

UPDATE

EQUITY RESEARCH

# Confinvest

## ISIM INTEGRÆ

Euronext Growth Milan | Gold Trading | Italy

Produzione 11/10/2023, h. 18:30

Pubblicazione 12/10/2023, h. 07:00

Rating  
**BUY**  
unchanged.

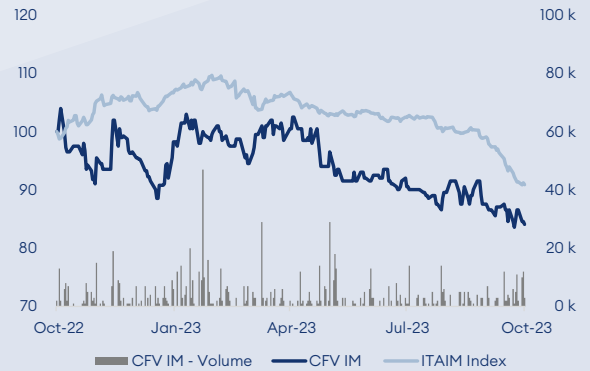
Target Price  
**€ 2,10**  
prev. € 2,20

Risk  
Medium

Upside potential  
**24,3%**

Key Financials (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Sales	43,12	40,00	41,00	43,00
First Margin	2,80	2,40	2,65	2,85
EBITDA	0,87	0,80	0,90	1,00
EBIT	0,64	0,60	0,70	0,80
Net Income	0,46	0,40	0,50	0,60
EBITDA %	31,2%	33,3%	34,0%	35,1%
EBIT %	23,0%	25,0%	26,4%	28,1%
Net Profit %	16,3%	16,7%	18,9%	21,1%

### Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



### Stock Data

Price	€ 1,69
Target price	€ 2,10
Upside/(Downside) potential	24,3%
Ticker	CFV IM EQUITY
Market Cap (€/mln)	€ 11,87
EV (€/mln)	€ 12,01
Free Float	60,06%
Share Outstanding	7.025.475
52-week high	€ 2,14
52-week low	€ 1,65
Average daily volumes (3 months)	3.015

Mattia Petracca | [mattia.petracca@integraesim.it](mailto:mattia.petracca@integraesim.it)  
Alessandro Elia Stringa | [alessandro.stringa@integraesim.it](mailto:alessandro.stringa@integraesim.it)

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-3,98%	-7,14%	-16,34%	-15,92%
to FTSE Italia Growth	4,29%	4,09%	-1,87%	-6,84%
to Euronext STAR Milan	1,09%	2,36%	-2,31%	-17,52%
to FTSE All-Share	-3,19%	-7,62%	-17,84%	-50,12%
to EUROSTOXX	-2,72%	-5,14%	-13,26%	-41,68%
to MSCI World Index	-1,23%	-4,93%	-19,64%	-37,45%

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	13,8 x	15,0 x	13,3 x	12,0 x
EV/EBIT	18,6 x	20,0 x	17,2 x	15,0 x
P/E	26,0 x	29,7 x	23,7 x	19,8 x

## 1H23A Results

Al termine del primo semestre del 2023 i ricavi si attestano pari a € 20,01 mln, in diminuzione del 26,9% rispetto al dato del 1H22A pari a € 27,39 mln principalmente a causa della minore volatilità del prezzo dell'oro. Il First Margin, si attesta al termine del primo semestre del 2023 pari a € 1,18 mln in riduzione del 39,1% rispetto al dato del 1H22A pari a € 1,94 mln. Il rapporto tra il First Margin e il totale dei ricavi risulta pari al 5,9%, in riduzione rispetto al 7,1% dell'1H22A. L'EBITDA, al termine del primo semestre del 2023 si attesta pari ad € 0,51 mln in riduzione del 45,8% rispetto agli € 0,93 mln dell'1H23A. L'EBITDA margin, calcolato come rapporto tra l'EBITDA e il First Margin risulta pari al 42,8%. L'EBIT si attesta pari a € 0,40 mln. Il Net Income, ammonta a € 0,27 mln, in diminuzione rispetto agli € 0,60 mln del 1H22A.

## Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H23A, modifichiamo le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo un volume di ricavi per il FY23E pari a € 40,00 mln con First Margin pari a € 2,40 mln, una marginalità in miglioramento rispetto all'anno precedente e un EBITDA conseguentemente pari a € 0,80 mln. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che le vendite possano raggiungere i € 43,00 mln nel FY25E con un First Margin pari a € 2,85 e EBITDA pari a € 1,00 mln in crescita rispetto agli € 0,87 mln del FY22A.

## Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di Confinvest sulla base della metodologia DCF. Il metodo DCF (che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali un rischio specifico del 2,5%) restituisce un valore dell'*equity value* pari a € 14,7 mln. Il *target price*, quindi è di € 2,10 (prev. € 2,20), rating BUY e risk MEDIUM.

# Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Sales	30,27	43,12	40,00	41,00	43,00
Direct Costs	28,96	42,47	37,20	38,05	39,80
Change in raw materials	(0,42)	(2,15)	0,40	0,30	0,35
<b>First Margin</b>	<b>1,72</b>	<b>2,80</b>	<b>2,40</b>	<b>2,65</b>	<b>2,85</b>
<i>First margin %</i>	<i>5,7%</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,0%</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,6%</i>
Other Revenues	0,07	0,08	0,15	0,20	0,20
Other Costs	0,11	0,11	0,20	0,25	0,25
<b>Contribution Margin</b>	<b>1,68</b>	<b>2,77</b>	<b>2,35</b>	<b>2,60</b>	<b>2,80</b>
<i>Cotribution Margin %</i>	<i>97,6%</i>	<i>98,8%</i>	<i>97,9%</i>	<i>98,1%</i>	<i>98,2%</i>
Use of Assets owned by Others	0,06	0,03	0,05	0,05	0,05
Services	0,35	0,49	0,35	0,40	0,45
Employees	0,22	0,24	0,25	0,30	0,30
Other Operating Expenses	0,98	1,13	0,90	0,95	1,00
<b>EBITDA</b>	<b>0,06</b>	<b>0,87</b>	<b>0,80</b>	<b>0,90</b>	<b>1,00</b>
<i>EBITDA % on First Margin</i>	<i>3,8%</i>	<i>31,2%</i>	<i>33,3%</i>	<i>34,0%</i>	<i>35,1%</i>
D&A	0,19	0,23	0,20	0,20	0,20
<b>EBIT</b>	<b>(0,13)</b>	<b>0,64</b>	<b>0,60</b>	<b>0,70</b>	<b>0,80</b>
<i>EBIT % on First Margin</i>	<i>-7,3%</i>	<i>23,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>26,4%</i>	<i>28,1%</i>
Financial Management	(0,01)	(0,02)	(0,05)	(0,05)	(0,05)
<b>EBT</b>	<b>(0,14)</b>	<b>0,63</b>	<b>0,55</b>	<b>0,65</b>	<b>0,75</b>
Taxes	(0,04)	0,17	0,15	0,15	0,15
<b>Net Income</b>	<b>(0,10)</b>	<b>0,46</b>	<b>0,40</b>	<b>0,50</b>	<b>0,60</b>
<b>BALANCE SHEET (€/mln)</b>					
<b>Fixed Assets</b>	<b>2,28</b>	<b>2,12</b>	<b>2,30</b>	<b>2,20</b>	<b>2,10</b>
Account receivable	0,31	0,51	0,45	0,45	0,50
Inventories	2,59	4,74	4,40	4,50	4,70
Account payable	0,16	0,20	0,20	0,20	0,20
<b>Operating Working Capital</b>	<b>2,73</b>	<b>5,05</b>	<b>4,65</b>	<b>4,75</b>	<b>5,00</b>
Other receivable	0,17	0,06	0,15	0,15	0,20
Other payable	0,15	0,55	0,50	0,55	0,60
<b>Net Working Capital</b>	<b>2,75</b>	<b>4,57</b>	<b>4,30</b>	<b>4,35</b>	<b>4,60</b>
Severance Indemnities & Other Provisions	0,02	0,03	0,05	0,05	0,05
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>5,00</b>	<b>6,66</b>	<b>6,55</b>	<b>6,50</b>	<b>6,65</b>
Share Capital	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
Reserves ad Retained Profits	5,45	5,37	5,12	5,52	6,02
Net Income	(0,10)	0,45	0,40	0,50	0,60
<b>Equity</b>	<b>6,05</b>	<b>6,52</b>	<b>6,22</b>	<b>6,72</b>	<b>7,32</b>
Cash and Cash Equivalent	1,26	0,70	0,77	1,32	1,72
Short-Term Financial Debt	0,21	0,84	0,80	0,80	0,80
M/L Term Financial Debt	0,00	0,00	0,30	0,30	0,25
<b>Net Financial Position</b>	<b>(1,05)</b>	<b>0,14</b>	<b>0,33</b>	<b>(0,22)</b>	<b>(0,67)</b>
<b>SOURCES</b>	<b>5,00</b>	<b>6,66</b>	<b>6,55</b>	<b>6,50</b>	<b>6,65</b>

