

Production Date: August 2nd, 2019 - h 18.30

Release Date: August 5th, 2019 - h 7.00

| | | | |
|--------------------|-----------------------------|-------------------------------|---------------------|
| CONFINVEST | <i>Italy</i> | <i>FTSE AIM Italia</i> | <i>Gold Trading</i> |
| Rating: BUY | Target Price: € 2,89 | Initiating of Coverage | Risk: Medium |

| Stock performance | 1M | 3M | 6M | 1Y |
|---------------------|------|------|------|------|
| absolute | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| to FTSE AIM Italia | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| to FTSE STAR Italia | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| to FTSE All-Share | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| to EUROSTOXX | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| to MSCI World Index | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |

| Stock Data | |
|-----------------------------|-----------|
| Price | € 1,50 |
| Target price | € 2,89 |
| Upside/(Downside) potential | 92,67% |
| Bloomberg Code | CFVIM |
| Market Cap (€m) | 10,50 |
| EV (€m) | 13,16 |
| Free Float | 28,60% |
| Share Outstanding | 7.000.000 |
| 52-week high | € 1,50 |
| 52-week low | € 1,46 |
| Average daily volumes (3m) | 72.000 |

| Key Financials (€m) | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|
| Sales | 14,7 | 19,7 | 57,5 | 83,9 |
| EBITDA | 0,4 | 0,9 | 2,7 | 4,3 |
| EBIT | 0,1 | 0,5 | 2,0 | 3,3 |
| Net Profit | 0,0 | 0,9 | 2,5 | 3,6 |
| EPS (€) | 0,00 | 0,13 | 0,36 | 0,52 |
| Contribution Margin | 91,9% | 93,1% | 88,9% | 89,7% |
| EBITDA/First Margin | 35,9% | 49,4% | 65,8% | 67,7% |

| Main Ratios | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| EV/EBITDA (x) | n.m. | 14,7 | 4,8 | 3,1 |
| EV/EBIT (x) | n.m. | 25,7 | 6,5 | 4,0 |
| P/E (x) | n.m. | 11,4 | 4,1 | 2,9 |

Antonio Tognoli

+39 02 87208 703

antonio.tognoli@integraesim.it

Activity

Coninvest 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 Coninvest 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.

The market

Il mercato italiano potenzialmente aggredibile è decisamente ampio e fa leva su € 1,4 trilioni circa di depositi presso le banche che, erroneamente, si ritengono senza costi e senza rischi (p.e. il bail in). Siamo convinti che la diversificazione dell'offerta di investimento consentita dalla PSD2 e la liquidabilità dell'attività sottostante possano costituire il detonante in grado di cambiare il rapporto tra la banca e l'investitore / correntista. Il futuro a breve vedrà la banca sempre più depositaria di liquidità pronta ad essere investita e sempre meno porto sicuro in cui lasciare "dormire" il denaro.

2019-22 Forecast

Stimiamo che i ricavi possano raggiungere €128,5 mln nel 2023E (CAGR 2018-23E pari al 54,3%), di cui la gran parte è attesa dal Conto Lingotto (CAGR 91%). La redditività lorda misurata dal rapporto Ebitda/First Margin, grazie all'effetto indotto dalla dinamica dei costi fissi di struttura, dovrebbe raggiungere il 72,8% nel 2023E (dal 35,9% del 2018), ovvero un Ebitdadi €7,8 mln con un CAGR 2018-23E dell'84,1%.

Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity sulla base del DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. L'offerta di Coninvest 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, Target Price €2,89, risk medium.**

Sommario

| | |
|--|----|
| 1. Economics & Financials | 3 |
| 2. L'attività..... | 4 |
| 2.1 Il Conto Lingotto | 5 |
| 2.2 Gli azionisti | 6 |
| 2.3 Il modello di business e la value proposition | 6 |
| 2.4 I clienti e la rete di venditori..... | 9 |
| 2.5 I fornitori..... | 10 |
| 2.6 La ricerca e sviluppo | 10 |
| 3. Il settore..... | 11 |
| 3.1 Il settore mondiale dell'oro | 11 |
| 3.2 Le determinanti della domanda | 13 |
| 3.3 Le determinanti dell'offerta | 14 |
| 3.4 Il settore dell'oro fisico in Italia | 14 |
| 3.5 La spinta normativa e l'evoluzione tecnologica | 15 |
| 3.6 I competitors | 17 |
| 4. I risultati del 2018..... | 19 |
| 4.1 Le stime per il periodo 2019 – 2023E | 21 |
| 5. La valutazione..... | 24 |
| 5.1 Il DCF..... | 24 |
| 5.2 I multipli di mercato | 25 |
| 5.3 Considerazioni finali | 26 |

1. Economics & Financials

Table 1 – FY19E-23E Integrae SIM estimates

| INCOME STATEMENT (€/mln) | FY17A | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E | FY22E | FY23E |
|--|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| Sales | 10,96 | 14,71 | 19,65 | 57,50 | 83,90 | 115,40 | 128,50 |
| Direct Costs | 9,59 | 12,97 | 17,13 | 53,26 | 77,60 | 106,35 | 117,50 |
| Change in raw material | 0,50 | 0,71 | 0,71 | 0,09 | 0,00 | 0,21 | 0,31 |
| First Margin (A) | 0,88 | 1,03 | 1,81 | 4,16 | 6,30 | 8,84 | 10,69 |
| Other Revenues | 0,01 | 0,02 | 0,02 | 0,03 | 0,03 | 0,10 | 0,10 |
| Other Costs | 0,05 | 0,10 | 0,14 | 0,49 | 0,68 | 0,92 | 1,10 |
| Contribution Margin (B) | 0,83 | 0,94 | 1,68 | 3,70 | 5,65 | 8,02 | 9,69 |
| <i>Contribution Margin % (B/A)</i> | <i>95,0%</i> | <i>91,9%</i> | <i>93,1%</i> | <i>88,9%</i> | <i>89,7%</i> | <i>90,7%</i> | <i>90,6%</i> |
| Use of Asset owned by Others | 0,03 | 0,05 | 0,08 | 0,22 | 0,32 | 0,45 | 0,53 |
| Services | 0,27 | 0,46 | 0,48 | 0,55 | 0,80 | 0,88 | 1,00 |
| Employees | 0,00 | 0,04 | 0,05 | 0,16 | 0,23 | 0,31 | 0,35 |
| Other Operating Expenses | 0,03 | 0,03 | 0,18 | 0,03 | 0,03 | 0,03 | 0,03 |
| EBITDA (C) | 0,50 | 0,37 | 0,89 | 2,73 | 4,26 | 6,36 | 7,79 |
| <i>EBITDA % on First Margin (C/A)</i> | <i>57,0%</i> | <i>35,9%</i> | <i>49,4%</i> | <i>65,8%</i> | <i>67,7%</i> | <i>71,9%</i> | <i>72,8%</i> |
| D&A | 0,22 | 0,25 | 0,38 | 0,70 | 0,95 | 0,98 | 1,00 |
| EBIT | 0,27 | 0,12 | 0,51 | 2,03 | 3,31 | 5,38 | 6,79 |
| Financial Management | (0,11) | (0,09) | 0,15 | 0,05 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| EBT | 0,16 | 0,03 | 0,66 | 2,08 | 3,31 | 5,38 | 6,79 |
| Taxes | 0,10 | 0,01 | 0,26 | 0,99 | 1,41 | 2,04 | 2,29 |
| Net Income | 0,07 | 0,02 | 0,92 | 2,53 | 3,62 | 5,26 | 5,88 |
| BALANCE SHEET (€/mln) | FY17A | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E | FY22E | FY23E |
| Fixed Asset | 1,88 | 1,74 | 2,88 | 3,61 | 3,73 | 4,08 | 4,21 |
| Account receivable | 0,08 | 0,13 | 0,21 | 0,62 | 0,90 | 1,22 | 1,40 |
| Inventories | 2,67 | 1,96 | 1,12 | 1,16 | 1,16 | 1,36 | 1,10 |
| Account payable | 0,05 | 0,10 | 0,15 | 0,70 | 0,71 | 0,71 | 0,74 |
| Operating Working Capital | 2,70 | 1,99 | 1,19 | 1,08 | 1,35 | 1,88 | 1,76 |
| Other Receivable | 0,12 | 0,12 | 0,12 | 0,12 | 0,10 | 0,11 | 0,11 |
| Other Payable | 0,07 | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,07 | 0,15 | 0,15 |
| Net Working Capital | 2,74 | 2,06 | 1,25 | 1,15 | 1,38 | 1,84 | 1,72 |
| Severance Indemnities & Provision | 0,00 | 0,00 | 0,01 | 0,03 | 0,04 | 0,05 | 0,05 |
| NET INVESTED CAPITAL | 4,62 | 3,80 | 4,12 | 4,73 | 5,07 | 5,87 | 5,88 |
| Share Capital | 0,50 | 0,50 | 0,70 | 0,70 | 0,70 | 0,70 | 0,70 |
| Reserves and Retained Profits | 2,46 | 2,49 | 5,00 | 4,90 | 5,44 | 7,30 | 9,60 |
| Net Profit | 0,07 | 0,02 | 0,79 | 2,53 | 3,62 | 5,26 | 5,88 |
| Equity | 3,02 | 3,01 | 6,49 | 8,13 | 9,76 | 13,26 | 16,18 |
| Cash and Cash Equivalent | 0,16 | 0,58 | 3,65 | 4,49 | 5,56 | 8,22 | 10,70 |
| Short-Term Financial debt | 0,39 | 0,24 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| ML Term Financial Debt | 1,37 | 1,13 | 1,28 | 1,09 | 0,87 | 0,83 | 0,40 |
| Net Financial Position | 1,60 | 0,79 | (2,37) | (3,40) | (4,69) | (7,39) | (10,30) |
| TOTAL SOURCES | 4,62 | 3,80 | 4,12 | 4,73 | 5,07 | 5,87 | 5,88 |
| CASH FLOW (€/mln) | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E | FY22E | FY23E | |
| EBIT | 0,12 | 0,90 | 3,47 | 5,03 | 7,30 | 8,17 | |
| Taxes | 0,01 | 0,26 | 0,99 | 1,41 | 2,04 | 2,29 | |
| NOPAT | 0,11 | 0,64 | 2,48 | 3,62 | 5,26 | 5,88 | |
| D&A | 0,25 | 0,38 | 0,70 | 0,95 | 0,98 | 1,00 | |
| Change in receivable | (0,06) | (0,08) | (0,41) | (0,28) | (0,32) | (0,18) | |
| Change in inventories | 0,72 | 0,83 | (0,04) | 0,00 | (0,21) | 0,26 | |
| Change in payable | 0,05 | 0,05 | 0,55 | 0,01 | 0,00 | 0,03 | |
| Change in OWC | 0,71 | 0,80 | 0,11 | (0,27) | (0,53) | 0,12 | |
| Other Changes | (0,02) | 0,00 | 0,00 | 0,04 | 0,07 | 0,00 | |
| Change in Provision | 0,00 | 0,00 | 0,02 | 0,01 | 0,01 | 0,00 | |
| OPERATING CASH FLOW | 1,05 | 1,83 | 3,31 | 4,35 | 5,79 | 7,00 | |
| Investments | (0,12) | (1,51) | (1,43) | (1,07) | (1,33) | (1,13) | |
| FREE CASH FLOW | 0,94 | 0,31 | 1,87 | 3,28 | 4,46 | 5,87 | |
| Financial Management | (0,09) | 0,15 | 0,05 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | |
| Change in Payable to Banks | (0,39) | (0,09) | (0,19) | (0,22) | (0,04) | (0,43) | |
| Change in Equity | (0,03) | 2,69 | (0,89) | (1,99) | (1,76) | (2,96) | |
| FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE) | 0,43 | 3,06 | 0,85 | 1,07 | 2,66 | 2,48 | |

