PSD2). La conclusione della prima fase del progetto è prevista entro il primo trimestre 2020 e il lancio sul mercato nel primo semestre 2020.

I ricavi realizzati in Italia sono pari a circa €24 mln (90% del totale), grazie alla politica di internazionalizzazione avviata lo scorso anno, che ha portato all'ingresso anche in mercati esteri (principalmente Austria e Svizzera), per efficientare al meglio la logistica sia della supply chain che della gestione del magazzino oro, oltre che per incrementare ulteriormente il fatturato.

Il canale bancario rappresenta il 7% circa dei ricavi, mentre il canale e-commerce contribuisce con una quota pari al 5%. Il canale diretto, che beneficia del presidio online, rappresenta l'88%.

Il Primo Margine, superiore dell'8% rispetto alla nostra stima, si incrementa del 110% e raggiunge €1,76 mln (€0,84 ml nel FY18). Come noto, esso costituisce la vera proxy del fatturato di un market dealer in oro e rappresenta il saldo netto del transato, comprensivo dell'effetto della variazione del magazzino.

L'Ebitda, superiore del 105% rispetto alla nostra stima, cresce del 158% a €0,82 mln (€0,32 mln nel FY18) e rappresenta il 46,5% del Primo Margine (38% nel FY18).

**Fig. 2 – 2019 Actual vs forecast**

2019	Actual	Forecast	% Ch
Sales	27,28	19,65	38,8%
First Margin	1,76	1,63	8,2%
Contribution margin	1,70	1,65	3,2%
<i>Contribution margin %</i>	<i>96,5%</i>	<i>101,2%</i>	
Ebitda	0,82	0,40	105,3%
<i>Ebitda % on First Margin</i>	<i>46,5%</i>	<i>24,4%</i>	

Source: Coninvest e stime Integrae SIM

Le Rimanenze, che costituiscono il magazzino di oro fisico (assicurato con una primaria compagnia assicurativa internazionale) esprimono un valore contabile a FIFO di €2,90 mln (€1,97 mln nel FY18).

Al 31 dicembre 2019 il magazzino di oro fisico è pari a 72,61 Kg di oro fino, suddiviso tra monete e lingotti, per un valore di mercato pari a €3,17 mln calcolato ai prezzi spot del circuito LBMA al 31 dicembre 2019 (€43,66 al grammo). La differenza tra il valore contabile a FIFO e il valore di mercato è un ulteriore buffer di marginalità

potenziale esprimibile dai numeri della Società. Al 31 dicembre 2018 il magazzino di oro fisico era pari a 58,46 Kg di oro fino, per un valore di mercato pari a €2,11 mln euro calcolato ai prezzi spot del circuito LBMA al 31 dicembre 2018 (36,01 euro al grammo).

La NFP, pari a €0,92 mln (cassa) risulta in significativo miglioramento rispetto a €-0,79 mln (debito) al 31 dicembre 2018, grazie sia alla significativa generazione di cassa, sia all'operazione di quotazione sul mercato AIM Italia, nonché all'apprezzamento del valore dell'oro in magazzino.

La NFP adjusted, calcolata come somma algebrica della NFP e il valore della componente liquida del magazzino monete d'oro, presenta un saldo positivo di €3,55 mln, in incremento rispetto a €1,02 mln del dicembre 2018 (a tale risultato ha contribuito la variazione nella quotazione ai valori di mercato del magazzino di oro fisico).

Il CdA proporrà all'assemblea degli azionisti, convocata per il prossimo 29 aprile, la distribuzione di un dividendo di €6 cent per azione che, rispetto al prezzo di IPO (€1,5 per azione) consente un rendimento del 4%.

Il CdA proporrà inoltre all'assemblea degli azionisti l'adozione di un piano di acquisto di azioni proprie. La proposta è finalizzata ad implementare piani di incentivazione azionaria in qualunque forma essi siano strutturati, nei limiti di quanto previsto dalle disposizioni normative e regolamentari pro tempore vigenti, e in particolare dal Regolamento (UE) 596/2014. L'autorizzazione all'acquisto delle azioni proprie verrà richiesta per un periodo di 18 mesi, a far data dalla delibera dell'Assemblea ordinaria. L'autorizzazione alla disposizione delle azioni proprie verrà richiesta senza limiti temporali. Alla data odierna, Confinvest non detiene azioni proprie in portafoglio.

