

CONFINVEST	Italy	FTSE AIM Italia	Gold Trading
Rating: Buy (Inv.)	Target Price: €5,2 (From €5,8)		Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-4,60%	4,52%	-9,10%	-25,64%
to FTSE AIM Italia	-12,10%	-15,39%	-28,96%	-32,66%
to FTSE STAR Italia	-8,57%	-6,50%	-30,14%	-48,09%
to FTSE All-Share	-10,50%	0,95%	-23,91%	-25,62%
to FTSE Italia Small Cap	-14,81%	-8,06%	-32,83%	-36,77%

Stock Data	
Price	€ 4,05
Target price	€ 5,20
Upside/(Downside) potential	28,55%
Bloomberg Code	CFV IM
Market Cap (€m)	28,32
EV (€m)	25,59
Free Float	28,60%
Share Outstanding	7.000.000
52-week high	€ 5,99
52-week low	€ 2,79
Average daily volumes (3m)	43.250

Key Financials (€m)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Sales	41,1	72,5	122,5	135,8
EBITDA Adj	1,4	3,4	5,9	7,8
EBIT Adj	1,2	3,3	5,8	7,7
Net Profit Adj	0,8	2,8	5,0	6,6
EPS (€)	0,12	0,41	0,71	0,94
Contribution Margin	99,2%	95,6%	97,8%	98,2%
EBITDA/First Margin	46,0%	58,4%	69,5%	73,3%

Main Ratios	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
EV/EBITDA (x)	18,0	7,4	4,3	3,3
EV/EBIT (x)	21,0	7,6	4,4	3,3
P/E (x)	34,5	10,0	5,7	4,3

Antonio Tognoli

+39 02 87208 703

antonio.tognoli@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.

FY20 Results

I ricavi sono cresciuti del 51% YoY a €41,1 mln (€27,3 mln nel FY19), grazie alla significativa performance legata all'incremento dei volumi del business tradizionale e allo sviluppo dei nuovi prodotti. Il Primo Margine cresce del 75% YoY a €3,08 mln. L'Ebitda è cresciuto del 73% YoY a €1,42 mln e rappresenta il 46% del Primo Margine (in linea con il FY19). L'Ebitda adjusted dei costi relativi alle stock option e stock grant dei dipendenti per il triennio 2020-22E, contabilizzate nei costi del lavoro per un importo di €0,12 mln, risulta in crescita dell'88% YoY a €1,54 mln (50% del Primo Margine).

2021-23E Forecast Upgrade

Non è possibile prevedere le dinamiche future dell'emergenza economica da COVID-19 e quali impatti possa avere sull'operatività della società e sulla supply chain. In modo prudenziale abbiamo effettuato un fine tuning delle stime del FY21E, lasciando invariate quelle del 2022-23E. Il nostro scenario base prevede che il Paese possa essere covid-free dal 1 luglio.

Valuation

Abbiamo condotto la valutazione 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 € 1,7 trilioni di depositi. **Valutazione: Target Price €5,2 (da €5,8) per azione, Buy rating e risk medium (invariati).**

1. Economics & Financials

Fig. 1 – FY20-23E estimates

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Sales	27,28	41,13	72,50	122,50	135,80
Direct Costs	26,45	37,32	66,60	113,74	124,80
Change in raw material	-0,93	0,73	0,00	0,21	0,31
First Margin (A)	1,76	3,08	5,90	8,55	10,69
Other Revenues	0,02	0,09	0,03	0,10	0,10
Other Costs	0,08	0,11	0,29	0,29	0,29
Contribution Margin (B)	1,70	3,06	5,64	8,36	10,50
Contribution Margin % (B/A)	96,5%	99,2%	95,6%	97,8%	98,2%
Use of Asset owned by Others	0,00	0,03	0,32	0,45	0,53
Services	0,19	0,42	0,80	0,88	1,00
Employees	0,06	0,27	0,27	0,28	0,29
Other Operating Expenses	0,63	0,92	0,80	0,81	0,85
EBITDA (C)	0,82	1,42	3,45	5,95	7,83
EBITDA Adj	0,92	1,42	3,45	5,95	7,83
EBITDA % on First Margin (C/A)	46,5%	46,0%	58,4%	69,5%	73,3%
D&A	0,07	0,20	0,10	0,11	0,13
EBIT	0,76	1,22	3,35	5,84	7,71
Ebit Adj	0,59	1,22	3,35	5,84	7,71
Financial Management	(0,20)	(0,01)	0,00	0,00	0,00
EBT	0,56	1,21	3,35	5,84	7,71
Taxes	-0,05	0,39	0,50	0,88	1,16
Net Income	0,61	0,82	2,85	4,96	6,55
Net Income Adj	0,65	0,82	2,85	4,96	6,55