Source: Coninvest e stime Integrae SIM

2. L'attività

Coninvest è leader italiano nell'intermediazione di oro fisico da investimento. La società è in grado di gestire grandi volumi in acquisto e in vendita con disponibilità immediata di monete (sterline, marengi, krugerrand, dollari US, corone, etc) e lingotti LBMA (London Bullion Market Association – il mercato internazionale di Londra dedicato all'oro e all'argento) con differenti tagli. L'attività è regolata in base alla legge 7/2000, che ha istituito presso la Banca d'Italia un apposito albo di operatori professionali in oro (Coninvest rientra nell'albo - iscrizione 5000450). Coninvest è in attesa della delibera che la qualifichi come PMI innovativa, soddisfacendo i requisiti relativi di cui alla L 23/12/2014 e del D.L. 3/2015).

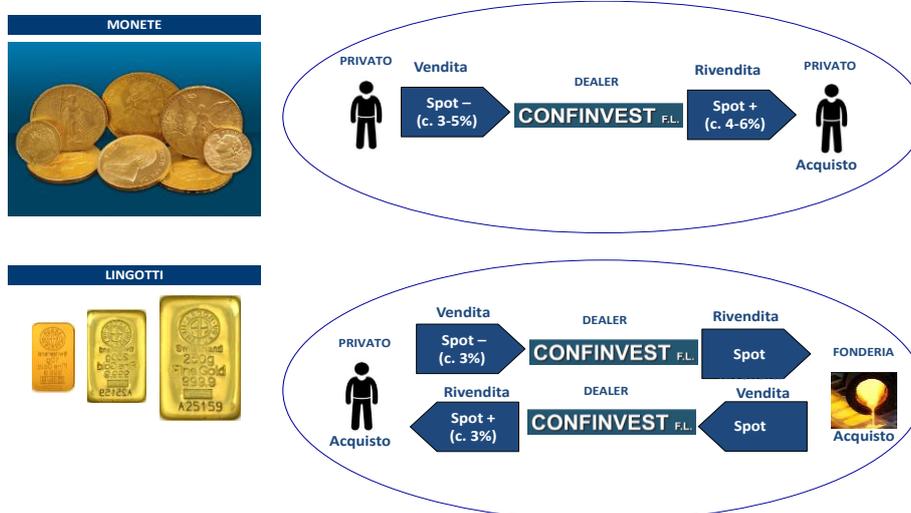
Table 2 – Il core business storico

| PORTAFOGLIO PRODOTTI | DETTAGLI |
|--|---|
| <p>MONETE</p>  |  <p><i>Monete in oro da investimento:</i> Sterline Marengi Krugerrand Dollari US Corone</p> |
| <p>LINGOTTI</p>  |  <p><i>Lingotti LBMA da investimento con tagli differenti:</i> 50 g 100 g 250 g 500 g 1000 g</p> |

Source: Coninvest

Coninvest è attiva su tutto il territorio nazionale con un servizio di consegna/ritiro assicurato sia presso intermediari/istituzioni finanziarie scelte dai clienti sia al domicilio degli stessi. Il cliente principale della società è costituito dai risparmiatori privati, sia nel segmento retail, che nel comparto private (investitori High Net Worth Individual – HNWI - e Ultra High Net Worth Individual, UHNWI). Coninvest agisce sul mercato da “gold dealer”, incassando uno spread, rispetto alle quotazioni ufficiali denaro/lettera, sull'esecuzione degli ordini della clientela, sia che si tratti di acquisto che di vendita di monete e lingotti di oro, reperiti tramite il magazzino o attraverso l'acquisto presso altri dealer (vedi Table 3)

Table 3 – La redditività del market maker sull'oro



Source: Coninvest

A metà del 2018 sono stati lanciati due nuovi servizi, strettamente correlati all'attività tradizionale:

- **GoldPlan:** investimenti in oro tramite Piani di Accumulo – PAC. Il piano coniuga la flessibilità, prevedendo 3 diverse tipologie di PAC e la liquidabilità, considerato che è possibile richiedere la consegna o la rivendita dell'oro accumulato senza commissioni o la sospensione del piano senza alcuna penale, la riduzione della stagionalità e la custodia. Il servizio consente una migliore fidelizzazione della clientela e genera ricavi ricorrenti, oltre a favorire una migliore pianificazione degli approvvigionamenti;
- **Confinvault:** servizi di custodia di oro per conto della clientela che può fungere anche da supporto all'erogazione dei nuovi servizi innovativi digitali. La gestione della custodia è digitale, attraverso una piattaforma proprietaria web. Il servizio consente di coniugare la sicurezza, l'assicurazione dei valori depositati, la consegna fisica di monete e lingotti e un rapido cash settlement in caso di cessione. Anche in questo caso, come nel GoldPlan, il servizio consente una migliore fidelizzazione della clientela. La custodia dei valori genera ricavi ricorrenti, pari allo 0,5% degli Asset under Management (€1,6 mln al febbraio 2019 vs €1,1 mln a fine 2018).

La clientela è costituita prevalentemente da retail/persone fisiche, high-net-worth individuals (HNWI) e ultra high-net-worth individuals (UHNWI) e da corporate.

Nel corso del 2018 Coninvest ha testato i due servizi registrando risultati significativi di recepimento da parte del mercato. I risultati, ovviamente da considerare come beta-test, dimostrano l'apprezzamento del mercato per il nuovo servizio.

2.1 Il Conto Lingotto

L'opportunità offerta dalla PSD2 e Open Banking con API Economy ha permesso a Coninvest FL di sviluppare una nuova soluzione digitale per l'oro. Questo ha portato alla creazione dell'innovativa piattaforma Conto Lingotto.

Il concept Conto Lingotto è stato 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:

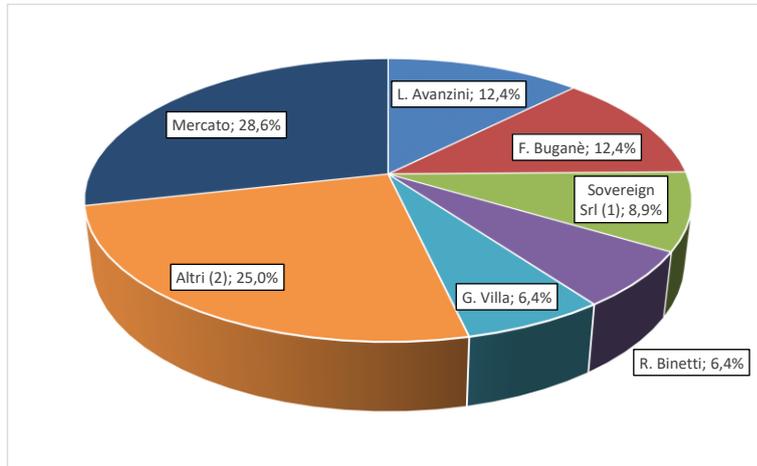
- Acquistare/Vendere oro fisico in modo semplice ed immediato;
- Beneficiare del possesso di un vero lingotto con la custodia inclusa;
- Vendere tutto o parte della posizione contro liquidità immediata;

- Chiedere la consegna fisica del bene.