CASH FLOW (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT	0,64	0,60	0,70	0,80
Taxes	0,17	0,15	0,15	0,15
<b>NOPAT</b>	<b>0,47</b>	<b>0,45</b>	<b>0,55</b>	<b>0,65</b>
D&A	0,23	0,20	0,20	0,20
Change in receivable	(0,20)	0,06	0,00	(0,05)
Change in inventories	(2,15)	0,34	(0,10)	(0,20)
Change in payable	0,04	(0,00)	0,00	0,00
Change in OWC	(2,32)	0,40	(0,10)	(0,25)
Other Changes	0,50	(0,14)	0,05	0,00
Change in Provision	0,01	0,02	0,00	0,00
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>(1,10)</b>	<b>0,93</b>	<b>0,70</b>	<b>0,60</b>
Investments	(0,08)	(0,38)	(0,10)	(0,10)
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>(1,18)</b>	<b>0,56</b>	<b>0,60</b>	<b>0,50</b>
Financial Management	(0,02)	(0,05)	(0,05)	(0,05)
Change in Payable to Banks	0,63	0,26	0,00	(0,05)
Change in Equity	0,02	(0,70)	0,00	0,00
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)</b>	<b>(0,55)</b>	<b>0,06</b>	<b>0,55</b>	<b>0,40</b>

Source: Confinvest and Integrae SIM estimates

## Company Overview

Confinvest, costituita nel 1983, è una società *leader* in Italia nell'intermediazione di oro fisico da investimento all'interno dei mercati *High Net Worth Individual* e del settore bancario con cui opera tramite specifiche convenzioni. La Società, è attiva su tutto il territorio italiano con servizi di consegna e ritiro assicurati sia presso intermediari o istituzioni finanziarie scelte dai clienti che al domicilio degli stessi ed è in grado di gestire grandi volumi in acquisto e in vendita con disponibilità immediate di monete e lingotti LBMA (London Bullion Market Association) di differenti tagli. In particolare, agendo come *market maker* a livello nazionale, Confinvest riesce a garantire prezzi certi e trasparenti arrivando a predisporre un listino indicativo di giornata tramite servizi di quotazione (domanda e offerta) delle monete d'oro d'investimento.

Tra i prodotti e i servizi distintivi di Confinvest si segnala la piattaforma proprietaria innovativa Conto Lingotto: una soluzione digitale per l'investimento in oro fisico che permette ai clienti della Società di acquistare e vendere oro fisico in modo semplice ed immediato, di beneficiare del possesso di un vero lingotto con custodia inclusa e di vendere in tutto o in parte la loro posizione in cambio di liquidità immediata.

## 1H23A Results

TABLE 2 – 1H22A VS 1H23A

€/mln	Sales	First Margin	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H23A	20,01	1,18	0,51	42,8%	0,40	0,27	0,60
1H22A	27,39	1,94	0,93	48,1%	0,83	0,60	0,14*
<i>Change</i>	-26,9%	-39,1%	-45,8%	-5,3%	-52,2%	-56,1%	n/a

