

CONFINVEST	Italy	Euronexth Growth Milan	Gold Trading
Rating: Hold (unch.)	Target Price: € 2,15 (prev € 2,40)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-9,69%	5,67%	-10,48%	-41,60%
to FTSE AIM Italia	-2,28%	9,24%	3,96%	-21,12%
to FTSE STAR Italia	2,86%	17,66%	13,22%	-7,23%
to FTSE All-Share	-2,99%	11,06%	3,66%	-21,69%
to EUROSTOXX	-1,00%	10,89%	2,84%	-22,12%
to MSCI World Index	1,18%	12,58%	9,34%	-20,17%

Stock Data

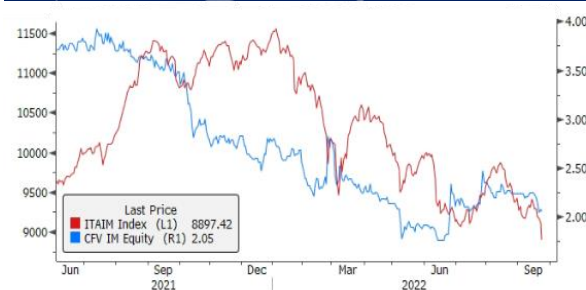
Price	€ 2,05
Target price	€ 2,15
Upside/(Downside) potential	4,9%
Bloomberg Code	CFV IM EQUITY
Market Cap (€m)	€ 14,40
EV (€m)	€ 13,31
Free Float	57,41%
Share Outstanding	7.025.475
52-week high	€ 3,60
52-week low	€ 1,65
Average daily volumes (3m)	7.200

Key Financials (€m)	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Sales	30,27	45,00	37,00	40,00
First Margin	1,72	3,15	2,40	2,70
EBITDA	0,06	1,50	0,75	1,00
EBIT	(0,13)	1,30	0,55	0,80
Net Profit	(0,10)	0,90	0,40	0,60
EBITDA %	3,8%	47,6%	31,2%	37,0%
EBIT %	N.A.	41,3%	22,9%	29,6%
Net Profit %	N.A.	28,6%	16,7%	22,2%

Main Ratios	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA Adj. (x)	204,8	8,9	17,7	13,3
EV/EBIT (x)	N.A.	10,2	24,2	16,6
P/E (x)	N.A.	16,0	36,0	24,0

Mattia Petracca mattia.petracca@integraesim.it
Giuseppe Riviello giuseppe.riviello@integraesim.it

Stock performance vs Euronexth Growth Milan



1H22A Results

L'andamento della Società nel 1H22A è fortemente impattato da fenomeni macroeconomici, che hanno causato un'importante crescita del prezzo dell'oro (+9,0%) e un conseguente aumento dei volumi di vendita. I ricavi ammontano a € 27,39 mln, +91,8% rispetto al primo semestre 2021, anche grazie all'aumento della notorietà del brand in Italia e un'attenta gestione dei canali di vendita. Migliora anche il First Margin, pari a € 1,94 mln rispetto al dato 1H21A di € 0,87 mln, per una marginalità del 7,0% sui volumi scambiati. L'efficiamento della struttura dei costi consente infine di raggiungere un EBITDA pari a € 0,93 mln, rispetto al risultato del 1H21A in sostanziale pareggio. Risultati estremamente positivi quindi per Confinvest che beneficia delle fluttuazioni e la volatilità del prezzo dell'oro.

Estimates Updates

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per 1H22A, modifichiamo le nostre stime per l'anno in corso e per i prossimi anni. L'andamento del mercato resta imprevedibile, nonostante siano improbabili inversioni di tendenza rispetto al primo semestre. Ci aspettiamo ricavi per il FY22E pari a € 45,00 mln, con First Margin ed EBITDA rispettivamente pari a € 3,15 mln e € 1,50 mln. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che le vendite possano raggiungere € 40,00 mln nel FY24E, con First Margin di € 2,70 mln ed EBITDA pari a € 1,00 mln, in significativa crescita rispetto ai risultati ottenuti nel 2021. A livello patrimoniale, stimiamo che le entrate di cassa derivanti dalla gestione caratteristica consentiranno di raggiungere un valore della NFP cash positive pari a € 2,80 mln nel FY24E.