2.2 Gli azionisti

L'azionariato di Coninvest vede un flottante del 28,6%, mentre gli altri soci sono per la maggioranza i managers operativi:

Table 4 - Gli azionisti

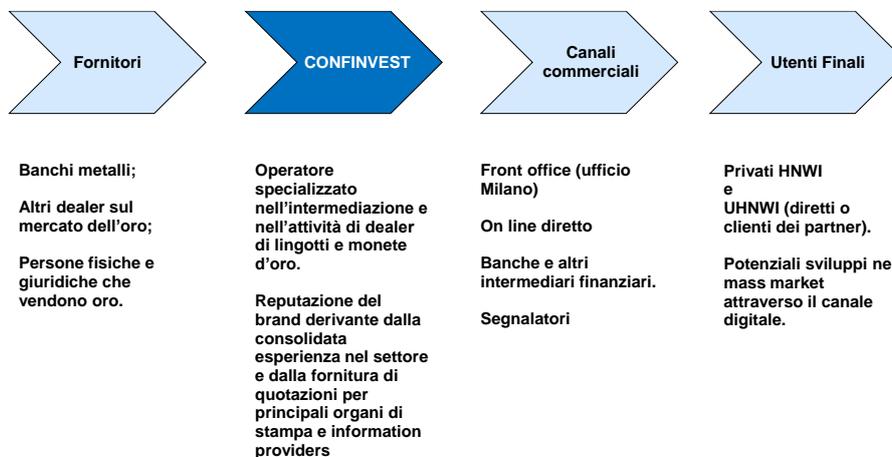


Source: Coninvest. 1) G. Andreoli; 2) 8 azionisti < 4%.

2.3 Il modello di business e la value proposition

Il modello di business di Coninvest è focalizzato sull'intermediazione dell'oro fisico, da cui derivano quasi tutti i ricavi correnti (74% da vendita di monete, 26% da vendita di lingotti nel 2018). L'attività di dealer consente a Coninvest di proporsi come controparte di compratori e venditori di monete e lingotti d'oro, garantendo l'immediata esecuzione delle operazioni di compravendita.

Table 5 – Il modello di business



Source: Coninvest

Il contesto generale relativo agli investimenti sarà soggetto a significativi cambiamenti nel corso dei prossimi anni. In tale contesto evolutivo l'investimento e l'interscambio in oro può migliorare la sua liquidità e accessibilità e rappresentare in

prospettiva un’alternativa al deposito bancario, attraendo non solo gli investitori più esperti, ma anche una più ampia platea di risparmiatori. In questa prospettiva è prevedibile una sensibile espansione dell’attuale base di clientela e l’estensione dei servizi di Confinvest al mass market.

Table 6 – La value proposition attuale



Source: Confinvest

Lo sfruttamento della tecnologia e dell’integrazione con le piattaforme bancarie e di società Fintech rappresenteranno una fonte di ricavi importante nei prossimi anni. Il modello di business è dunque fortemente in evoluzione, allo scopo di adeguare, e laddove possibile anticipare, i bisogni dei clienti attuali e di quelli potenziali.

Il servizio tradizionale, che attualmente assorbe ancora la quasi totalità dei ricavi, resterà comunque centrale nella value proposition di Confinvest, declinandosi attraverso nuovi canali e strumenti digitali, con l’obiettivo di intercettare una nuova tipologia di clienti (investitori di medio/grandi dimensioni e piccoli risparmiatori) e di ampliare il mercato potenziale, estendendolo ai depositi bancari.

Attualmente Confinvest può vantare:

- **un’esperienza consolidata** nel settore dell’intermediazione dell’oro. La società non è soltanto fornitore di alcune tra le principali banche italiane, ma elabora anche le quotazioni dell’oro fisico per le principali testate economiche domestiche. Da ciò derivano reputazione del brand e fiducia della clientela retail e corporate sull’affidabilità di Confinvest come intermediario di monete e lingotti d’oro;
- **un’offerta alla clientela retail** (diretta o acquisita tramite partnership e altri operatori finanziari) di un servizio di investimento in oro fisico, funzionale alla diversificazione di portafoglio, e di intermediazione in qualità di market dealer di monete e lingotti d’oro;
- **un’offerta di investimento in oro** attraverso piani di accumulo (Gold Plan) e custodia dell’oro fisico acquistato.

Così come il modello di business è destinato ad evolversi per intercettare i mutevoli bisogni dei clienti, anche la value proposition è in continua evoluzione.

E' infatti in corso di realizzazione un nuovo modello di business, che prevede l'apertura di nuove sedi fisiche sul territorio e che consentirà l'integrazione con le piattaforme tecnologiche delle banche e il lancio di una nuova applicazione. Il modello è in grado di favorire una più semplice intermediazione dell'oro fisico per via digitale che porterà, nelle intenzioni del management, ad un forte ampliamento della base di clienti retail. In questo ambito Confinvest potrà godere del ruolo di first mover.

Lo sviluppo del un nuovo modello di business, fa leva sia sulle opportunità aperte dalla normativa PSD2 (secondo direttiva sui sistemi di pagamento) che segna una linea di rottura con il passato e favorisce lo sviluppo di un nuovo contesto competitivo, sia sulle piattaforme di Open Banking, facilitando l'investimento in oro.

Entro il 2019 l'intera infrastruttura sarà completata e nei primissimi mesi del 2020 ci sarà il lancio dei nuovi prodotti e della nuova value proposition.

Confinvest dedica particolare attenzione al sistema bancario il quale, grazie alla nuova normativa PSD2, dovrà aggiornare – ampliandoli - i servizi offerti alla propria clientela. E' stata quindi elaborata una value proposition ad hoc per le banche.

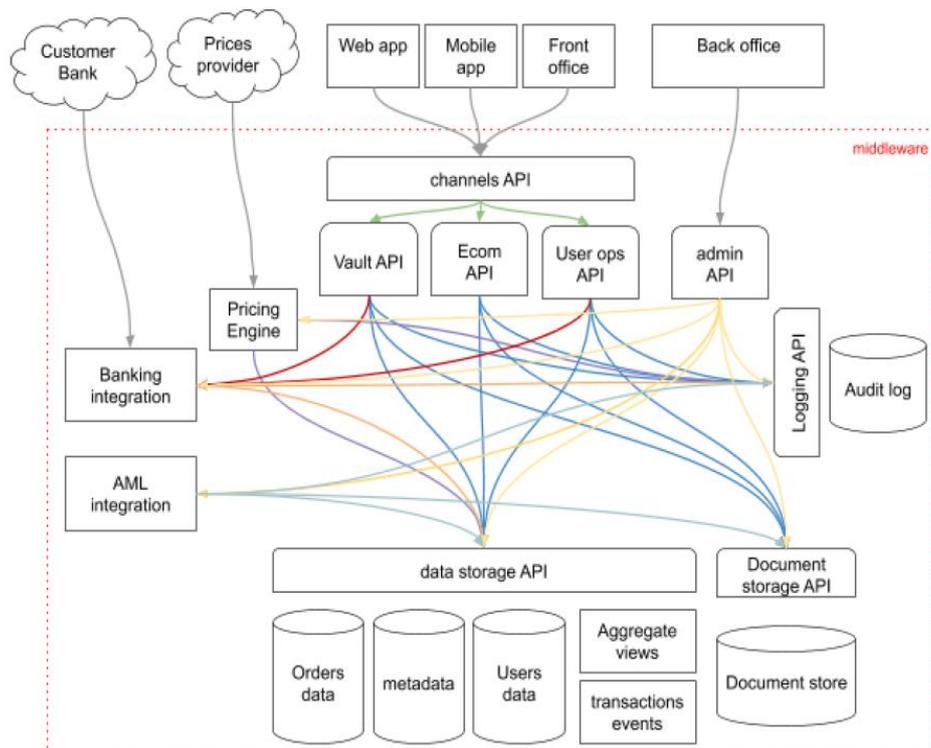
Table 7 – La value proposition per il sistema bancario



Source: Confinvest

Il nuovo modello prevede una nuova infrastruttura di Information Communication Technology – ICT che consentirà, tra le altre cose, ai clienti di effettuare investimenti diretti in oro direttamente da Internet attraverso una APP dedicata, in aggiunta a quello intermediato dal sistema finanziario tradizionale e dagli operatori del Fintech.

Table 8 – La nuova infrastruttura ICT



Source: Coninvest

2.4 I clienti e la rete di venditori

Coninvest vende i propri servizi (intermediazione su monete e lingotti d’oro, custodia, piani di accumulo in oro) a una clientela finale costituita da:

- **privati**, in prevalenza High Net Worth Individual («HNWI») o Ultra-High Net Worth Individual («UHNWI»);
- **corporate** (tra cui due società di produzione televisiva, specializzate nei giochi a premi);
- **banchi-metalli**;
- **altri dealer in oro.**

La clientela si estende alle banche, alle SIM, alle SGR ed ai consulenti finanziari, che fungono da segnalatori per la propria clientela interessata a investire in oro fisico.

I clienti totali sono circa 700. I primi 10 clienti rappresentavano il 38% delle vendite nel 2018. I primi due clienti rappresentavano invece il 23%. Da segnalare che il primo cliente è un dealer a cui viene venduto oro per la trasformazione in lingotti, mentre il secondo è un banco metalli a cui viene rivenduto oro.