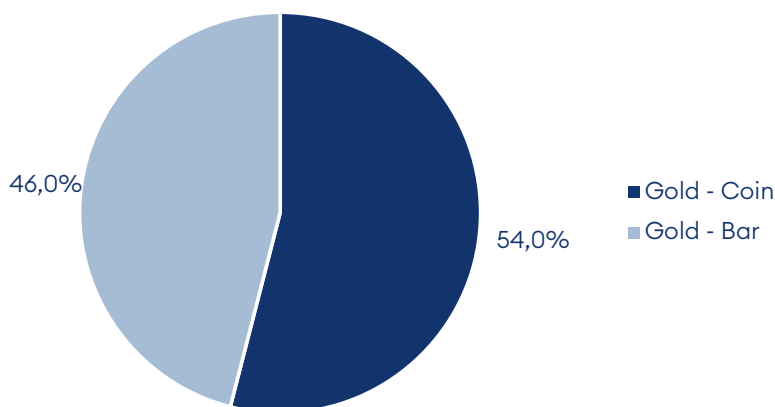
Source: *Integrae SIM*

NFP as of 31/12/2022

Al termine del primo semestre del 2023 i ricavi si attestano pari a € 20,01 mln, in diminuzione del 26,9% rispetto al dato del 1H22A pari a € 27,39 mln. Tale variazione è riconducibile principalmente ad un effetto volumi generato dalla scarsa volatilità che il prezzo dell'oro ha avuto nel periodo analizzato rispetto ai primi 6 mesi dell'anno precedente. Il 2022 infatti, era stato un esercizio eccezionale, in cui lo scoppio della guerra in Ucraina e l'inflazione in costante aumento avevano generato forti oscillazioni nei prezzi dell'oro che di conseguenza avevano portato ad una crescita dei volumi di affari.

Come si può osservare dal grafico seguente, i ricavi generati nel corso del 1H23A sono relativi per il 54,0% a servizi di intermediazione ed investimento in oro fisico sotto forma di monete d'oro, mentre per il restante 46,0% a servizi di intermediazione ed investimento in oro fisico sotto forma di lingotti d'oro certificati LBMA.

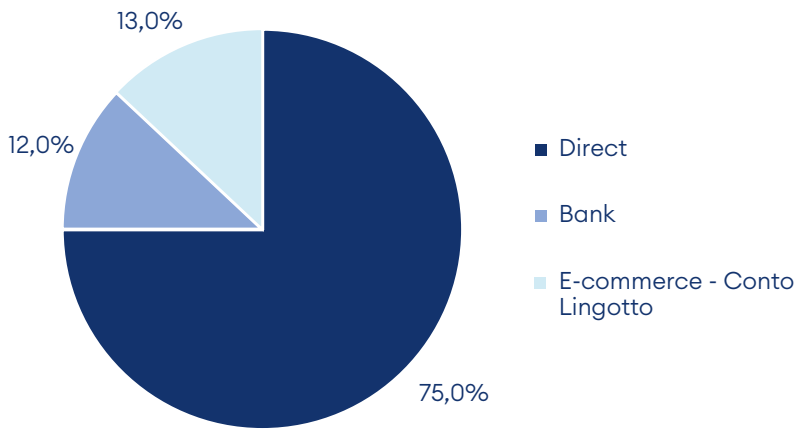
CHART 1 – REVENUES BY PRODUCT



Source: *Integrae SIM*

Analizzando poi la composizione del fatturato dal punto di vista dei canali di vendita utilizzati, al 30 giugno 2023, il canale di vendita diretto è responsabile del 75,0% del fatturato, il canale bancario per il 12,0% mentre il restante 13,0% è attribuibile ai canali e-commerce e Conto Lingotto®.

CHART 2 – REVENUES BY SALES CHANNEL



Source: Integrae SIM

Il First Margin, vera *proxy* del fatturato di un *market dealer* in oro, includendo il saldo netto del transato e l'effetto della variazione del magazzino, si attesta al termine del primo semestre del 2023 pari a € 1,18 mln in riduzione del 39,1% rispetto al dato del 1H22A pari a € 1,94 mln. Di conseguenza, il rapporto tra il First Margin e il totale dei ricavi risulta pari al 5,9%, in riduzione rispetto al 7,1% dell'1H22A. Si segnala, tuttavia, che l'1H22A aveva registrato un effetto positivo della variazione del magazzino, pari ad € 0,80 mln, che nel primo semestre del 2023, al contrario equivale a € -0,27 mln in virtù della riduzione del magazzino per via delle dinamiche di mercato.

L'EBITDA, al termine del primo semestre del 2023 si attesta pari ad € 0,51 mln in riduzione del 45,8% rispetto agli € 0,93 mln dell'1H23A. L'EBITDA margin, calcolato come rapporto tra l'EBITDA e il First Margin risulta pari al 42,8% in diminuzione rispetto al 1H22A in cui si attestava pari al 48,1%. Si segnala a tal proposito, che la Società ha continuato il processo di revisione dei costi operativi e di struttura al fine aumentare la marginalità ed essere più pronta ad assorbire eventuali shock di mercato futuri.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per complessivi € 0,11 mln principalmente attribuibili all'ammortamento della piattaforma tecnologica, si attesta pari a € 0,40 mln. Il Net Income, ammonta a € 0,27 mln, in diminuzione rispetto agli € 0,60 mln del 1H22A.