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Confinvest sulla base della sola 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 € 15,1 mln. Il target price è quindi pari a € 2,15 (prev. € 2,40). Confermiamo rating HOLD e rischio MEDIUM.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY19A	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Sales	27,28	41,13	30,27	45,00	37,00	40,00
Direct Costs	26,45	37,32	28,96	42,35	34,35	37,00
Change in raw material	(0,93)	0,73	(0,42)	(0,50)	0,25	0,30
First Margin	1,76	3,08	1,72	3,15	2,40	2,70
<i>First Margin %</i>	<i>6,5%</i>	<i>7,5%</i>	<i>5,7%</i>	<i>7,0%</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,8%</i>
Other Revenues	0,02	0,09	0,07	0,10	0,15	0,20
Other Costs	0,08	0,11	0,11	0,20	0,20	0,25
Contribution Margin	1,70	3,06	1,68	3,05	2,35	2,65
<i>Contribution Margin %</i>	<i>96,5%</i>	<i>99,2%</i>	<i>97,6%</i>	<i>96,8%</i>	<i>97,9%</i>	<i>98,1%</i>
Use of Asset owned by Others	0,00	0,03	0,06	0,05	0,05	0,05
Services	0,19	0,42	0,35	0,35	0,35	0,35
Employees	0,06	0,27	0,22	0,25	0,30	0,30
Other Operating Expenses	0,63	0,92	0,98	0,90	0,90	0,95
EBITDA	0,82	1,42	0,06	1,50	0,75	1,00
<i>EBITDA % on First Margin</i>	<i>46,5%</i>	<i>46,0%</i>	<i>3,8%</i>	<i>47,6%</i>	<i>31,2%</i>	<i>37,0%</i>
D&A	0,07	0,20	0,19	0,20	0,20	0,20
EBIT	0,76	1,22	(0,13)	1,30	0,55	0,80
<i>EBIT % on First Margin</i>	<i>42,9%</i>	<i>39,6%</i>	<i>-7,3%</i>	<i>41,3%</i>	<i>22,9%</i>	<i>29,6%</i>
Financial Management	(0,20)	(0,01)	(0,01)	0,00	0,00	0,00
EBT	0,56	1,21	(0,14)	1,30	0,55	0,80
Taxes	(0,05)	0,39	(0,04)	0,40	0,15	0,20
Net Income	0,61	0,82	(0,10)	0,90	0,40	0,60
BALANCE SHEET (€/mln)						
Fixed Asset	2,32	2,40	2,28	2,10	1,95	1,85
Account receivable	0,07	0,01	0,31	0,35	0,35	0,35
Inventories	2,90	2,17	2,59	3,50	3,60	3,70
Account payable	0,21	0,27	0,16	0,25	0,35	0,40
Operating Working Capital	2,76	1,90	2,73	3,60	3,60	3,65
Other Receivable	0,71	0,56	0,57	0,50	0,60	0,70
Other Payable	0,36	0,00	0,00	0,25	0,30	0,40
Net Working Capital	3,12	2,46	3,30	3,85	3,90	3,95
Severance Indemnities & Provision	0,01	0,01	0,02	0,05	0,05	0,05
NET INVESTED CAPITAL	5,43	4,85	5,56	5,90	5,80	5,75
Share Capital	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
Reserves and Retained Profits	5,03	6,05	6,05	5,95	6,85	7,25
Net Profit	0,61	0,82	(0,10)	0,90	0,40	0,60
Equity	6,35	7,57	6,65	7,55	7,95	8,55
Cash and Cash Equivalent	1,48	3,11	1,26	1,80	2,20	2,80
Short-Term Financial debt	0,17	0,18	0,16	0,10	0,05	0,00
ML Term Financial Debt	0,38	0,21	0,00	0,05	0,00	0,00
Net Financial Position	(0,92)	(2,72)	(1,09)	(1,65)	(2,15)	(2,80)
TOTAL SOURCES	5,43	4,85	5,56	5,90	5,80	5,75
CASH FLOW (€/mln)						
EBIT	0,76	1,22	(0,13)	1,30	0,55	0,80
Taxes	(0,05)	0,39	(0,04)	0,40	0,15	0,20
NOPAT	0,81	0,83	(0,09)	0,90	0,40	0,60
D&A	0,07	0,20	0,19	0,20	0,20	0,20
Change in receivable	0,06	0,07	(0,30)	(0,04)	0,00	0,00
Change in inventories	(0,93)	0,73	(0,42)	(0,91)	(0,10)	(0,10)
Change in payable	(0,08)	0,06	(0,11)	0,09	0,10	0,05
Change in OWC	(0,95)	0,86	(0,83)	(0,87)	(0,00)	(0,05)
Other Changes	(0,34)	(0,21)	(0,01)	0,32	(0,05)	0,00
Change in Provision	0,00	0,01	0,00	0,03	0,00	0,00
OPERATING CASH FLOW	(0,42)	1,69	(0,73)	0,58	0,55	0,75
Investments	0,31	0,28	0,07	0,02	0,05	0,10
FREE CASH FLOW	(0,73)	1,41	(0,80)	0,56	0,50	0,65
Financial Management	(0,20)	(0,01)	(0,01)	0,00	0,00	0,00
Change in Payable to Banks	(0,81)	(0,17)	(0,22)	(0,01)	(0,10)	(0,05)
Change in Equity	2,63	0,40	(0,81)	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	0,89	1,63	(1,85)	0,55	0,40	0,60