Coninvest si avvale di canali di vendita off-line, rappresentati da:

- **un punto vendita a Milano** (contatto diretto presso la sede o tramite call center e/o e-mail);
- **Partnership con operatori finanziari** rappresentati da banche, SIM, SGR, Family Office;
- **Segnalatori esterni.**

Il canale di vendita on-line è al momento rappresentato dall’E-commerce proprietario, ovvero la raccolta di ordini tramite il sito Internet della società.

2.5 I fornitori

L'approvvigionamento di oro avviene presso un numero diversificato di fornitori (quasi 700), garantendo un rischio ridotto in termini di grado di concentrazione degli acquisti.

L'approvvigionamento avviene principalmente presso quattro tipologie di fornitori:

- **Banchi-metalli** (società private, iscritte all'albo della Banca d'Italia, che raccolgono materiale per fusione e all'affinazione, senza possibilità di rivendita);
- **altri dealer in oro**;
- **persone fisiche** che vendono oro;
- **persone giuridiche** che cedono oro.

I primi 10 fornitori rappresentavano il 27,7% degli acquisti a fine 2018, mentre i primi due rappresentavano il 13,2%.

2.6 La ricerca e sviluppo

Ne 2018 gli investimenti in R&D, pari a €99.240 e interamente spesi, riflettono la prima implementazione del nuovo modello di business mirato a sviluppare e rendere operative tutte le potenziali applicazioni permesse dalle tecnologie innovative a supporto dell'attività tradizionale.

L'innovazione tecnologica comporta una radicale modifica dei processi e l'apertura di nuovi segmenti di mercato, tesi a trasformare l'utilizzo dell'oro fisico da investimento alternativo a componente strutturale del portafoglio dei risparmiatori.

3. Il settore

3.1 Il settore mondiale dell'oro

L'oro è uno degli elementi più rari al mondo, costituendo circa 0,003 parti per milione della crosta terrestre. Secondo i dati del GFMS Gold Survey 2018 emerge che nel 2017 la produzione mondiale delle miniere d'oro ha raggiunto le 3.247 tonnellate. Una cifra inferiore di 5 tonnellate rispetto all'anno precedente, che segna il primo calo annuale dal 2008. I motivi di questa riduzione sono stati soprattutto le preoccupazioni ambientali, la battaglia contro l'estrazione illegale e l'aumento dei costi estrattivi.

Ecco perché molti si domandano se l'oro abbia raggiunto il picco produttivo. Un dubbio che nasce dalla constatazione che tutto il metallo giallo più facilmente accessibile sia già stato scoperto e, quello che rimane, sia a profondità così grandi da renderlo economicamente svantaggioso. Ad esempio, il Sudafrica è stato per lungo tempo il primo paese produttore di oro del mondo (solo nel 1970 ha estratto 1.000 tonnellate). Ma, da allora, la produzione annua è diminuita costantemente.

Numerose sono le nazioni emerse negli ultimi anni come produttori di oro, Cina e Russia in testa, cambiando drasticamente il panorama geografico delle miniere di metallo giallo più prolifiche del pianeta. Di seguito sono riportati i dettagli circa i primi 10 paesi produttori di oro del mondo, secondo i dati del 2017 del GFMS Gold Survey:

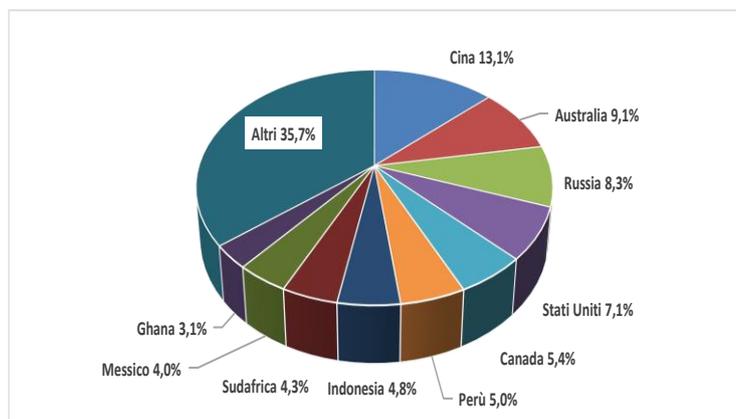
- **CINA (produzione annua: 426 tonnellate):** per molti anni la Cina è stata la nazione più produttiva, con un 13% della produzione mondiale. Nel 2017 la produzione è diminuita del 6%, a causa degli sforzi crescenti da parte del governo di combattere l'inquinamento e salvaguardare l'ambiente;
- **AUSTRALIA (produzione annua: 295,1 tonnellate):** sebbene la produzione sia aumentata di 5 tonnellate rispetto all'anno precedente, MinEx Consulting prevede un calo tra il 2017 e il 2057. L'industria mineraria costituisce oltre la metà delle esportazioni totali dell'Australia e genera circa l'8% del PIL;
- **RUSSIA (produzione annua: 270,7 tonnellate):** l'83% dell'oro europeo proviene dalla Russia, che dal 2010 aumenta la produzione ogni anno che passa. Nel 2017, il paese ha prodotto 17 tonnellate in più rispetto all'anno precedente. Il governo russo acquista circa i due terzi di tutto l'oro prodotto;
- **STATI UNITI (produzione annua: 230 tonnellate):** la produzione aurifera è aumentata di 8 tonnellate nel 2017, segnando il quarto anno consecutivo di crescita. Circa il 78% dell'oro americano proviene dal Nevada.
- **CANADA (produzione annua: 175,8 tonnellate):** il Canada ha guadagnato due posizioni in questa speciale classifica, grazie all'aumento produttivo di 10 tonnellate rispetto al 2016. La produzione aumenterà anche nei prossimi anni, grazie al nuovo giacimento aurifero nel nord della Colombia Britannica, scoperto dopo che un ghiacciaio si è ritirato (si stima contenga ben 780 tonnellate di oro);
- **PERÙ (produzione annua: 162,3 tonnellate):** produzione in calo per il secondo anno consecutivo in Perù (6 tonnellate), in gran parte a causa della battaglia contro le attività minerarie illegali nella regione di La Pampa. L'estrazione mineraria è una parte significativa dell'economia del paese, che è anche il terzo produttore di rame del mondo;
- **INDONESIA (produzione annua: 154,3 tonnellate):** la produzione è diminuita dell'11,7 % e il paese è caduto alla settima posizione di questa

graduatoria. La causa sembra sia stata l'amnistia fiscale per il rientro di capitali dall'estero, che ha fatto fuggire i traders dal settore minerario;

- **SUDAFRICA (produzione annua: 139,9 tonnellate):** il paese, che un tempo era il primo produttore di oro al mondo, prosegue nella sua caduta in termini produttivi. Tuttavia, il Sudafrica ospita ancora la miniera d'oro più profonda del mondo (e una delle più importanti), la miniera di Mponeng, che si estende per 4 chilometri sottoterra;
- **MESSICO (produzione annua: 130,5 tonnellate):** sebbene la produzione sia diminuita di tre tonnellate tra il 2016 e il 2017, il Messico rimane una fonte d'oro assai importante. Per le aziende minerarie, il Messico è un paese attraente, a causa di un costo relativamente basso della regolamentazione;
- **GHANA (produzione annua: 101,7 tonnellate):** il Ghana è il secondo produttore di oro in Africa ed è anche noto per le sue riserve di numerosi minerali industriali. Nel 2017, la produzione di metallo giallo è aumentata di 7 tonnellate rispetto all'anno precedente, rappresentando oltre il 20% delle esportazioni totali della nazione.

Table 9 – I maggiori produttori mondiali di oro

| Paese | Tonnellate | % |
|---------------|-------------|---------------|
| Cina | 426 | 13,1% |
| Australia | 295 | 9,1% |
| Russia | 271 | 8,3% |
| Stati Uniti | 230 | 7,1% |
| Canada | 176 | 5,4% |
| Perù | 162 | 5,0% |
| Indonesia | 154 | 4,8% |
| Sudafrica | 140 | 4,3% |
| Messico | 131 | 4,0% |
| Ghana | 102 | 3,1% |
| Altri | 1161 | 35,7% |
| Totale | 3247 | 100,0% |



Source: elaborazione Integræ SIM su dati GFMS Gold Survey

Il principale mercato dell'oro è rappresentato dalla piazza di Londra, dove avvengono gli scambi di oro da parte dei membri della London Bullion Market Association (LBMA). Due volte al giorno viene determinato il fixing dell'oro (LBMA gold price). Tale quotazione è di particolare importanza, in quanto la gran parte dei contratti legati all'oro a livello internazionale fanno riferimento a questo fixing. Sul mercato di Londra vengono scambiate circa 500 tonnellate di oro al giorno, pari a circa un quinto della produzione annua globale. Il mercato dell'oro fisico è utilizzato prevalentemente dall'industria dei beni di lusso che assorbe circa la metà dell'offerta di metallo prezioso. Una parte non trascurabile dell'offerta di oro fisico viene assorbita dagli acquisti da parte delle banche centrali.

Per quanto riguarda il mercato dell'oro finanziario, la maggior parte degli scambi avvengono presso il Comex del New York Mercantile Exchange (NYMEX), dove è possibile negoziare i più liquidi strumenti derivati a termine (futures) sull'oro. I futures permettono di assumere una posizione sull'oro sia al rialzo che al ribasso, senza dover sopportare i costi connessi con la detenzione fisica del metallo prezioso. Negli ultimi anni l'utilizzo dei futures sull'oro è progressivamente aumentato, contribuendo a dare liquidità al mercato e a migliorare il contenuto informativo dei prezzi.

