

Production Date: October 9th, 2019 - h 18.30

Release Date: October 10th, 2019 - h 7.00

CONFINVEST	<i>Italy</i>	<i>FTSE AIM Italia</i>	<i>Gold Trading</i>
Rating: HOLD (da Buy) Target Price: €3,14 (da €2,89)			Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-19,69%	110,74%	n.a.	n.a.
to FTSE AIM Italia	-13,59%	126,47%	n.a.	n.a.
to FTSE STAR Italia	-19,78%	113,07%	n.a.	n.a.
to FTSE All-Share	-17,76%	112,47%	n.a.	n.a.
to FTSE Italia Small Cap	-19,75%	111,82%	n.a.	n.a.

Stock Data

Price	€ 3,14
Target price	€ 3,14
Upside/(Downside) potential	0,00%
Bloomberg Code	CFVIM
Market Cap (€m)	21,98
EV (€m)	19,13
Free Float	28,60%
Share Outstanding	7.000.000
52-week high	€ 6,08
52-week low	€ 1,46
Average daily volumes (3m)	85.250

Key Financials (€m)	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Sales	19,7	57,5	85,5	117,5
EBITDA Adj	0,9	2,7	4,4	6,2
EBIT Adj	0,6	2,3	3,8	5,6
Net Profit Adj	0,8	2,2	3,4	5,0
EPS (€)	0,11	0,31	0,49	0,72
Contribution Margin	91,9%	101,2%	93,4%	95,7%
EBITDA/First Margin	54,7%	69,1%	72,6%	77,0%

Main Ratios	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	21,5	7,0	4,4	3,1
EV/EBIT (x)	32,4	8,4	5,0	3,4
P/E (x)	27,5	10,1	6,4	4,4

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@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.

1H19 Results

I risultati del 1H19 sono positivi, in linea con le nostre stime e in grado di supportare le stesse per il FY19E. Ai fini di una corretta comprensione dei risultati, e allo scopo di fornire una valore delle giacenze in oro più veritiera le rimanenze sono valutate a FIFO (ex LIFO). I ricavi sono cresciuti del 28,6% YoY a € 9,32 mln (€7,24 mln nel 1H18) grazie all'effetto dell'incremento dei volumi di vendita/acquisto e all'aumento dei prezzi dell'oro. Il Primo Margine che 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, è cresciuto del 69,7% a € 0,65 mln (€ 0,38 mln nel 1H18).

2019-23 Forecast

Invariate le stime 2019-20E. Fine tuning per quelle 2021-23E. I nuovi dati consentono una maggiore crescita del fatturato dell'1,8% circa rispetto alla stima precedente per ciascuno degli anni dal 2021E al 2023E e una diversa dinamica dell'Ebitda, che stimiamo possa crescere mediamente del 1,5% l'anno rispetto alle stime precedenti. Le ragioni sono l'incertezza che continuerà a dominare le economie mondiali e l'attenzione che i governi Europei (Italia compresa) stanno mettendo sul "costo della liquidità" parcheggiata nelle banche.

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 aggregabile pari a circa € 1,4 trilioni di depositi. **Valutazione: Hold (da Buy), Target Price €3,14 (da 2,89) per azione, risk medium.**

1. Economics & Financials

Table 1 – FY19E-23E estimates

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Sales	10,96	14,71	19,65	57,50	85,50	117,50	130,80
Direct Costs	9,59	12,97	17,31	53,46	79,50	109,20	120,50
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	1,63	3,96	6,00	8,09	9,99
Other Revenues	0,01	0,02	0,31	0,03	0,03	0,10	0,10
Other Costs	0,05	0,10	0,29	0,29	0,29	0,29	0,29
Contribution Margin (B)	0,83	0,94	1,65	3,70	5,74	7,90	9,80
Contribution Margin % (B/A)	95,0%	91,9%	101,2%	93,4%	95,7%	97,7%	98,1%
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	0,46	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	0,66	0,03	0,03	0,03	0,03
EBITDA (C)	0,50	0,37	0,40	2,73	4,35	6,24	7,90
EBITDA Adj	0,50	0,37	0,89	2,73	4,35	6,24	7,90
EBITDA % on First Margin (C/A)	57,0%	35,9%	24,4%	69,1%	72,6%	77,0%	79,0%
D&A	0,22	0,25	0,30	0,45	0,55	0,65	1,00
EBIT	0,27	0,12	0,10	2,28	3,80	5,59	6,90
Ebit Adj	0,27	0,12	0,59	2,28	3,80	5,59	6,90
Financial Management	(0,11)	(0,09)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBT	0,43	0,15	0,10	2,28	3,80	5,59	6,90
Taxes	0,10	0,01	-0,05	-0,11	-0,38	-0,56	-0,69
Net Income	0,07	0,02	0,05	2,17	3,42	5,03	6,21
Net Income Adj	0,07	0,02	0,80	2,17	3,42	5,03	6,21