Source: Coninvest & Integrae SIM estimates

1.1 1H22A Results

Table 2 – Results 1H22A vs 1H21A

€/mln	Sales	First Margin	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H22A	27,39	1,94	0,93	48,1%	0,83	0,60	(1,4)
1H21A	14,28	0,87	0,04	4,3%	-0,06	-0,06	(0,1)
<i>Change</i>	<i>91,8%</i>	<i>123,5%</i>	<i>2424,3%</i>	<i>43,9%</i>	<i>N.A.</i>	<i>N.A.</i>	<i>N.A.</i>

Source: Integrae SIM

I primi sei mesi dell’esercizio 2022 hanno visto l’andamento della Società fortemente impattato da eventi macroeconomici negativi, tra cui citiamo l’avvio del conflitto Russo-Ucraino e la pandemia Covid19, che hanno causato un’inversione di tendenza per quanto riguarda il prezzo dell’oro, principale oggetto degli investimenti in beni rifugio. Proprio la crescita del prezzo dell’oro, che raggiunge circa il 9,0%, oltre allo scenario macroeconomico, ha consentito a Confinvest, leader italiano come *market dealer* di oro fisico, di realizzare un maggiore numero di scambi e, quindi, di volumi di vendita: i ricavi ammontano a circa € 27,39 mln, quasi raddoppiando (+91,8%) il dato del primo semestre del 2021 pari a € 14,28 mln. Il risultato è ovviamente favorito, oltre che appunto dalla volatilità del prezzo dell’oro per tutto il semestre, dalla costante crescita della notorietà del brand e una strategia basata sulla diversificazione tra i canali di vendita, che ora annoverano anche l’e-commerce e il progetto Conto Lingotto®. In particolare, questi ultimi due canali contribuiscono al 15,5% del fatturato totale, mentre il canale diretto e il canale bancario rappresentano rispettivamente il 64,9% e il 19,6%.

Il 58,4% dei ricavi totali è riconducibile ai servizi di intermediazione e investimento in oro fisico, sottoforma di monete d’oro (sterline, marenghi, *krugerrand*, dollari USA, corone ecc.), mentre il restante 41,6% deriva da servizi di intermediazione e investimento in oro fisico sottoforma di lingotti d’oro, certificata dalla LBMA (*London Bullion Market Association*).