Un ulteriore impulso all'utilizzo dell'oro finanziario è da attribuire allo sviluppo del mercato degli Exchange Traded Fund (ETF) sull'oro, strumenti emessi a fronte dell'investimento diretto dell'emittente in oro. Alla stregua dei future, il prezzo degli ETF è legato all'andamento del sottostante. Gli ETF permettono quindi un agevole accesso al mercato dell'oro, senza dover sostenere i costi connessi alla proprietà fisica dell'oro (ad esempio costi di custodia e assicurazione). La domanda di oro fisico da parte degli emittenti degli ETF ha subito un picco nel biennio 2011-2012, per fronteggiare la forte domanda di oro da investimento in corrispondenza dei timori legati al sistema finanziario internazionale.

Il prezzo dell'oro nel 2018 è stato caratterizzato da due momenti. Nel primo semestre i prezzi hanno lateralizzato sino a fine aprile per poi scendere nella fase centrale dell'anno sino a fine settembre. A partire da settembre 2018 i prezzi in tutte le valute globali hanno iniziato una crescita che continua ancora nei primi mesi del 2019. I rendimenti dell'oro in Euro da fine settembre 2018 ad inizio 2019 sono stati superiori del 10%. Questo ha comportato un importante ritorno dell'interesse da parte del mercato retail italiano su questa asset class. L'ultimo trimestre 2018 è stato il migliore trimestre dell'anno ed il trend sembra proseguire anche nel corso del 2019.

Table 10 – Il prezzo dell'oro dal 1/1/2018



Source: Bloomberg

3.2 Le determinanti della domanda

Alcune delle determinanti della domanda di oro sono tra loro inversamente correlate. La domanda di oro è guidata da:

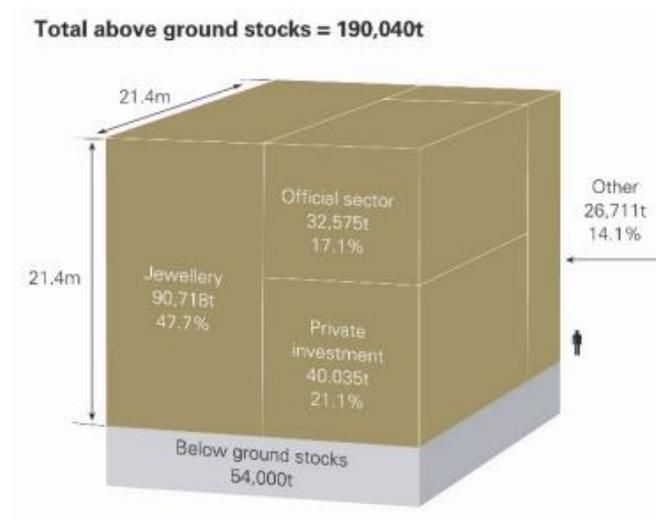
- **stock di ricchezza ed espansione economica:** in periodi di espansione economica il prezzo è sostenuto dalla domanda proveniente dai settori tecnologici e della gioielleria e dall'investimento a medio/lungo termine del risparmio;
- **rischi di mercato e incertezza:** in fasi di rallentamento economico e di debolezza dei mercati finanziari il prezzo dell'oro è sostenuto dalla domanda di investimento (essendo considerato bene rifugio);
- **costo opportunità:** la domanda e il prezzo dell'oro riflettono anche i trend di asset di investimento alternativi, tipicamente le obbligazioni (e i relativi tassi di interesse), le valute (specie quelle considerate protettive dai rischi sistemici, come il franco svizzero) e altri asset;
- **momentum:** la performance dell'oro risente anche del momentum dei mercati finanziari, in particolare la propensione al rischio degli investitori (e

i relativi flussi di capitali tra le varie asset class) e il posizionamento dei grandi asset manager nella costruzione delle strategie di portafoglio.

3.3 Le determinanti dell'offerta

L'estrazione mineraria è la determinante di maggiore peso nel determinare l'offerta d'oro. Secondo i dati di stima del World Gold Council, l'oro «above ground» ammonta a complessive 193.400 tonnellate (da 190,040 tonnellate di fine 2017) valorizzate più di US 8 trl. La produzione mineraria è stimata pari a 3000 ton/anno, equivalente a un incremento della disponibilità di oro pari all'1,6% annuo. A fine 2017 la US Geological Survey (Mineral Commodity Summary) stimava uno stock di 57,000 tonnellate di riserve di oro «below-ground» (da 54,000 tonnellate stimate a fine 2017).

Table 11 – Oro above ground



Source: World Gold Council, dati al 31/12/2018, US Geological Survey e World Gold Council (2017)

3.4 Il settore dell'oro fisico in Italia

La Banca d'Italia amministra le riserve ufficiali del Paese e, come altre banche centrali nazionali (BCN) dell'Eurosistema, parte di quelle della Banca Centrale Europea (BCE).

La Banca d'Italia detiene e gestisce le riserve nazionali in valuta e oro. L'ordinamento assegna la proprietà delle riserve alla Banca d'Italia; in base all'art. 127 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (ex art. 105 del TCE), esse costituiscono parte integrante delle riserve dell'Eurosistema, congiuntamente alle riserve delle altre BCN e a quelle di proprietà della BCE.

La gestione della Banca d'Italia ha come obiettivo principale il mantenimento del valore e la liquidità delle riserve stesse. Inoltre, in virtù della crescente importanza delle riserve valutarie come parte integrante del patrimonio, la gestione persegue la massimizzazione del rendimento nel rispetto di limiti di rischio ritenuti accettabili.

L'attività di gestione delle riserve nazionali è sottoposta - alla stregua dell'attività di investimento del portafoglio in euro - al divieto di finanziamento monetario previsto dall'art. 123 del Trattato. Sono vietati, pertanto, gli investimenti sul mercato primario in titoli emessi da stati membri e da istituzioni dell'area dell'euro. Gli stessi

investimenti effettuati sul mercato secondario sono sottoposti a soglie di monitoraggio.

La Banca d'Italia è il quarto detentore di riserve auree al mondo, dopo la Federal Reserve statunitense, la Bundesbank tedesca e il Fondo monetario internazionale. Il quantitativo totale di oro di proprietà dell'Istituto, a seguito del conferimento alla BCE di 141 tonnellate, è pari a 2.452 tonnellate (metriche), costituito prevalentemente da lingotti (95.493) e per una parte minore da monete.

Secondo le stime del management di Confinvest il mercato costituito dagli attuali conoscitori della possibilità di acquistare/vendere l'oro fisico per investimento (monete e lingotti) somma a circa €400 mln.

3.5 La spinta normativa e l'evoluzione tecnologica

Il 2018 ha visto la prima fase di attuazione della Direttiva EU 2015/2366 (PSD2) – la seconda edizione della Direttiva sui Sistemi di Pagamento – che segna un nuovo tratto nel percorso di evoluzione del mercato Europeo dei pagamenti iniziato nel 2008 con i bonifici SEPA.

La direttiva PSD2 si prefigge di promuovere la costruzione di un mercato unico e integrato dei pagamenti al dettaglio superando la frammentazione ancora presente nel mondo dell'e-payment e m-payment, con regole identiche per tutte le Banche/PSP (Payment Service Providers) e standardizzazione dei nuovi soggetti giuridici Terze Parti (Third Party Providers), rafforzando la sicurezza dei servizi di pagamento elettronico e perseguendo una corretta concorrenza a vantaggio dei consumatori finali.

Il nuovo sistema di regole definito dalla Direttiva comporta per le banche diverse novità. Innanzitutto alcuni obblighi aggiuntivi in materia di trasparenza a cui le banche si sono già adeguate (in attuazione dal gennaio 2018).

In ambito compliance, l'altro blocco di norme, che sarà attuativo dal 14 settembre 2019, avrà un forte impatto sulle banche, con importanti investimenti e modifiche organizzative.

Le principali aree di intervento sono:

- **l'obbligo di implementare sistemi di autenticazione remoti** (Strong Customer Authentication) senza compromettere la user-experience e un'analisi dei rischi di frode personalizzata sul comportamento del cliente;
- **l'obbligo di "aprire verso l'esterno" i conti dei propri clienti**, permettendo alle Terze Parti certificate di accedervi per conto del cliente per eseguire operazioni di pagamento (Payment Initiation) o interrogazione di saldi/movimenti del conto (Account Information) tramite API, con gli stessi livelli di servizio offerti tramite i canali della banca;
- **l'obbligo di registrare i nuovi consensi alle Terze Parti** e, anche ai fini GDPR, darne visibilità e possibilità di revoca al cliente tramite i consueti canali;
- **la rimodellazione dei processi operativi** e le normative per essere reattiva, ad esempio nella gestione e monitoraggio delle possibili contestazioni da parte del cliente (operazioni non autorizzate).

In altre parole, il sistema bancario è chiamato a favorire la concorrenza obbligando le banche ad interfacciarsi con servizi di terzi, ma allo stesso tempo rendendo queste operazioni più sicure.

La direttiva potrebbe costringere le banche a forti investimenti e sottoporle a nuove pressioni di mercato ad opera delle “aggressive” Terze Parti, rendendole vulnerabili ad una possibile disintermediazione. Allo stesso tempo definisce però un quadro normativo che apre nuove opportunità, offrendo l’occasione di ripensare i modelli commerciali o, meglio, di aggiungere nuove aree di offerta.

Offerta resa più agevole e consentita dalla tecnologia disponibile, inventando un’offerta che aggrega dati provenienti anche da fonti non bancarie e interconnetta in tempo reale operatori di altri settori, per costruire servizi innovativi e su misura del cliente.