BALANCE SHEET (€/mln)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Fixed Asset	1,88	1,74	2,19	3,68	4,13	4,78	4,93
Account receivable	0,08	0,13	0,15	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	0,12	0,70	0,71	0,71	0,74
Operating Working Capital	2,70	1,99	1,15	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	1,22	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	3,40	4,80	5,47	6,57	6,60
Share Capital	0,50	0,50	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
Reserves and Retained Profits	2,46	2,49	5,50	5,55	7,72	11,14	16,17
Net Profit	0,07	0,02	0,05	2,17	3,42	5,03	6,21
Equity	3,02	3,01	6,25	8,42	11,84	16,87	23,07
Cash and Cash Equivalent	0,16	0,58	3,25	3,92	6,57	10,40	16,47
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	0,40	0,30	0,20	0,10	0,00
Net Financial Position	1,60	0,79	(2,85)	(3,62)	(6,37)	(10,30)	(16,47)
TOTAL SOURCES	4,62	3,80	3,40	4,80	5,47	6,57	6,60

CASH FLOW (€/mln)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
EBIT	0,12	0,10	2,28	3,80	5,59	6,90
Taxes	0,01	(0,05)	(0,11)	(0,38)	(0,56)	(0,69)
NOPAT	0,11	0,15	2,40	4,18	6,14	7,59
D&A	0,25	0,30	0,45	0,55	0,65	1,00
Change in receivable	(0,06)	(0,02)	(0,47)	(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	(0,02)	(0,58)	(0,01)	0,00	(0,03)
Change in OWC	0,71	0,79	(1,09)	(0,29)	(0,53)	0,06
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	1,24	1,78	4,49	6,35	8,64
Investments	(0,12)	(1,00)	(1,94)	(1,00)	(1,30)	(1,15)
FREE CASH FLOW	0,94	0,24	(0,16)	3,49	5,05	7,49
Financial Management	(0,09)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Change in Payable to Banks	(0,39)	(0,97)	(0,10)	(0,10)	(0,10)	(0,10)
Change of Equity	(0,03)	3,00	(0,00)	0,00	0,00	0,00
Others	0,00	0,39	(0,40)	(0,74)	(1,12)	(1,32)
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	0,43	2,66	(0,66)	2,65	3,83	6,07

Source: Confinvest e stime Integræe SIM

2. Il 1H19

I risultati del 1H19 sono positivi, in linea con le nostre stime e in grado di supportare le stesse per il FY19E.

Ai fini di una corretta comprensione dei risultati, occorre precisare che nella allo scopo di fornire una rappresentazione delle giacenze in oro più veritiera del fair value del magazzino, in funzione delle dinamiche di mercato e della tipologia di business model adottato, Confinvest ha ritenuto opportuno valutare le rimanenze secondo il criterio del FIFO in luogo del precedente criterio del LIFO. In base a quanto previsto dall'OIC 29 in materia di cambiamenti di principi contabili, gli effetti di tali cambiamenti sono stati determinati in modo retrospettivo.

I ricavi sono cresciuti del 28,6% YoY a €9,32 mln (€7,24 mln nel 1H18) grazie all'effetto dell'incremento dei volumi di vendita/acquisto e all'aumento dei prezzi dell'oro avvenuto soprattutto nel bimestre gennaio – febbraio e nel mese di giugno.

I ricavi dei servizi di intermediazione e investimento in oro fisico sotto forma di monete d'oro (sterline, marengi, krugerrand, dollari USA, corone, ecc.) rappresentano l'80% del totale, mentre i ricavi relativi ai servizi di intermediazione e investimento in oro fisico sotto forma di lingotti d'oro certificati dalla LBMA rappresentano il 20%. I ricavi realizzati in Italia sono pari a €8,11 mln (87% del totale).