Il First Margin, proxy più corretta del fatturato di un *market dealer* in oro, raggiunge i € 1,94 mln, più che raddoppiando il valore del 1H21A che si attestava a € 0,87 mln. Oltre alla crescita in termini assoluti, è importante sottolineare che la marginalità raggiunta dalla Società, intesa in questo caso come rapporto fra il First Margin e i ricavi di vendita, supera leggermente il 7,0% dei volumi scambiati e conferma l’attenta gestione commerciale di acquisto e di vendita, oltre all’efficacia degli interventi di revisione implementati da Confinvest per efficientare la struttura dei costi operativi e coprirsi da eventuali shock di mercato.

L’EBITDA si attesta a € 0,93 mln, rispetto ai € 0,04 mln dell’esercizio precedente, per una crescita più che proporzionale rispetto a quella del fatturato, a conferma del fatto che la Società riesce a mantenere la propria posizione sul mercato oltre grazie a rapporti consolidati con la clientela anche ad una attenta struttura dei costi di gestione. Di conseguenza, l’EBITDA *margin*, inteso come rapporto tra l’EBITDA e il First Margin, raggiunge il 48,1%, più di dieci volte maggiore rispetto al dato del 1H21A pari al 4,3%. Il dato è straordinario rispetto alla media storica e vede le sue cause nell’aumento dell’interesse della clientela generato dalla volatilità del prezzo dell’oro, che ricordiamo ha avuto un impatto diretto sulla crescita dei volumi d’affari e quindi del fatturato e del First Margin.

L’EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 0,10 mln, attribuibili principalmente all’ammortamento della piattaforma tecnologica, è pari a € 0,83 mln. Nello stesso periodo dell’esercizio precedente, si era registrato un EBIT negativo per - € 0,06 mln, in quanto il 2021 è stato per Confinvest un anno sfavorevole dal punto di vista delle oscillazioni dei prezzi e quindi dei volumi. Positivo, infine, anche il Net Income, che raggiunge i € 0,60 mln rispetto ai - € 0,06 mln dell’1H21A.

A livello patrimoniale, si specifica come le rimanenze costituiscano il magazzino di oro fisico, depositato presso un istituto bancario e assicurato con una primaria compagnia assicurativa. La valutazione del magazzino viene effettuata sui valori di mercato dell’oro, calcolato in base ai prezzi spot del circuito LBMA al 30 giugno 2022 (€ 56,10 al grammo), ed è pari a € 3,49mln. Migliora anche la NFP, *cash positive* per € 1,41 mln, in ragione della cassa generata dalla gestione caratteristica.

1.2 FY22E – FY24E Estimates

Table 3 – Estimates Updates FY22E - FY24E

€/mln	FY22E	FY23E	FY24E
Sales			
New	45,0	37,0	40,0
Old	33,3	36,6	40,3
Change	35,2%	1,0%	-0,7%
First Margin			
New	3,2	2,4	2,7
Old	1,9	2,7	3,6
Change	68,2%	-9,7%	-25,1%
EBITDA			
New	1,5	0,7	1,0
Old	0,4	0,6	1,0
Change	313,6%	21,6%	3,8%
EBIT			
New	1,3	0,5	0,8
Old	0,2	0,4	0,8
Change	699,3%	25,9%	0,8%
Net Income			
New	0,9	0,4	0,6
Old	0,1	0,3	0,6
Change	628,1%	20,5%	-0,5%
NFP			
New	(1,7)	(2,2)	(2,8)
Old	(1,3)	(1,7)	(2,1)
Change	N.A	N.A	N.A