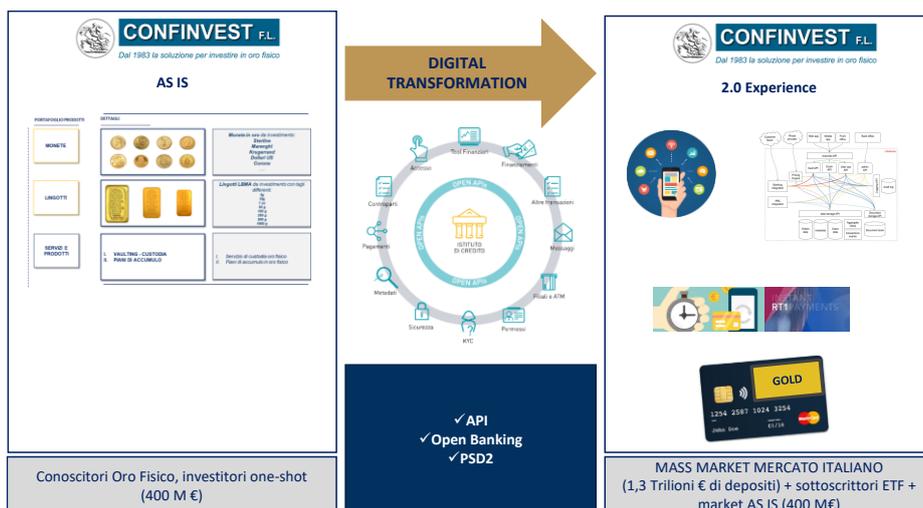
Va da se che il challenge non è solo negli aspetti tecnologici, pure complessi, ma in primis nell’ideare e disegnare proposte personalizzate che offrano effettivo valore al cliente, in un quadro di accordi e relazioni con altri operatori e in un modello commerciale di reciproco interesse.

La value proposition di Confinvest risponde alla domande delle banche di ampliare i servizi alla clientela offrendo loro un know how tecnologico in grado intercettare il desiderio di diversificazione e rendimento degli investimenti dei correntisti. Da questo punto di vista il mercato è potenzialmente enorme e fa leva su circa € 1,4 trilioni di depositi (fonte Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi e Sole 24 Ore del 9/6/19), al 2018 sostanzialmente “dormienti”.

La digital transformation siamo convinti che impegnerà le banche per i prossimi anni 5 anni.

Confinvest possiede attualmente una piattaforma tecnologica in grado di interfacciarsi con quella delle banche e poter effettuare il trading fisico dell’oro. Dall’offerta attuale, che continuerà ad essere importante, la digital transformation è destinata a cambiare l’offerta commerciale di Confinvest.

Table 12 – La transizione tra il modello esistente e il nuovo modello



Source: Confinvest

Attraverso l’utilizzo della tecnologia, le Application Programming Interface (API) consentono alle aziende non bancarie di avere accesso a dati e sviluppare nuovi modelli di business, che in precedenza non erano realizzabili. La rivoluzione tecnologica API sta permettendo l’emersione di nuove customer experience e la

proposta di servizi e prodotti ad alto contenuto innovativo di valore per l'utente e il mercato.

Le API costituiscono un elemento di cambiamento per l'intero ecosistema bancario così come lo conosciamo: dai prodotti e servizi offerti, ai canali di consegna utilizzati e alle partnership sottostanti che in futuro daranno forma all'innovazione e all'esperienza dei clienti. La banca fungerà sempre da piattaforma, grazie alla quale aziende terze potranno costruire le proprie applicazioni utilizzando i dati della banca.

3.6 I competitors

I soggetti iscritti al Registro dei Compro oro istituito presso l'OAM (Organismo degli Agenti e dei Mediatori) sono circa 3.000 (fonte OAM comunicato stampa del 7/12/2018). Confinvest non si limita a comprare oro, ma svolge, come abbiamo visto, numerosi servizi per i propri clienti. Il compro oro è un'attività sostanzialmente differente da quella di Confinvest sia in termini di prodotti (gioielli, braccialetti, orologi d'oro, etc.), sia in termini di clienti (solitamente mossi da esigenze di carenze di liquidità). Peraltro il regime fiscale applicabile a questo tipo di attività è differente da quanto svolto da Confinvest, ovvero l'investimento in oro (quest'ultimo, a differenza dell'investimento in attività finanziarie, non è soggetto a imposta di bollo).

In Italia esistono circa 500 operatori professionali in oro (fonte Banca d'Italia, elenco del 7/5/2019) che hanno ottenuto l'iscrizione all'elenco tenuto da Banca d'Italia. Tra questi vi sono gli orafi, i banchi metalli e anche coloro che trattano l'oro come asset class da investimento. Quindi la sola iscrizione all'elenco di Banca d'Italia non è un elemento distintivo dell'attività che qualifica Confinvest.

Gli operatori che in Italia gestiscono l'oro come asset class (investimento alternativo) sono rappresentati da una serie di numerosi piccoli operatori, tra i quali alcuni che per dimensione, per prodotto/servizio (i.e. piani di accumulo, attività di custodia, intermediazione) e per target di clienti - sono comparabili a Confinvest.

I competitor di Confinvest individuati in termini di servizi alla clientela retail per offerta di oro da investimento, presidio territoriale sull'Italia, dimensione aziendale, portafoglio prodotti in linea con quello societario (i.e. piani di accumulo, attività di custodia, intermediazione) sono tre: Bolaffi Metalli Preziosi, Kryos e Italpreziosi.

Table 13 – I principali comparables/competitors

| 2017 Data - € mln | Confinvest | Bolaffi MP * | Kryos | Italpreziosi |
|-------------------------------|------------|--------------|--------|--------------|
| Valore delle produzione (VdP) | 10,97 | 16,81 | 28,39 | 1882,96 |
| Margine di contribuzione (MC) | 0,83 | 0,88 | 0,08 | 9,06 |
| MC/VdP | 7,6% | 5,2% | 0,3% | 0,5% |
| Ebitda | 0,49 | 0,61 | 0,16 | 2,21 |
| Ebitda/MC | 58,9% | 69,6% | 212,8% | 24,4% |

Source: elaborazione Integrae SIM su bilanci societari. *) la redditività di Bolaffi MP dipende in parte dall'assorbimento dei costi generali sostenuti dalla capogruppo.

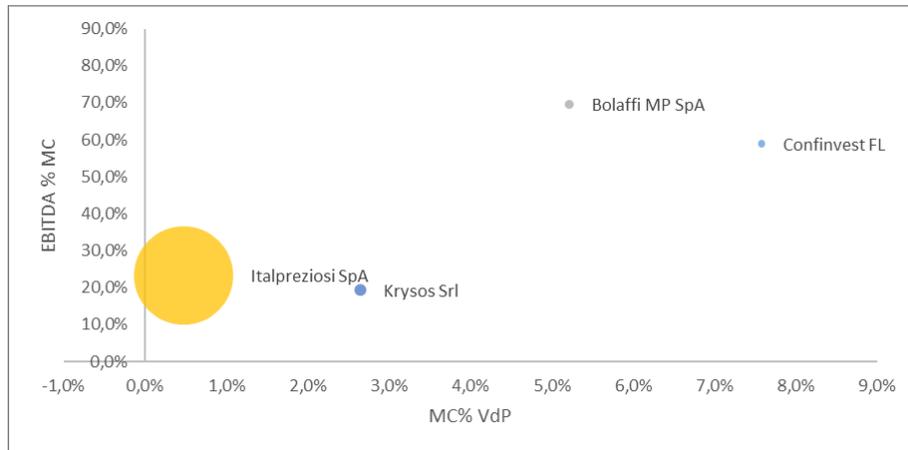
Nel campo dell'intermediazione dell'oro i soli volumi (e il loro impatto sul Valore della Produzione) sono poco rappresentativi dell'andamento economico dell'azienda. Per tale motivo è più significativo fare riferimento al Margine di Contribuzione (ricavi al netto dei costi diretti e delle variazioni del magazzino prodotti). L'attività di market maker nel mercato dell'intermediazione dell'oro si realizza sostanzialmente in due modalità:

- acquisto dell'oro e rivendita a banche metalli;
- acquisto dell'oro e rivendita a clientela retail, che è l'attività principalmente svolta da Confinvest.

L'attività nei confronti di clienti retail permette a Confinvest di applicare i propri spread sia in acquisto sia in vendita, con riflessi positivi sulla marginalità economica, rispetto a concorrenti che vendono ai banche metalli, al prezzo spot.

I modelli di business dei competitor si riflettono in volumi d'affari (valore della produzione) molto elevati, ma a scapito della marginalità, che per Confinvest risulta significativamente superiore.

Table 14 – Operating margins peers comparison



Source: elaborazione Integræ SIM su bilanci societari 2017. La redditività di Bolaffi MP dipende in parte dall'assorbimento dei costi generali sostenuti dalla capogruppo.

4. I risultati del 2018

Nel corso del 2018 sono proseguiti gli obiettivi di consolidamento nel settore dell'oro da investimento grazie all'introduzione di nuovi prodotti e servizi innovativi e l'espansione attraverso nuovi canali commerciali, dopo che nel 2017 la società è stata profondamente riorganizzata sotto il profilo dell'assetto proprietario ed organizzativo,

Tra le innovazioni più importanti sono da evidenziare alcuni nuovi accordi commerciali e l'introduzione nel business model della componente tecnologica al fine di poter beneficiare di una nuova value proposition nell'approccio al settore dell'oro fisico.