BALANCE SHEET (€/mln)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Fixed Asset	2,32	2,40	2,10	2,00	1,90
Receivables	0,07	0,01	0,13	0,18	0,20
Inventories	2,90	2,17	2,10	2,15	2,20
Payables	0,21	0,27	0,35	0,50	0,74
Operating Working Capital	2,76	1,90	1,88	1,83	1,66
Other Receivable	0,71	0,36	0,85	1,00	1,50
Other Payable	0,36	0,50	0,80	1,20	2,10
Net Working Capital	3,12	1,76	1,93	1,63	1,06
Severance Indemnities & Provision	0,01	0,01	0,04	0,05	0,05
NET INVESTED CAPITAL	5,43	4,15	3,99	3,58	2,91
Share Capital	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
Reserves and Retained Profits	5,03	5,35	5,75	8,17	12,71
Net Profit	0,61	0,82	2,85	4,96	6,55
Equity	6,35	6,87	9,29	13,83	19,97
Cash and Cash Equivalent	1,48	3,11	5,50	10,35	17,06
Short-Term Financial debt	0,17	0,18	0,00	0,00	0,00
ML Term Financial Debt	0,38	0,21	0,20	0,10	0,00
Net Financial Position	(0,92)	(2,72)	(5,30)	(10,25)	(17,06)
TOTAL SOURCES	5,43	4,15	3,99	3,58	2,91

CASH FLOW (€/mln)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
EBIT	0,76	1,22	3,35	5,84	7,71
Taxes	(0,05)	0,39	0,50	0,88	1,16
NOPAT	0,81	0,83	2,85	4,96	6,55
D&A	0,07	0,20	0,10	0,11	0,13
Change in receivable	0,06	0,07	(0,13)	(0,05)	(0,02)
Change in inventories	(0,93)	0,73	0,07	(0,05)	(0,05)
Change in payable	(0,08)	0,06	0,08	0,15	0,24
Change in OWC	(0,95)	0,86	0,02	0,05	0,17
Other Changes	(0,34)	0,49	(0,19)	0,25	0,40
Change in Provision	0,00	0,01	0,02	0,01	0,00
OPERATING CASH FLOW	(0,42)	2,39	2,80	5,38	7,25
Investments	(0,31)	(0,28)	0,20	(0,01)	(0,02)
FREE CASH FLOW	(0,73)	2,11	3,00	5,37	7,22
Financial Management	(0,20)	(0,01)	0,00	0,00	0,00
Change in Payable to Banks	(0,81)	(0,17)	(0,19)	(0,10)	(0,10)
Change of Equity	2,63	(0,30)	(0,42)	(0,42)	(0,42)
Dividend	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42
Others	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	0,89	1,64	2,39	4,85	6,70

Source: Confinvest e stime Integræ SIM.

2. I risultati FY20

I risultati del FY20 sono molto positivi e i margini reddituali sono in linea con le nostre stime, nonostante la pandemia da Covid 19 abbia di fatto ritardato l'avvio del Conto Lingotto che prevedevamo partire tra il primo e il secondo trimestre 2020 ma che è andato effettivamente in produzione nel mese di agosto.

I ricavi sono cresciuti del 51% YoY a €41,1 mln (€27,3 mln nel FY19), grazie alla significativa performance legata all'incremento dei volumi del business tradizionale e allo sviluppo dei nuovi prodotti (Piano di Accumulo e servizio di custodia di oro fisico), nonché all'apertura verso mercati esteri, al rafforzamento del brand e alla strategia di multicanalità, confermata anche dalla continua crescita dell'e-commerce, che contribuisce con una quota pari al 10% (5% nel 2019).