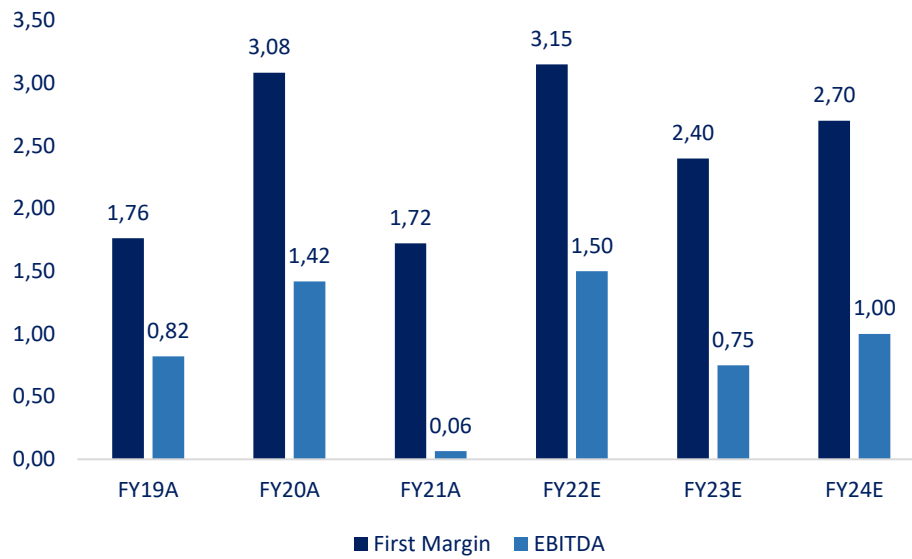
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H22A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

L'andamento del mercato dell'oro da investimento resta imprevedibile, anche se si ritengono improbabili inversioni di tendenza rispetto ai primi sei mesi dell'anno: l'aumento dell'inflazione genera rialzo dei prezzi di beni e servizi e spinge le famiglie a contenere i consumi e investire nei beni rifugio, di cui l'oro è l'esempio per eccellenza. Ci aspettiamo, pertanto, un volume di ricavi per il FY22E pari a € 45,00 mln, con First Margin pari a € 3,15 mln, per una marginalità in linea con la prima parte dell'anno, e EBITDA pari a € 1,50 mln. Per gli anni successivi, considerando gli scenari macroeconomici incerti, l'andamento è leggermente soggetto alla prossima evoluzione del mercato, anche la gestione commerciale e di vendita per ottimizzare i margini restano la priorità del *management*. Di conseguenza, ci aspettiamo che le vendite complessive possano raggiungere i € 40,00 mln nel FY24E, con un First Margin pari a € 2,70 mln e EBITDA pari a € 1,00 mln, in significativa crescita rispetto ai € 0,06 mln del FY21A.

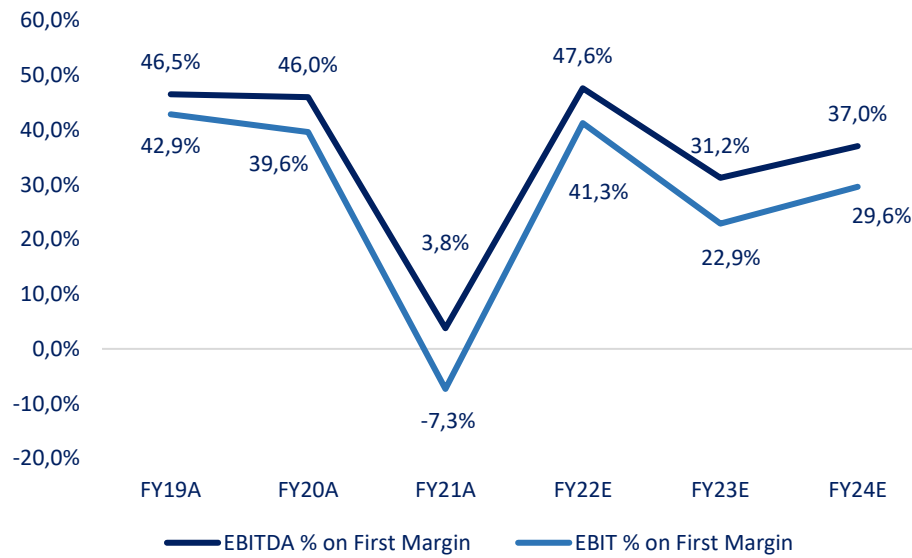
A livello patrimoniale, stimiamo che la cassa generata dalla gestione caratteristica possa consentire alla NFP di raggiungere, nel FY24E, un valore *cash positive* e pari a € 2,80 mln.