Il fatturato del FY18 è cresciuto del 34,2% YoY raggiungendo 14,7 mln grazie soprattutto alle nuove iniziative di marketing conseguenti all'attività di riorganizzazione aziendale iniziata nel 2017 e rafforzatasi nel corso del 2018 e in parte allo sviluppo delle nuove iniziative. In altre parole la crescita realizzata nel 2018 è stata favorita dalla capacità di intercettare una domanda di oro in aumento, grazie ad azioni di marketing on-line e off-line, all'efficientamento dei processi organizzativi e al maggior numero di transazioni generato dal lancio dei nuovi servizi (Vaulting, Gold Plan").

Le vendite di lingotti rappresentavano il 74% del totale, mentre quelle di monete il 26%.

Il Primo Margine, che è la proxy più vicina al vero fatturato di un market dealer in oro e che rappresenta la somma algebrica delle seguenti voci:

- ricavi da vendita di monete e lingotti;
- costi diretti dell'attività di compravendita (il controvalore degli acquisti di monete e lingotti);
- variazione netta delle rimanenze di monete e lingotti.

è cresciuto del 16,6% YoY a €1,02.

Il Margine di Contribuzione (che somma algebricamente al Primo Margine gli altri ricavi e gli altri costi diretti) cresce del 12,7% YoY a €0,94 mln. Peggiora tuttavia l'incidenza sul Primo Margine – che passa dal 95% del 2017 al 92% del 2018 – soprattutto per effetto della riduzione della marginalità del trading (-105 bps, determinato dalla consistente riduzione del magazzino oro) e della crescita degli altri costi variabili, in particolare imballaggi e provvigioni (€43 mila a €75 mila).

L'Ebitda scende del 25% a €0,37 mln per effetto principalmente della riorganizzazione aziendale che ha comportato costi fissi e del personale riferibili al front office di Milano (i costi per il godimento di beni di terzi sono saliti dell'82% YoY) e alla nomina del Consiglio di Amministrazione (costi del personale più che raddoppiati, +115% YoY). L'Ebitda adjusted (le rettifiche pari a €0,018 mln, hanno riguardato per lo più costi straordinari connessi al trasloco della sede e l'IVA indetraibile) è invece cresciuto del 44% su base annua rispetto all'EBITDA adjusted del FY17.

Il rapporto tra l'Ebitda e il primo margine, scende al 35,9% dal 57% del FY17; in termini rettificati il rapporto sarebbe invece cresciuto al 38% (dal 30,7% del FY17).

Table 15 – First and Contribution margin (dati in € mln)

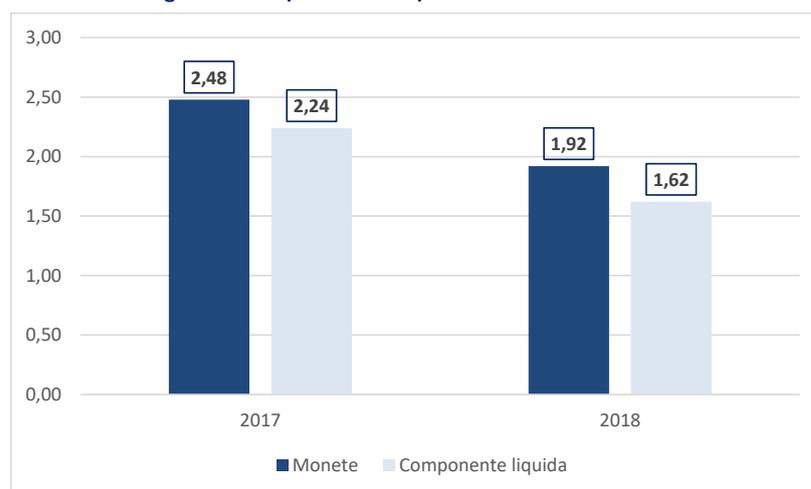


Source: elaborazione Integrae SIM su bilanci societari 2017

Per quanto riguarda lo stato patrimoniale, segnaliamo:

- il Goodwill, che è tra le voci di attivo fisso quella più rilevante. Si tratta dell'avviamento emerso a seguito dell'operazione di fusione inversa di Trealfa in Coninvest.
- Il magazzino in oro. Il nuovo management ha posto in essere una più efficiente gestione del magazzino, riducendo progressivamente i giorni di rotazione dello stesso e ottimizzando le scorte in giacenza. Le rimanenze di magazzino (monete), in eccesso rispetto al fisiologico fabbisogno richiesto dal business, rappresentano a tutti gli effetti un cash equivalent e come tale può trovare rappresentazione nella PFN adjusted;

Table 16 – Il magazzino oro (dati in € mln)



Source: elaborazione Integrae SIM su bilanci societari 2017

A fine 2018 le rimanenze di monete ammontavano a €1,9 mln.

- La componente liquida del magazzino è calcolata da Coninvest come differenza tra il valore delle rimanenze di monete e la parte da mantenere

obbligatoriamente bloccata (fermo amministrativo obbligatorio di 10 giorni magazzino, calcolati rispetto al Valore della Produzione di esercizio) ai sensi Testo Unico Leggi di Pubblica Sicurezza (TULPS)

- i crediti e debiti commerciali. La struttura dello Stato Patrimoniale riflette le caratteristiche del business model: alta rotazione del magazzino e pagamento immediato delle transazioni in oro (con conseguenti bassi livelli di crediti/debiti commerciali);
- PFN e debiti finanziari. A fine 2018 la posizione finanziaria netta era negativa per €0,79 mln, in riduzione rispetto a €1,6 mln del 2017. La riduzione è in parte dovuta alle maggiori disponibilità liquide e in parte al progressivo rimborso dell'unico debito a m/l verso le banche, ovvero il finanziamento contratto nel 2017 a seguito della citata operazione di LBO. La PFN rettificata per tenere conto delle rimanenze di magazzino (monete) in eccesso rispetto al fabbisogno richiesto dal business (ai sensi del TULPS), che rappresentano a tutti gli effetti "cash equivalent", ammontava a fine 2018 a €0,84 mln.

4.1 Le stime per il periodo 2019 – 2023E

Le stime per il periodo 2019 – 2023E sono state elaborate sulla base della strategia della società e del mercato potenziale aggredibile (€1,4 trilioni di depositi). In particolare la strategia si basa su:

- **il consolidamento e la crescita del business storico** attraverso lo sviluppo territoriale con apertura nuove sedi nelle principali città italiane;
- **il consolidamento delle collaborazioni con gli istituti di credito** e la rete retail esistente;
- **il perfezionamento di nuovi accordi con piattaforme Fintech** e ulteriori istituti di credito;
- **lo sviluppo del Conto Lingotto** e della piattaforma di proprietà della società che possa integrarsi con le tecnologie Fintech e con le piattaforme bancarie, nonché la creazione di un'APP dedicata che permetta a chiunque abbia accesso ad Internet di acquistare e vendere oro fisico con estrema facilità e rapidità.

Riteniamo che la strategia possa essere vantaggiosamente implementata con investimenti di €8,5 mln (di cui circa €6.5 circa in immobilizzazioni immateriali), nell'arco di piano considerato. Investimenti che saranno indirizzati prevalentemente in ricerca e sviluppo al fine di automatizzare i sistemi informatici esistenti e sviluppare la tecnologia alla base del canale Conto Lingotto, e al marketing connesso al suo lancio.

Quanto agli investimenti materiali (€2.0 mln circa), questi saranno indirizzati allo sviluppo della rete territoriale e alla realizzazione di una carta prepagata agganciata al Conto Lingotto.

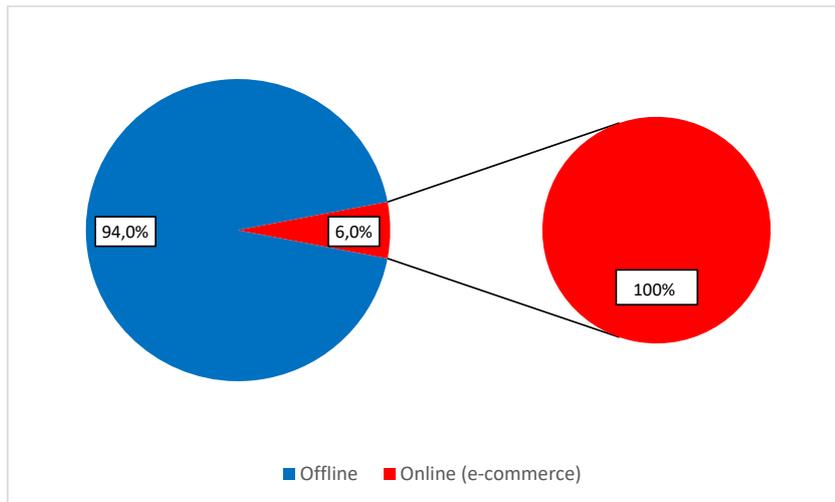
Gli effetti attesi a fine piano dovrebbero essere:

- **un incremento dei clienti storici** che investono nell'oro grazie al combinato effetto dell'espansione territoriale e degli accordi con banche e piattaforme Fintech. Ci aspettiamo che a fine piano i clienti dei prodotti tradizionali raggiungano 1.500 circa (dai 700 circa attuali).
- **l'accesso ad un nuovo bacino clienti "di massa"**. Conservativamente ci aspettiamo che a fine piano, i clienti del Conto Lingotto raggiungano 27.000 unità circa, che significa lo 0,02% del mercato potenzialmente aggredibile.