Infine, a livello patrimoniale, la Società al 30 giugno 2023 ha registrato una NFP pari a € 0,60 mln di debito, in peggioramento rispetto al dato del 31 dicembre 2022 pari a € 0,14 mln di debito. Tale variazione, si spiega in ragione della decisione della Società di provvedere alla distribuzione di un dividendo pari a € 0,70 mln, oltre che alle maggiori CAPEX legate al rinnovo del contratto di leasing per la locazione degli uffici di Milano. Si segnala, similmente, che considerando la natura liquida del magazzino ed escludendo la parte necessaria per le attività operative la PFN *adjusted* al termine del periodo analizzato ammonta ad € 3,78 mln (*cash positive*) in peggioramento rispetto ai € 4,21 mln (*cash positive*) del 31 dicembre 2022.

## FY23E – FY25E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY23E-25E

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Sales</b>			
New	40,0	41,0	43,0
Old	37,0	40,0	43,0
Change	8,1%	2,5%	0,0%
<b>First Margin</b>			
New	2,4	2,7	2,9
Old	2,4	2,7	2,9
Change	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBITDA</b>			
New	0,8	0,9	1,0
Old	0,7	0,9	1,0
Change	10,0%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>			
New	0,6	0,7	0,8
Old	0,5	0,7	0,9
Change	20,0%	0,0%	-11,1%
<b>Net Income</b>			
New	0,4	0,5	0,6
Old	0,3	0,5	0,7
Change	14,3%	0,0%	-7,7%
<b>NFP</b>			
New	0,3	(0,2)	(0,7)
Old	(1,8)	(2,3)	(3,0)
Change	n/a	n/a	n/a

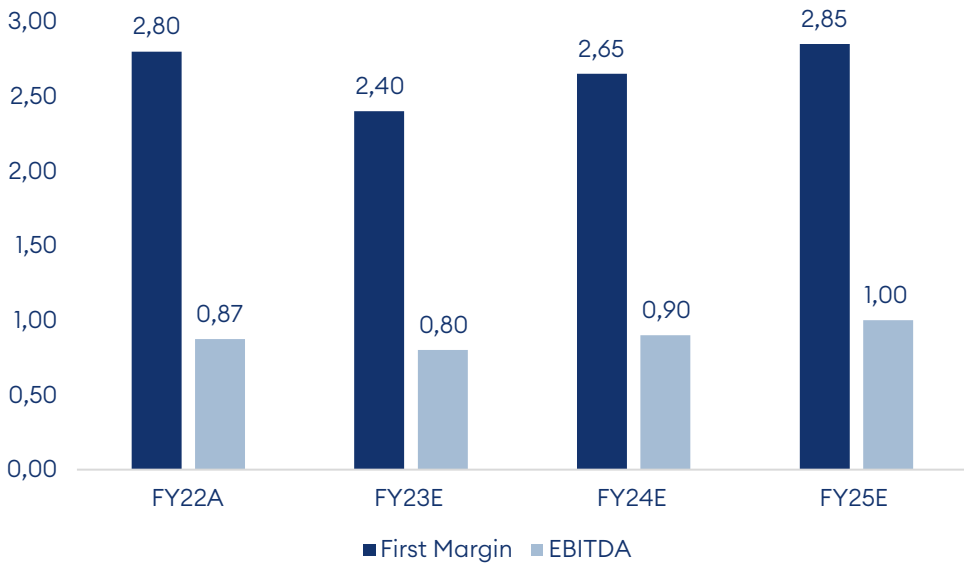
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H23A, modifichiamo le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo un volume di ricavi per il FY23E pari a € 40,00 mln con First Margin pari a € 2,40 mln, una marginalità in miglioramento rispetto all'anno precedente e un EBITDA conseguentemente pari a € 0,80 mln. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che le vendite possano raggiungere i € 43,00 mln nel FY25E con un First Margin pari a € 2,85 e EBITDA pari a € 1,00 mln in crescita rispetto agli € 0,87 mln del FY22A.