## 2.1 Le stime per il periodo 2020 – 2023E

La società comunica che nei primi mesi del 2020 è continuato il trend positivo del mercato dell'oro fisico. L'incremento dei prezzi ha offerto uno scenario molto positivo per la società, che ha continuato il suo percorso di crescita e incremento del fatturato, con risvolti positivi sull'Ebitda e la NFP, con costante generazione di cassa, nonostante gli investimenti nella piattaforma FINTECH Conto Lingotto®.

Ad oggi è in corso l'emergenza legata al COVID-19, che ha visto l'Italia tra i Paesi più colpiti subito dopo la Cina. La Società sta monitorando di continuo le attività e applicando le policies di gestione del lavoro previste dalla normativa nazionale e regionale vigente. **Nonostante nei primi due mesi e mezzo del 2020 sia continuato il trend di crescita, allo stato attuale non è possibile prevedere le dinamiche future dell'emergenza COVID-19 e quali impatti possa avere sull'operatività della società e sulla supply chain, in particolare gli impatti derivanti da una normativa in continua evoluzione.**

**Nonostante la contingenza dell'emergenza COVID-19, l'attuale strategia multicanale perseguita è validata dalle performance positive registrate nei primi mesi del 2020.**

Prosegue a pieno ritmo il progetto CONTO LINGOTTO®, pilastro di crescita della business unit fintech di Confinvest. La fase alfa del progetto è completata al 95% e pronta per i primi test a supporto del rilascio sul mercato, prevedibile per la fine del primo semestre 2020. **L'emergenza COVID-19 non ha ad oggi intaccato l'operatività degli sviluppatori e del team dedicato al rilascio della piattaforma** middleware, del back-end e delle applicazioni di front-end, tra le quali l'APP per smartphone e la versione web, oltre che le API per l'interconnessione con il sistema bancario. **Nel corso del primo semestre sarà rilasciata la prima versione di Conto Lingotto®**, sia per la parte front-end che per la parte back-end. Dopo un primo beta test su una utenza ridotta, sarà effettuato il lancio sul mercato italiano, che potrà permettere presumibilmente l'allargamento del bacino di utenza di Confinvest F.L. S.p.A. e allargare sempre di più la base delle banche con le quali la Società potrà collaborare.

**I migliori risultati del 2019 rispetto alle nostre stime, ci consentono di modificare le stesse per gli anni 2020-23E.**

Le ragioni sottostanti il rialzo, come già argomentavamo nella nostra nota del 10 ottobre 2019, riguardano la forte crescita della domanda da investimento in oro fisico che ci aspettiamo nei prossimi anni (sperimentata nell'emergenza mondiale del Covi-19). Questa per effetto di diversi motivi:

- l'incertezza che riteniamo continuerà a dominare le economie mondiali e quindi tenderà a privilegiare gli investimenti in beni materiali;
- l'attenzione che i governi Europei (Italia compresa) stanno mettendo sul "costo della liquidità" parcheggiata nelle banche. Come logica conseguenza stimiamo che una larga parte dei circa €1,4 tn di liquidità dovrà trovare investimenti alternativi che "garantiscono" una tenuta nel tempo del proprio valore intrinseco;
- l'offerta di una asset class sufficientemente liquida e liquidabile che di fatto riduce la volatilità di medio/lungo periodo e offre un rendimento positivo anche nei momenti di maggiore incertezza;
- la crescente attenzione degli investitori retail alla diversificazione del portafoglio – e quindi del rischio – in un'ottica di medio / lungo periodo.

In altre parole, siamo convinti che il conto lingotto sia il prodotto giusto al momento giusto. Abbiamo quindi alzato le stime dei clienti a regime dagli attuali 28.000 a 30.000.

Il concept Conto Lingotto risponde pienamente alla crescente domanda di certezza, liquidabilità e diversificazione degli investitori. E' stato infatti ideato per offrire l'opportunità ad un ampio target di clientela di accedere all'investimento in oro fisico grazie ad una user experience digitale ed innovativa. La soluzione Conto Lingotto è molto flessibile ed è in grado di poter essere customizzata ed integrata white label in tutte le reti di distribuzione partners, bancarie, fintech, finanziarie.

Il branding, naming e lancio del prodotto proprietario è stato affidato alla Società Casiraghi Greco &, Agenzia Pubblicitaria Tier 1 per il settore Finance, che da sempre gestisce lo sviluppo ed il posizionamento di Blue Chip nel settore del risparmio (ie. ING con Conto Arancio, Che Banca, PosteMobile).

Il modello proprietario Conto Lingotto consentirà un online acquiring diretto di clientela, in aggiunta a quello intermediato dal sistema finanziario tradizionale e dagli operatori Fintech.