- **l'incremento degli assets under management** e, conseguentemente, delle fees di custodia relative all'oro che viene acquistato, ma non ritirato fisicamente. A fine piano stimiamo che l'oro fisico depositato sia pari a 5.000 Kg circa (2,5 metri cubi);
- **un maggior grado di copertura del territorio nazionale** con l'apertura di nuovi punti vendita in aree geografiche strategiche.

Con le nostre stime ed assumptions, stimiamo che i ricavi possano raggiungere €128,5 mln nel 2023E (CAGR 2018-23E pari al 54,3%), di cui la gran parte è attesa dal Conto Lingotto (CAGR 91%). Nel 2018 le vendite sono state in gran parte realizzate dal canale offline, che ha rappresentato il 94% del totale, lasciando alle vendite e-commerce online solamente il 6%.

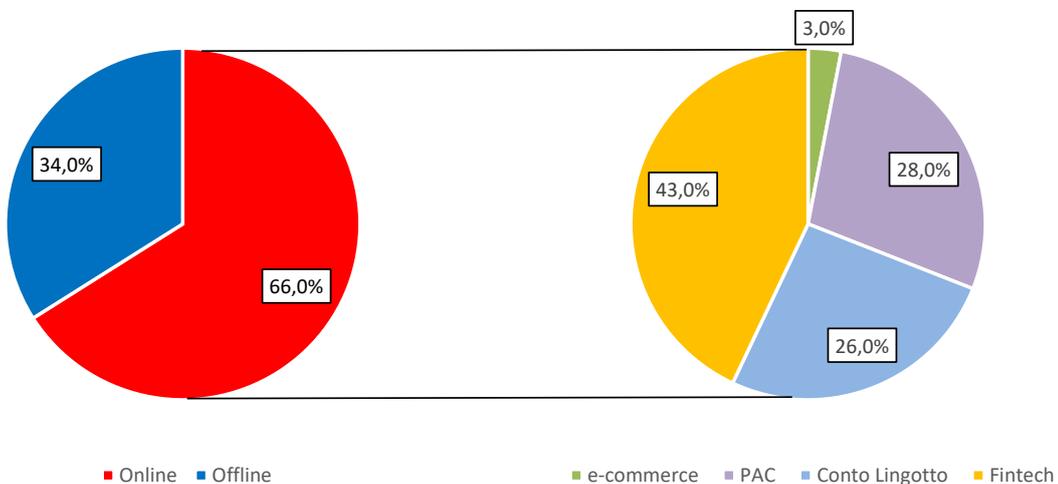
Table 17 – I ricavi di vendita per canale nel 2018



Source: elaborazione e stime Integrae SIM

La contribuzione dei due canali di vendita è destinata a cambiare radicalmente alla fine del 2023E. Il canale online sarà di gran lunga prioritario nell'offerta di Confinvest e stimiamo possa raggiungere il 66% circa (6% nel 2018) delle vendite complessive. Di questi il 43% stimiamo sarà rappresentato dal Fintech, il 28% dai PAC, il 26% dal Conto Lingotto e il 3% dall'e-commerce (100% nel 2018).

Table 18 – I ricavi di vendita per canale nel 2023



Source: elaborazione e stime Integrae SIM

Il forte incremento dei ricavi complessivi attesi (CAGR 2018-23E del 54,3%), realizzato tramite il forte incremento della crescita dei lingotti, che hanno una minore redditività rispetto alle monete, crediamo comporterà una maggiore dinamica dei costi diretti (CAGR 2018-23E del 55,4%) rispetto al fatturato.

Ma questo ci aspettiamo che abbia un effetto sostanzialmente nullo sul First Margin che stimiamo in crescita ad un CAGR 2018-23E del 59,8%. La più contenuta marginalità dei lingotti rispetto alle monete comporta una graduale e fisiologica flessione del Contribution Margin al 90,6% nel 2023E (dal 91,9% del 2018), che in valore assoluto dovrebbe raggiungere €9,7 mln (€0,94 mln nel 2018) e crescere ad un CAGR 2018-23E del 59,4%.

Completamente diversa la redditività lorda misurata dal rapporto Ebitda/First Margin che, grazie all'effetto indotto dalla dinamica dei costi fissi di struttura, dovrebbe raggiungere il 72,8% del 2023E (dal 35,9% del 2018), ovvero un Ebitda di €7,8 mln con un CAGR 2018-23E dell'84,1%. In altre parole, grazie alla scalabilità del business, è possibile aumentare notevolmente i volumi con costi marginali decisamente molto contenuti, a beneficio della redditività.

5. 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).

5.1 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.

Al fine di calcolare il WACC, abbiamo assunto i seguenti parametri:

- risk free rate: e la media dei rendimenti lordi "Rendistato" (Banca d'Italia) dal giugno 2018 al maggio 2019;
- market premium è quello calcolato dal Prof. A. Damodaran per l'Italia (aggiornamento gennaio 2019);
- Beta adjusted: è il beta medio a 5 anni unlevered dei comparables, rettificato con la metodologia di Blume;

Table 19 – Il DCF

| WACC | | 12,29% |
|----------------|--------------------------------|---------------|
| Risk Free Rate | 2,02% α (specific risk) | 2,50% |
| Market Premium | 9,02% Beta Adjusted | 1,00 |
| D/E (average) | 11,11% Beta Relevered | 1,08 |
| Ke | 13,54% Kd | 1,50% |

| DCF Equity Value | | 18,3 |
|-------------------------|-------------|-------------|
| FCFO actualized | 6,9 | 36% |
| TV actualized DCF | 12,2 | 64% |
| Enterprise Value | 19,1 | 100% |
| NFP (FY18A) | 0,8 | |

Source: elaborazione Integrae SIM

Con le nostre stime ed assunzioni, ne risulta un **equity value di €18,3 mln.** Per il calcolo dello stesso abbiamo **incluso un premio per il rischio suppletivo pari al 2,5%.**

L'equity value calcolato utilizzando la PFN adjusted sarebbe pari a €19,9 mln.

Table 20 – Sensitivity analysis

| €/mln | | WACC | | | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 10,8% | 11,3% | 11,8% | 12,3% | 12,8% | 13,3% | 13,8% |
| Growth rate (g) | 2,5% | 24,2 | 22,7 | 21,4 | 20,2 | 19,1 | 18,1 | 17,2 |
| | 2,0% | 23,2 | 21,8 | 20,6 | 19,5 | 18,5 | 17,6 | 16,7 |
| | 1,5% | 22,3 | 21,0 | 19,9 | 18,9 | 17,9 | 17,1 | 16,3 |
| | 1,0% | 21,4 | 20,3 | 19,2 | 18,3 | 17,4 | 16,6 | 15,9 |
| | 0,5% | 20,7 | 19,6 | 18,7 | 17,8 | 17,0 | 16,2 | 15,5 |
| | 0,0% | 20,0 | 19,0 | 18,1 | 17,3 | 16,5 | 15,8 | 15,2 |
| | -0,5% | 19,4 | 18,5 | 17,6 | 16,9 | 16,1 | 15,5 | 14,8 |

Source: elaborazione Integrae SIM

5.2 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.

Table 21 – 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. | 8,0 | 8,0 | 7,7 | 6,8 | 8,5 | 8,5 | 8,1 | 7,2 | 12,7 | 12,8 | 12,2 | 10,0 |
| LPL Financial Holdings Inc. | 7,6 | 7,2 | 6,7 | | 8,8 | 8,5 | 7,4 | | 11,8 | 11,1 | 9,8 | |
| Franklin Resources Inc. | 6,0 | 5,6 | 5,8 | | 6,6 | 6,3 | 6,7 | | 12,8 | 11,8 | 11,8 | |
| Legg Mason Inc. | 7,2 | 6,8 | 6,8 | 6,6 | 8,0 | 7,5 | 7,4 | | 10,9 | 9,7 | 9,2 | 7,1 |
| SBI Investment Korea Co., Ltd. | | | | | | | | | | | | |
| SBI Holdings Inc. | 4,2 | 3,9 | | | 4,6 | 4,2 | 3,6 | | 11,8 | 10,3 | 10,0 | 8,6 |
| Average | 6,6 | 6,3 | 6,7 | 6,7 | 7,3 | 7,0 | 6,7 | 7,2 | 12,0 | 11,1 | 10,6 | 8,6 |

Source: elaborazione Integrae SIM

Della tabella sopra riportata, abbiamo escluso il multiplo 2018, 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.

Il valore di Confinvest, calcolato attraverso la **metodologia dei multipli** risulta pari a €27,7 mln; valore al quale abbiamo applicato uno sconto per la minore liquidità, di Confinvest rispetto ai comparables, raggiungendo un valore **di €22,1 mln**. **La valutazione** di Confinvest risulta pertanto di **€20,2 mln**, vale a dire **€2,89 per azione**.

Iniziamo la copertura di Confinvest con un rating buy, target €2,89 per azione e rischio medio.

5.3 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 analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/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 the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. INTEGRÆ SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRÆ and other intermediaries: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integrae SIM's current Board Member and Head of Research, Board Member of AIAF - Associazione Italiana Analisti Finanziari, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV, member of Organismo Italiano di Contabilità - OIC, international account working group and Journalists guild. Mattia Petracca is current financial analyst.

Disclaimer

This publication was produced by INTEGRÆ SIM SpA. INTEGRÆ 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.

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

INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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 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. INTEGRÆ SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRÆ 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). INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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 formalised 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). 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. INTEGRÆ 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 INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ 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.