La digitalizzazione dei processi sia sulla nuova linea di business tecnologica che sul business model tradizionale, ha permesso un sensibile miglioramento dell'efficienza creando così i presupposti per una grande scalabilità dei volumi.

Il 64% dei ricavi è relativo alla negoziazione di oro fisico da investimento sotto forma di monete d'oro (sterline, marengi, krugerrand, dollari USA, corone, ecc.), mentre il 36% si riferisce alla negoziazione di lingotti d'oro certificati dalla LBMA. I ricavi realizzati all'estero (principalmente Austria e Svizzera) sono pari a 2,3 mln (6% del totale).

Il Primo Margine risulta in crescita del 75% YoY a €3,08 mln. 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 è cresciuto del 73% YoY a €1,42 mln (da €0,82 mln del FY19) e rappresenta il 46% del Primo Margine (in linea con il FY19), a dimostrazione di come la leva operativa e le economie di scala siano molto elevate. In altre parole Confinvest è in grado di gestire volumi crescenti e significativamente superiori quelli attuali, senza impatti rilevanti sulla struttura dei costi fissi, a vantaggio della generazione di flussi di cassa positivi per i suoi azionisti. **L'Ebitda adjusted dei costi relativi alle stock option e stock grant dei dipendenti per il triennio 2020-22E, contabilizzate nei costi del lavoro per un importo di €0,12 mln, risulta in crescita dell'88% YoY a €1,54 mln (50% del Primo Margine).**

Le rimanenze, che costituiscono il magazzino di oro fisico assicurato con una primaria compagnia assicurativa internazionale e depositato presso un istituto bancario, **ammontavano a valore contabile a FIFO a €2,17 mln** (€2,90 mln al 31 dicembre 2019). Il valore di mercato risultava alla stessa data di €2,23 mln (€3,17 mln al 31 dicembre 2019). Va da sé che la differenza tra il valore contabile FIFO e il valore di mercato rappresenta un ulteriore buffer di marginalità potenziale.

La PFN (cassa) migliora ulteriormente rispetto a quella del 31 dicembre 2019 (€2,7 mln vs €0,92 mln), grazie alla significativa generazione di cassa e all'apprezzamento del valore dell'oro in magazzino, nonostante gli investimenti per il continuo sviluppo della piattaforma fintech Conto Lingotto® e distribuito un dividendo di €0,42 mln sull'esercizio 2019.

La PFN adjusted, calcolata come somma algebrica della PFN e del valore della componente liquida del Magazzino Monete d'Oro, **presenta un saldo positivo di €4,23 mln (€3,55 mln al 31 dicembre 2019)**. A tale risultato ha contribuito la variazione nella quotazione ai valori di mercato del magazzino di oro fisico.

2.1 Le stime per il periodo 2020 – 2023E

Alla data in cui scriviamo è ancora in corso l'emergenza legata al COVID-19, con risvolti operativi che hanno impattato sulla gestione e sull'organizzazione interna al fine di poter allestire tutti i presidi legati alle normative in essere. La Società sta continuando a monitorare le attività e applicare le policy di gestione del lavoro, in linea con quanto previsto dai DPCM e dalle linee guida emanati dal Governo e dal Ministero della Salute.

La società ha precisato che: "...nonostante la Società ed il management abbiano gestito al meglio la crisi del COVID nel corso del 2020, dato confermato dall'importante trend di crescita e risultati economico-finanziari ottenuti, allo stato attuale non è possibile prevedere le dinamiche future dell'emergenza COVID-19 e di eventuali oscillazioni dei prezzi dell'oro e quali impatti possano avere sull'operatività della Società e sui risultati della stessa. A riguardo si precisa che tenuto conto del livello di patrimonializzazione e della struttura finanziaria della Società, alla luce anche dei risultati consuntivati sino a fine gennaio 2021 e della flessibilità nella struttura dei costi che caratterizza Confinvest, si può ritenere che la Società disponga delle risorse necessarie per far fronte alle proprie obbligazioni contrattuali in essere in un orizzonte temporale di almeno 12 mesi. Nonostante la contingenza dell'emergenza COVID-19, l'attuale strategia multicanale perseguita è validata dalle performance positive registrate in tutto il corso del 2020..."