Il Conto Lingotto è stato sviluppato per fornire una soluzione innovativa e smart a tutti gli utenti allo scopo di diversificare la propria liquidità. Con il Conto Lingotto il cliente sarà in grado di:

- Acquistare/Vendere oro fisico in modo semplice ed immediato;
- Beneficiare del possesso di un vero lingotto con la custodia inclusa;
- Vendere tutto o parte della posizione contro liquidità immediata;
- Chiedere la consegna fisica del bene.

Queste le nostre stime:

**Fig. 3 – Estimates upgrade**

Data in € mln	2020E			2021E			2022E			2023E		
	Old	New	% Ch	Old	New	% Ch	Old	New	% Ch	Old	New	% Ch
Sales	57,50	62,50	8,7%	85,50	90,50	5,8%	117,50	122,50	4,3%	130,80	135,80	3,8%
First Margin	3,96	4,20	5,9%	6,00	6,40	6,7%	8,09	8,55	5,7%	9,99	10,69	7,0%
Contribution Margin	3,70	3,94	6,4%	5,74	6,14	7,0%	7,90	8,36	5,9%	9,80	10,50	7,1%
Ebitda adjusted	2,73	2,94	7,7%	4,35	4,75	9,3%	6,24	6,70	7,3%	7,90	8,60	8,8%

Source: Confinvest e stime Integrae SIM

Rispetto alle nostre stime del report del 10 ottobre scorso abbiamo alzato le stime per gli esercizi 2020-2023E dove ci aspettiamo che la partenza del conto Lingotto nella seconda parte del 2020 possa comportare una ulteriore crescita dell'8.7% delle sales rispetto alle nostre stime precedenti con una performance sostanzialmente analoga della marginalità: first margin +5,9%, contribution margin +5,8% Ebitda margin +7,7%.

Siamo convinti poi che la domanda di mercato verso un nuovo ed innovativo prodotto come il conto Lingotto possa crescere in modo molto più veloce rispetto alle nostre stime (che a prima vista potrebbero sembrare molto elevate, ma in realtà alla luce della forte domanda attesa di oro fisico, sono prudenziali), consentendo a Confinvest di poter esprimere una redditività mediamente più elevata rispetto ai competitors ma soprattutto sostenibile.

### 3. La valutazione

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity sulla base della metodologia del DCF e dei multipli di un campione di società comparabili.

Ciascun modello di valutazione è in grado di cogliere uno o più aspetti della vita di un'azienda: reddituale, patrimoniale, basato sui flussi di cassa, basato sulla comparazione di aziende "simili" quotate. Per questo motivo riteniamo che un corretto mix tra le diverse valutazioni, sia in grado di meglio cogliere il "corretto fair value range" di una società come Confinvect caratterizzata da alcune particolarità (enorme mercato potenzialmente aggredibile, business regolato, flussi di cassa, management quality, regolamentazione PSD2).

#### 3.1 Il DCF

I risultati dell'applicazione del modello DCF ai fini del calcolo dell'equity value di una società sono, come noto, funzione delle stime. Oltre al valore dell'equity ciò che assume rilevanza, ai fini della comparabilità dei risultati, è la qualità degli stessi, a sua volta funzione di numerose variabili, tra le quali la visibilità del business. Visibilità che, nel caso di Confinvest consente di poter allungare l'orizzonte temporale fino al 2023F. Motivo questo per il quale il modello DCF riteniamo possa cogliere alcuni aspetti della vita dell'impresa che la comparazione con le altre società basata sui multipli non sarebbe in grado di approssimare.

Fig. 4 – Il DCF

WACC		12,10%
Risk Free Rate	0,80% $\alpha$ (specific risk)	2,50%
Market Premium	7,37% Beta Adjusted	1,19
D/E (average)	0,00% Beta Relevered	1,19
Ke	12,10% Kd	1,50%

  

DCF Equity Value		42,3
FCFO actualized	10,3	25%
TV actualized DCF	31,1	75%
<b>Enterprise Value</b>	<b>41,4</b>	100%
NFP (FY19A)	-0,9	

Source: elaborazione Integrae SIM

Con le nostre stime ed assunzioni, ne risulta un **equity value di €42,3 mln.** Per il calcolo dello stesso abbiamo **incluso un premio per il rischio supplemento pari al 2,5%.**