Chart 1 – First Margin and EBITDA FY19A - FY24E



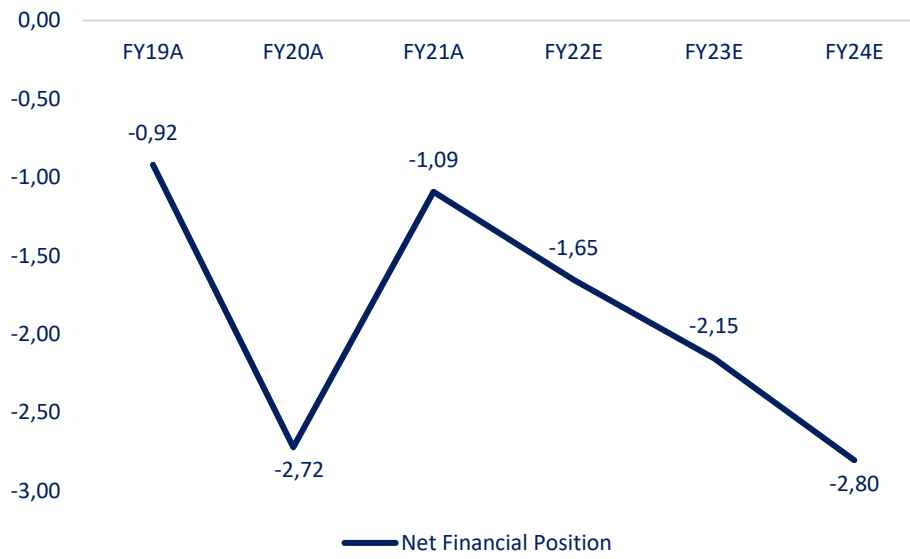
Source: Integrae SIM

Chart 2 – EBITDA & EBIT % on First Margin FY19A - FY24E



Source: Integrae SIM

Chart 3 – NFP FY19A - FY24E



Source: Integrae SIM

2. Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di Confinvest sulla base del metodo DCF.

2.1 DCF Method

Table 4 – WACC

WACC		12,53%
Risk Free Rate	2,18% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	9,08% Beta Adjusted	1,0
D/E (average)	11,11% Beta Relevered	1,1
Ke	13,76% Kd	2,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC pari al 12,53%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		15,1
FCFO actualized	4,6	33%
TV actualized DCF	9,4	67%
Enterprise Value	14,0	100%
NFP (FY21A)	(1,1)	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di € 15,1 mln. Il target price, di conseguenza, è pari a € 2,15 (prev. € 2,40), rating HOLD e risk MEDIUM.

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

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

Source: Integrae SIM

Table 7 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	10,1x	20,2x	15,1x
EV/EBIT	11,6x	27,5x	18,9x

Source: Integrae SIM

Table 8 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	8,9x	17,7x	13,3x
EV/EBIT	10,2x	24,2x	16,6x

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 and Edoardo Luigi Pezzella, are the current financial analysts.

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. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE 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 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 is Co-Head of Research, Alessandro Colombo e Giuseppe Riviello are 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
25/02/2021	4,05	Buy	5,20	Medium	Flash Note
13/07/2021	3,80	Buy	5,20	Medium	Update
19/10/2021	2,90	U.R.	U.R.	U.R.	Update
24/03/2022	2,29	Hold	2,40	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 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 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) Integræ 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 Integræ SIM states that:

- Integræ SIM S.p.A. It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor S.p.A.;
- Integræ 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, Integræ SIM played the role of Global Coordinator.