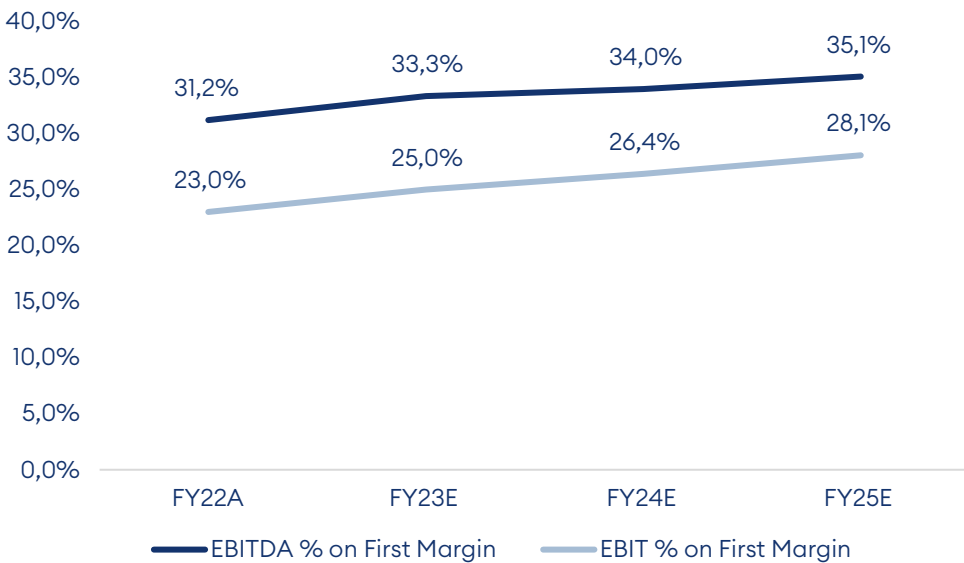
A livello patrimoniale, ci aspettiamo un miglioramento della NFP, che secondo le nostre stime passerà dagli € 0,14 mln del FY22A a € 0,67 mln (*cash positive*) del FY25E.