Fig. 5 – Sensitivity analysis

€/mln		WACC						
		10,6%	11,1%	11,6%	12,1%	12,6%	13,1%	13,6%
Growth rate (g)	2,5%	56,6	53,1	50,0	47,2	44,7	42,4	40,3
	2,0%	54,0	50,8	48,0	45,4	43,1	41,0	39,0
	1,5%	51,7	48,8	46,2	43,8	41,6	39,7	37,9
	1,0%	49,6	46,9	44,5	42,3	40,3	38,5	36,8
	0,5%	47,7	45,3	43,0	41,0	39,1	37,4	35,8
	0,0%	46,0	43,7	41,7	39,8	38,0	36,4	34,9
	-0,5%	44,5	42,4	40,4	38,6	37,0	35,5	34,0

Source: elaborazione Integrae SIM

### 3.2 I multipli di mercato

Non esistono società quotate che abbiamo la stessa attività di Confinvest. Motivo questo per il quale abbiamo preso come riferimento i multipli medi di società che svolgono un servizio di trading, opportunamente scontati.

Il nostro panel è formato da società operanti nello stesso settore di Confinvest, ma con una capitalizzazione maggiore. Abbiamo quindi effettuato la valutazione prendendo come riferimento i multipli medi dei comparables indicati:

**Fig. 6 – I comparables**

Company	EV/Ebitda				EV/Ebit				P/E			
	2019E	2020E	2021E	2022E	2019E	2020E	2021E	2022E	2019E	2020E	2021E	2022E
TD Ameritrade Holding Corp.	3,3	4,8	5,4	5,9	3,5	5,1	4,9	5,8	8,2	11,9	13,2	15,0
LPL Financial Holdings Inc.	5,2	5,4	5,1	6,2	6,2	7,2	6,2	7,9	7,4	8,5	7,2	8,0
Franklin Resources Inc.	1,9	2,2	2,3	2,5	2,1	2,3	2,5	2,7	7,2	7,7	8,0	7,9
Legg Mason Inc.	8,4	8,1	8,7	9,3	9,3	8,9	9,2	11,0	13,2	13,3	12,7	14,0
<b>Average</b>	<b>4,7</b>	<b>5,1</b>	<b>5,4</b>	<b>6,0</b>	<b>5,3</b>	<b>5,9</b>	<b>5,7</b>	<b>6,8</b>	<b>9,0</b>	<b>10,3</b>	<b>10,3</b>	<b>11,2</b>

Source: elaborazione Integrae SIM

Della tabella sopra riportata, abbiamo escluso il multiplo 2019, avendo lo stesso scarso significato segnaletico del “reale” valore di Confinvest, alla luce soprattutto dell’entrata in vigore della normativa PSD2 destinata a cambiare, come abbiamo visto, in modo radicale la crescita della società e tenuto conto che i benefici del conto Lingotto cominceranno ad essere visibili a partire dal 2H20E.

**Il valore di Confinvest**, calcolato attraverso la **metodologia dei multipli** risulta pari a €49,4 mln; valore al quale abbiamo applicato uno sconto per la minore liquidità di Confinvest rispetto ai comparables, raggiungendo un valore **di €39,5 mln**. **La valutazione** media di Confinvest risulta pertanto di **€40,9 mln, vale a dire €5,84 (da €4,62) per azione**.

**Fig. 7 – L’equity Value**

<b>Average Equity Value (€/mln)</b>	<b>40,9</b>
Equity Value DCF (€/mln)	42,3
Equity Value multiples (€/mln)	39,5
<b>Target Price (€)</b>	<b>5,84</b>

Source: elaborazione Integrae SIM

**Il nostro rating cambia quindi a Buy (da Hold), mentre il target price diventa pari a €5,84 (da €4,62) per azione. Risk medium invariato.**

### 3.3 Considerazioni finali

L'obiettivo primario della Direttiva PSD2 è quello di creare un mercato unico ed integrato dei servizi di pagamento, uniformando le regole per gli istituti bancari e per i nuovi PSP sorti con l'avvento del digitale. La PSD2 permetterà di abbattere le barriere all'ingresso di nuovi operatori contribuendo a rafforzare la sicurezza del sistema, abilitando nuovi servizi di pagamento, garantendo trasparenza ed una corretta concorrenza a tutto vantaggio dei consumatori.

Il mercato italiano potenzialmente aggredibile è decisamente enorme e fa leva su € 1,4 trilioni circa di depositi presso le banche che, erroneamente, si ritengono senza costi e senza rischi (fra tutti il rischio di bail in).

Siamo convinti che la diversificazione dell'offerta di investimento offerta dalla PSD2 da una parte, unita alla liquidabilità dell'attività sottostante dall'altra, possa costituire una miscela esplosiva in grado di cambiare alla radice il rapporto tra "l'istituzione banca" e l'investitore / correntista. In altre parole vediamo un futuro a breve in cui la banca sarà sempre più vista come la depositaria di liquidità pronta ad essere investita e sempre meno vista come porto sicuro in cui lasciare "dormire" il denaro.