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 e da vaccinazioni che subiscono spesso stop and go.

In modo prudentiale abbiamo effettuato un fine tuning delle stime del FY21E, lasciando sostanzialmente invariate quelle del 2022-23E. L'unica modifica ha riguardato l'Ebitda Adjusted, a concorrere il quale abbiamo stimato costi generali di struttura più elevati rispetto alle nostre stime precedenti. In altre parole, il nostro scenario base prevede che il 1 luglio 2021 l'Italia sia Covid free e che il rallentamento subito nel 2021, possa essere interamente assorbito nel 2022. Stimiamo infatti che prosegua a pieno ritmo il progetto Conto Lingotto, pilastro di crescita della business unit fintech di Confinvest.

A conferma del forte interesse del sistema bancario per il Conto Lingotto, il 25/2 Confinvest ha reso noto di aver avviato una partnership con Gimme5 e Nexi Open. In base agli accordi, i servizi Gimme5 e Conto Lingotto saranno disponibili su Nexi Open per tutte le banche che vorranno offrire ai propri clienti soluzioni di risparmio e investimento nuove, flessibili ed economiche, capaci di rispondere alle esigenze di una larga platea di privati, dai millennials fino a chi cerca una solida alternativa alla liquidità sul conto corrente e ai piani di accumulo tradizionali.

La partnership con Nexi rappresenta un ulteriore passo fondamentale per lo sviluppo di Conto Lingotto. Questo accordo si colloca tra i più ampi driver strategici, che mirano a implementare la soluzione in white label di Confinvest, mettendola a disposizione di una vasta platea di operatori bancari e finanziari.

quanto da quello del know how, che questa collaborazione possa generare eccellenti sinergie."

Fig. 2 – Estimates upgrade

Data in € mln	2021E			2022E			2023E		
	Old	New	% Ch	Old	New	% Ch	Old	New	% Ch
Sales	90,50	72,50	-19,9%	122,50	122,50	0,0%	135,80	135,80	0,0%
First Margin	6,40	5,90	-7,8%	8,55	8,55	0,0%	10,69	10,69	0,0%
Contribution Margin	6,14	5,64	-8,1%	8,36	8,36	0,0%	10,50	10,50	0,0%
Ebitda adjusted	4,75	3,45	-27,4%	6,70	5,95	-11,2%	8,60	7,83	-8,9%

Source: Confinvest e stime Integrae SIM

Rispetto alle nostre stime del report del 1 aprile u.s. riteniamo che nel 2021E le sales scendano del 20% circa. La revisione è in buona parte dovuta allo slittamento dell'avvio del Conto Lingotto (che prevedevamo a cavallo tra il primo e il secondo trimestre ma che – causa pandemia - è poi effettivamente partito ad agosto). Slittamento i cui effetti si stanno manifestando anche sul 2021: la riduzione dei contatti e delle visite commerciali non favorisce infatti la diffusione del Conto Lingotto.

Invariate, come dicevamo, le stime del 2022-23E. Le ragioni sottostanti al mantenimento delle stime per il periodo 2022-23E, riguardano la forte crescita della domanda da investimento in oro fisico che ci aspettiamo nei prossimi anni (sperimentata nell'emergenza mondiale del Covid-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 €1,7 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.

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.