CHART 3 – FIRST MARGIN AND EBITDA FY22A-25E



Source: Integrae SIM

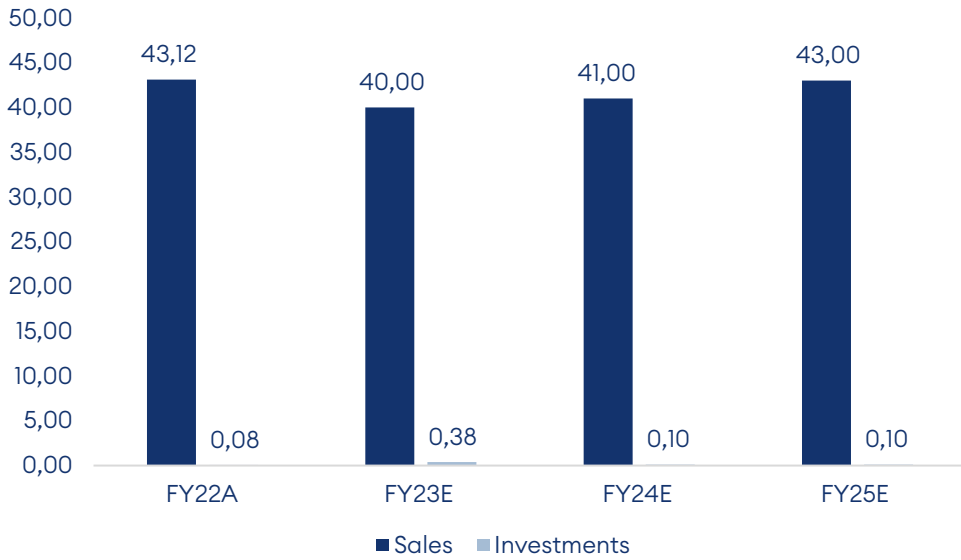
CHART 4 – MARGIN FY22A-25E



Source: Integrae SIM

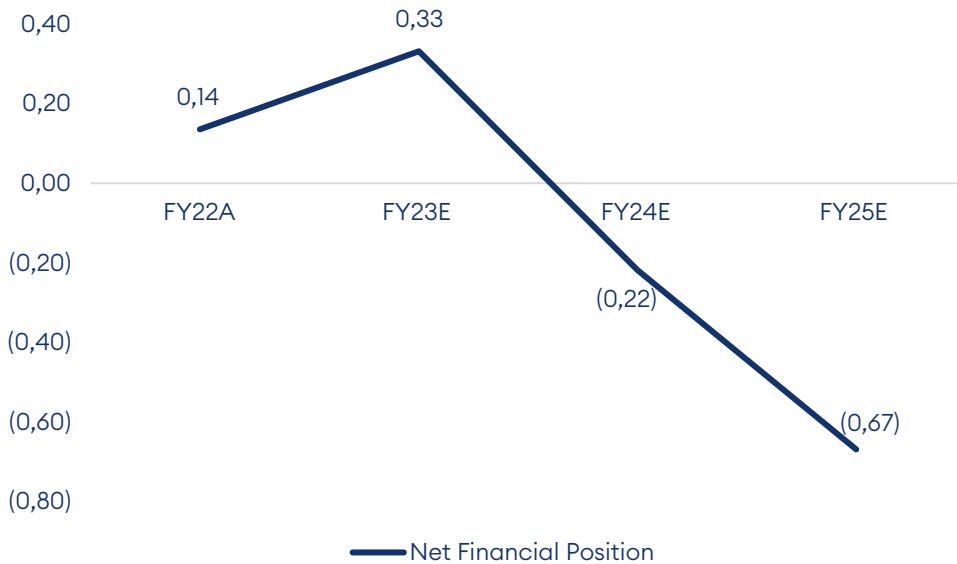


CHART 5 – INVESTMENTS FY22A-25E



Source: Integrae SIM

CHART 6 – NFP FY22A-25E



Source: Integrae SIM

# Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di Confinvest sulla base della metodologia DCF.

## DCF Method

TABLE 4 – WACC

WACC			13,22%
D/E 11,11%	Risk Free Rate 3,64%	$\beta$ Adjusted 1,0	$\alpha$ (specific risk) 2,50%
$K_d$ 2,00%	Market Premium 8,33%	$\beta$ Relevered 1,1	$K_e$ 14,53%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 13,22%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	4,5	30%
TV actualized DCF	10,4	70%
<b>Enterprise Value</b>	<b>14,9</b>	<b>100%</b>
NFP (FY22A)	0,1	
<b>Equity Value</b>	<b>14,7</b>	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value** di € 14,7 mln. Il **target price**, quindi, è di € 2,10 (prev. € 2,20), rating **BUY** e risk **MEDIUM**.

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	WACC							
		11,7%	12,2%	12,7%	13,2%	13,7%	14,2%	14,7%
Growth Rate (g)	2,5%	19,3	18,1	17,1	16,2	15,3	14,6	13,9
	2,0%	18,5	17,5	16,5	15,6	14,9	14,1	13,5
	1,5%	17,8	16,9	16,0	15,2	14,4	13,7	13,1
	1,0%	17,2	16,3	15,5	14,7	14,0	13,4	12,8
	0,5%	16,7	15,8	15,0	14,3	13,7	13,1	12,5
	0,0%	16,1	15,3	14,6	13,9	13,3	12,7	12,2
	-0,5%	15,7	14,9	14,2	13,6	13,0	12,5	11,9

Source: Integrae SIM

TABLE 7 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	17,0x	18,6x	16,5x	14,9x
EV/EBIT	23,1x	24,8x	21,2x	18,6x
EV/EBIT	32,3x	36,8x	29,4x	24,5x

Source: Integrae SIM

TABLE 8 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	13,8x	15,0x	13,3x	12,0x
EV/EBIT	18,6x	20,0x	17,2x	15,0x
EV/EBIT	26,0x	29,7x	23,7x	19,8x

Source: Integrae SIM

# Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

## 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. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Mattia Petracca is Integrae SIM's current Head of Research. Giuseppe Riviello, Alessandro Colombo, Edoardo Luigi Pezzella and Alessandro Elia Stringa are the current financial analysts.

## 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
11/04/2023	1,98	Buy	2,20	Medium	Update

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 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](http://www.integraesim.it)). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility

or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 20307/2018, 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 $\geq$ 7.5%	ETR $\geq$ 10%	ETR $\geq$ 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR $\leq$ -5%	ETR $\leq$ -5%	ETR $\leq$ 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

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

- It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of Confinvest SpA;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Confinvest SpA;
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.;