Siamo convinti che l'offerta di Confinvest sia in grado di stimolare e intercettare la domanda potenziale di diversificazione grazie ad alcune peculiari caratteristiche, quali:

- **il grado di intensità competitiva dell'Industria.** Confinvest presidia da oltre 35 anni la nicchia del mercato dell'oro. I bassi rendimenti monetari e obbligazionari correnti sull'euro e su altre valute come il franco svizzero ampliano il potenziale dell'oro come forma di investimento alternativa della liquidità. L'intensità della competizione potrebbe di conseguenza aumentare, ma nessun operatore di mercato ha una value proposition simile a quella di Confinvest, orientata ad aggredire il mass market (first mover advantage);
- **le barriere all'Entrata.** Le barriere normative: sono costituite da:
  - iscrizione all'elenco della Banca d'Italia (necessità di disporre di un capitale minimo regolamentare);
  - normative antiriciclaggio (strutture di compliance e implementazione procedurale);
  - Barriere di capitale: finanza per poter operare con clientela HNWI e network di dealer nazionali e internazionali con i quali fare settlement fisico di oro con immediate regolamento cash;
  - Barriere di "trust": la brand reputation è essenziale per operare nel settore dell'oro;
- **i prodotti sostitutivi.** Il denaro, sotto la forma prevalente dei depositi in c/c, espressi nelle valute più scambiate (EUR, USD, CHF), che in questo momento forniscono rendimenti reali negativi e hanno consistenze molto grandi. In particolare il franco svizzero ha sempre rappresentato la valuta-rifugio in competizione con l'oro. L'oro finanziario, nelle sue varie forme, può costituire un'alternativa come forma di investimento, ma accessibile solo a soggetti esperti;
- **il potere di mercato dei clienti.** Il potere contrattuale della clientela è molto ridotto, rispetto al ruolo di market maker svolto. Confinvest ha un'elevata

brand reputation, che deriva anche dalla fornitura delle quotazioni a organi di stampa e information provider;

- **il potere di mercato dei fornitori.** Il potere contrattuale dei fornitori – intesi come banche metalli o altri dealer di oro – è molto contenuto, dato che il mercato dell’oro fisico è molto trasparente e gli spread tra operatori sono contenuti.

**Disclosure Pursuant to Article 69 Et seq. of Consob (Italian Securities Exchange Commission) Regulation No. 11971/1999**

**Analyst/s certification**

The analysts who have produced the following analyses hereby certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by them, as a result of the above opinions, or shall be correlated to the success of investment banking transactions. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi is Integrae SIM's currently Head of Equity Research. Mattia Petracca is currently a financial analyst.

**Disclaimer**

This publication was produced by INTEGRAE SIM SpA. INTEGRAE SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of March 29th 2011.

INTEGRAE SIM SpA performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

INTEGRAE SIM SpA is distributing this report in Italian and in English, starting from the date indicated on the document, to approximately 300 qualified institutional investors by post and/or via electronic media, and to non-qualified investors through the Borsa Italiana website and through the leading press agencies.

Unless otherwise indicated, the prices of the financial instruments shown in this report are the prices referring to the day prior to publication of the report. INTEGRAE SIM SpA will continue to cover this share on a continuing basis, according to a schedule which depends on the circumstances considered important (corporate events, changes in recommendations, etc.), or useful to its role as specialist.

The table below, shows INTEGRAE SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
5/8/2019	1,50	Buy	2,89	Medium	Initiation of coverage
10/10/2019	3,14	Hold	3,14	Medium	1H19 Results

The list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integrae SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integrae SIM website.

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRAE SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRAE SIM SpA shall not be directly and/or indirectly held liable for the correctness or completeness of said sources.

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has formalized a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site ([www.integraesim.it](http://www.integraesim.it)). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 16190 of 29.10.2007, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

### Rating system (long term horizon: 12 months)

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the expected total return (ETR – absolute performance in the 12 months following the publication of the analysis, including the ordinary dividend paid by the company), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the expected total return may temporarily fall outside the proposed range

Equity Total Return (ETR) for different risk categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR >= 7.5%	ETR >= 10%	ETR >= 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR <= -5%	ETR <= -5%	ETR <= 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

### Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRÆ SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integrae SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies).

The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

### Conflict of interest

At the Integrae SIM website you can find the archive the last 12 months of the conflicts of interest between Integrae SIM and issuers of financial instruments, and their group companies, and referred to in research products produced by analysts at Integrae.