Nel corso del 2019 è stata avviata una politica di internazionalizzazione che ha portato all'ingresso in alcuni mercati esteri (principalmente Austria e Svizzera) per efficientare al meglio la logistica sia della supply chain che della gestione del magazzino oro, oltre che per incrementare ulteriormente il fatturato.

Nel 1H19 il canale bancario rappresenta l'8,1%, mentre il canale e-commerce contribuisce con una quota pari all'8,5%. Il canale diretto, che beneficia del presidio online, rappresenta l'83,4% dei ricavi.

Il Primo Margine che 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, è cresciuto del 69,7% a €0,65 mln (€0,38 mln nel 1H18).

Per una più completa e corretta comprensione dei risultati, Confinvest ha riportato anche i dati adjusted che tengono conto degli effetti derivanti dalle due operazioni straordinarie:

- €0,102 mln di costi e 0,04 mln di oneri finanziari, entrambi relativi al processo di ammissione delle azioni sul mercato AIM Italia avvenuta il 30 luglio 2019;
- €0,096 mln relativi all'ammortamento iscritto a seguito dell'operazione di LBO avvenuta nel 2017.

L'Ebitda è pari a €0,197 mln (30% del Primo Margine), in significativo incremento rispetto a €0,063 mln del 1H18, anche per effetto di quanto sopra esposto in tema di cambiamento dei principi contabili. L'Ebitda adjusted per i costi di quotazione è pari a €0,299 mln e rappresenta il 46% del Primo Margine.

Le rimanenze di magazzino di oro fisico, assicurato con una primaria compagnia assicurativa internazionale, a valore contabile a FIFO sono pari a €3,17 mln (€1,97 mln nel FY18). Il magazzino di oro fisico è pari a 88,01 Kg di oro fino, suddiviso tra monete e lingotti, per un valore di mercato pari a €3,50 mln calcolato ai prezzi spot del circuito LBMA al 30 giugno 2019 (data lavorativa LBMA del 28 giugno 2019), pari a €39,79 al grammo (la differenza tra il valore contabile a FIFO e il valore di mercato

è un ulteriore buffer di marginalità potenziale). Al 31 dicembre 2018 il magazzino di oro fisico era pari a 58,46 Kg di oro fino, per un valore di mercato pari a €2,11 mln.

La PFN presenta debiti per €1,82 mln, in incremento rispetto a €0,79 mln al 31 dicembre 2018, a seguito dei maggiori acquisti effettuati negli ultimi giorni del mese di giugno 2019, in previsione delle vendite avvenute nei primi giorni del mese di luglio 2019, che hanno prodotto un momentaneo aumento dell'indebitamento finanziario, assorbito dall'incasso dei crediti commerciali avvenuto nei primi giorni del mese di luglio 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 (cassa) di €1,28 mln, in incremento rispetto a €1,02 mln al 31 dicembre 2018. La liquidità generata è pari a €0,254 mln, nonostante gli investimenti sostenuti per lo sviluppo di CONTO LINGOTTO® e la quotazione sul mercato AIM Italia.

2.1 Le stime per il periodo 2019 – 2023E

I risultati dei primi sei mesi ci consentono di lasciare sostanzialmente invariate le nostre stime adjusted per il FY19 e prudenzialmente anche per il 2020E. In particolare riteniamo che gli sforzi del management tesi a sviluppare accordi con banche, istituzioni finanziarie e consulenti finanziari, possano proseguire più speditamente del previsto grazie all'aumento del prezzo dell'oro fisico indotto sia dalla crescente incertezza sulla ripresa economica mondiale, sia soprattutto dal basso livello raggiunto dai rendimenti dei titoli obbligazionari (in alcuni casi negativi) indotti da una politica monetaria accomodante i cui effetti sulla crescita economica si stanno rivelando sempre più modesti.

La crescita del contribution margin nel 2019E al 121,2% è spiegata dal credito d'imposta dovuto alla quotazione.

Inoltre nei primi mesi del 2020 riteniamo sarà pronto per la partenza il Conto Lingotto che secondo le nostre stime dovrebbe contribuire in modo sostanziale alle positive performance stimate.

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.