Siamo convinti poi che la domanda di mercato verso un nuovo ed innovativo prodotto come il conto Lingotto possa crescere anche 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 in realtà 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" di una società come Confinvest 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. 3 – Il DCF

WACC		11,04%
Risk Free Rate	0,50% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	8,46% Beta Adjusted	0,95
D/E (average)	0,00% Beta Relevered	0,95
Ke	11,04% Kd	1,50%

DCF Equity Value		39,4
FCFO actualized	9,0	24%
TV actualized DCF	27,7	76%
Enterprise Value	36,7	100%
NFP (FY20A)	-2,7	

Source: elaborazione Integrae SIM

Con le nostre stime ed assunzioni, ne risulta un **equity value di €39,4 mln.** Per il calcolo dello stesso abbiamo **incluso un premio per il rischio suppletivo pari al 2,5%.**

Fig. 4 – Sensitivity analysis

€/mln		WACC						
		9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%
Growth rate (g)	2,5%	53,2	49,8	46,9	44,3	42,0	39,9	38,1
	2,0%	50,4	47,5	44,8	42,5	40,4	38,5	36,8
	1,5%	48,1	45,4	43,0	40,9	39,0	37,2	35,7
	1,0%	45,9	43,5	41,4	39,4	37,7	36,1	34,6
	0,5%	44,1	41,9	39,9	38,1	36,5	35,0	33,6
	0,0%	42,4	40,4	38,6	36,9	35,4	34,0	32,8
	-0,5%	40,9	39,0	37,4	35,8	34,4	33,1	31,9

Source: elaborazione Integrae SIM

3.2 I multipli di mercato

Non esistono società quotate che abbiano 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. 5 – I comparables

Company	EV/Ebitda				EV/Ebit				P/E			
	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
The Charles Schwab Corp.	4,0	2,7	2,5	2,1	4,6	3,0	2,8	2,9	25,5	21,7	20,8	18,9
LPL Financial Holdings Inc.	12,5	11,4	9,8	9,4	15,5	14,4	12,0		20,6	18,6	15,9	15,0
SEI Investments Company	13,9	11,7	11,2	10,2	17,1	14,1	13,4	12,8	19,5	15,9	14,7	13,3
MIRAE ASSET DAEWOO CO., LTD.	76,5	99,8	112,2		88,6	94,6	97,8		7,8	7,9	8,0	
Charles Stanley Group PLC	4,5	3,8	3,1		5,6	4,6	3,6		14,5	11,8	9,2	
CITIC Securities Co., Ltd.	41,9	34,2	31,9		31,7	26,6	23,0		23,7	19,1	16,4	
Average	25,6	27,3	28,5	7,2	27,2	26,2	25,5	7,9	18,6	15,8	14,1	15,7

Source: elaborazione Integrae SIM

Il valore di Confinvest, calcolato attraverso la **metodologia dei multipli** risulta pari a €42,2 mln. Valore al quale abbiamo applicato uno sconto per la minore liquidità di Confinvest rispetto ai comparables, raggiungendo un valore di **€33,7 mln**. La **valutazione** media di Confinvest risulta pertanto di **€36,6 mln**, vale a dire **€5,2 (da €5,8) per azione**.

Fig. 6 – L'equity Value

Average Equity Value (€/mln)	36,6
Equity Value DCF (€/mln)	39,4
Equity Value multiples (€/mln)	33,8
Target Price (€)	5,2

Source: elaborazione Integrae SIM

Modifichiamo quindi il nostro target price a €5,2 (da €5,8) per azione. Lasciamo invece invariati il nostro Buy rating e Risk medium.

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 € 1,7 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.

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 Integræe SIM's current Head of Research, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalists guild. Mattia Petracca and Emanuele Negri are 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 table below, shows INTEGRÆ SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
05/08/2019	1,50	Buy	2,89	Medium	Initiation of coverage
10/10/2019	3,14	Hold	3,14	Medium	1H19 Results
01/04/2020	4,12	Buy	5,84	Medium	FY19 Results
14/10/2020	4,03	Buy	5,80	Medium	1H20 Results
14/01/2021	4,50	Buy	5,80	Medium	FY20 Preliminary Results

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

In order to disclose its possible interest conflict Integrae SIM states that:

- Integrae SIM S.p.A. It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Nominated Adviser of Coninvest S.p.A.;
- Integrae SIM S.p.A. It pays, or has paid in the past 12 months inside of the engagement of specialist, research services in favor of Coninvest S.p.A.;
- Integrae SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Coninvest S.p.A.
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of Global Coordinator.

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.