Per quanto riguarda invece il 2021-23E abbiamo operato un fine tuning delle nostre stime come segue:

Table 2 – Estimates upgrade

Data in € mln	2021E			2022E			2023E		
	Old	New	Var %	Old	New	Var %	Old	New	Var %
Sales	83,90	85,50	1,9%	115,40	117,50	1,8%	128,50	130,80	1,8%
First Margin	6,30	6,00	-4,8%	8,84	8,09	-8,4%	10,69	9,99	-6,5%
Contribution Margin	5,65	5,74	1,6%	8,02	7,90	-1,4%	9,69	9,80	1,1%
Ebitda	4,26	4,35	2,2%	6,36	6,24	-2,0%	7,79	7,90	1,4%

Source: Confinvest e stime Integrae SIM

Le ragioni sottostanti il rialzo delle stime riguardano la forte crescita della domanda da investimento in oro fisico che ci aspettiamo nei prossimi anni. Questa per effetto di due diversi motivi:

- l'incertezza che riteniamo continuerà a dominare le economie mondiali e che quindi tenderà a privilegiare gli investimenti in beni materiali;
- l'attenzione che i governi Europei (Italia compresa) stanno mettendo sul "costo della liquidità" parcheggiata nelle banche. Come logica conseguenza stimiamo che una larga parte dei circa €1,4 tn di liquidità dovrà trovare investimenti alternativi che "garantiscano" una tenuta nel tempo del proprio valore intrinseco.

In altre parole, siamo convinti che il conto lingotto sia il prodotto giusto al momento giusto. Abbiamo quindi alzato le stime dei clienti a regime dagli attuali 26.000 a 28.000.

I nuovi dati consentono una maggiore crescita stimata del fatturato dell'1,8% circa rispetto alla stima precedente per ciascuno degli anni dal 2021E al 2023E e una diversa dinamica dell'Ebitda, che stimiamo possa crescere mediamente dell'1,5% l'anno rispetto alle stime precedenti.

3. La valutazione

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

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

3.1 Il DCF

I risultati dell'applicazione del modello DCF ai fini del calcolo dell'equity value di una società sono, come noto, funzione delle stime. Oltre al valore dell'equity ciò che assume rilevanza, ai fini della comparabilità dei risultati, è la qualità degli stessi, a sua volta funzione di numerose variabili, tra le quali la visibilità del business. Visibilità che, nel caso di Confinvect 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.

Table 3 – Il DCF

WACC		13,32%
Risk Free Rate	1,80% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	9,02% Beta Adjusted	1,00
D/E (average)	0,00% Beta Relevered	1,00
Ke	13,32% Kd	1,50%

DCF Equity Value		22,5
FCFO actualized	9,4	41%
TV actualized DCF	13,8	59%
Enterprise Value	23,3	100%
NFP (FY18A)	0,8	

Source: elaborazione Integrae SIM

Con le nostre stime ed assunzioni, ne risulta un **equity value di €22,5 mln.** Per il calcolo dello stesso abbiamo **incluso un premio per il rischio suppletivo pari al 2,5%.**

Table 4 – Sensitivity analysis

€/mln	WACC							
	11,8%	12,3%	12,8%	13,3%	13,8%	14,3%	14,8%	
Growth rate (g)	2,5%	28,7	27,2	25,7	24,4	23,2	22,1	21,1
	2,0%	27,7	26,3	24,9	23,7	22,6	21,6	20,6
	1,5%	26,8	25,5	24,2	23,1	22,0	21,0	20,1
	1,0%	26,0	24,7	23,6	22,5	21,5	20,6	19,7
	0,5%	25,3	24,1	23,0	21,9	21,0	20,1	19,3
	0,0%	24,6	23,5	22,4	21,5	20,5	19,7	18,9
	-0,5%	24,0	22,9	21,9	21,0	20,1	19,3	18,6

Source: elaborazione Integrae SIM

3.2 I multipli di mercato

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

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

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

Source: elaborazione Integræ 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 €26,9 mln; valore al quale abbiamo applicato uno sconto per la minore liquidità di Confinvest rispetto ai comparables, raggiungendo un valore **di €21,5 mln**. **La valutazione** di Confinvest risulta pertanto di **€22,0 mln, vale a dire €3,14 per azione**.

Il nostro rating rimane pertanto passa da BUY a Hold, mentre il target price diventa pari a €3,14 per azione (da €2,89). Risk medium invariato.

3.3 Considerazioni finali

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

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

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

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

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

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

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

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

Analyst/s certification

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

Disclaimer

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

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

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

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

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

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
5/8/2019	1,50	Buy	2,89	Medium	Initiation of coverage

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

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

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

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

Rating system (long term horizon: 12 months)

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

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

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRAE 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.