

UPDATE

EQUITY RESEARCH

**ISIM**  
**INTEGRÆ**

# Confinvest

Euronext Growth Milan | Gold Trading | Italy

Produzione 07/04/2023, h. 18:30

Pubblicazione 11/04/2023, h. 07:00



Rating  
**BUY**  
prev. HOLD

Target Price  
**€ 2,20**  
prev. € 2,15



Risk  
Medium

Upside potential  
**11,4%**

Key Financials (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Sales	43,12	37,00	40,00	43,00
First Margin	2,80	2,40	2,65	2,85
EBITDA	0,87	0,70	0,90	1,00
EBIT	0,64	0,50	0,70	0,90
Net Income	0,46	0,35	0,50	0,65
EBITDA %	31,2%	29,2%	34,0%	35,1%
EBIT %	23,0%	20,8%	26,4%	31,6%
Net Profit %	16,3%	14,6%	18,9%	22,8%

## Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



### Stock Data

Price	€ 1,98
Target price	€ 2,20
Upside/(Downside) potential	11,4%
Ticker	CFV IM EQUITY
Market Cap (€/mln)	€ 13,91
EV (€/mln)	€ 14,05
Free Float	57,41%
Share Outstanding	7.025.475
52-week high	€ 2,70
52-week low	€ 1,65
Average daily volumes (3 months)	4.909

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	4,21%	3,13%	-3,41%	-11,61%
to FTSE Italia Growth	5,11%	3,78%	-9,28%	-1,40%
to Euronext STAR Milan	7,08%	2,62%	-20,10%	-3,18%
to FTSE All-Share	6,03%	-3,78%	-32,76%	-20,49%
to EUROSTOXX	3,67%	-2,79%	-31,79%	-23,84%
to MSCI World Index	0,53%	-1,64%	-19,88%	-5,47%

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	16,1 x	20,1 x	15,6 x	14,0 x
EV/EBIT	21,8 x	28,1 x	20,1 x	15,6 x
P/E	30,8 x	40,1 x	28,1 x	21,6 x

## FY22A Results

I ricavi risultano pari a € 43,12 mln in crescita del 42,5% rispetto ai € 30,27 mln del 2021 ma in diminuzione rispetto alle nostre precedenti stime pari a € 45,00 mln. Il First Margin si attesta ad un valore di € 2,80 mln, in crescita del 62,5% rispetto al valore di € 1,72 mln del periodo precedente ma inferiore rispetto alle nostre stime pari a € 3,15 mln e similmente, il rapporto tra il First Margin e il totale dei ricavi passa dal 5,7% del 2021 al 6,5% del 2022. Il Net Income risulta positivo e in forte crescita, affermandosi pari a € 0,46 mln rispetto alla perdita di € -0,10 mln del periodo precedente. Infine, la NFP risulta pari a € 0,14 mln, in peggioramento sia rispetto al periodo precedente, in cui era pari a € 1,05 mln (*cash positive*), che rispetto alle nostre precedenti stime di € 1,65 mln (*cash positive*), principalmente a causa delle variazioni delle rimanenze e dello slittamento di un credito già regolato all'inizio del 2023.

## Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY22A, confermiamo quasi integralmente le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. Stimiamo un volume di ricavi per il FY23E pari a € 37,00 mln con First Margin pari a € 2,40 mln, e un EBITDA pari a € 0,70 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. Infine, Ci aspettiamo un miglioramento della NFP, che secondo le nostre stime passerà dagli € 0,14 mln del FY22A a € 2,97 mln (*cash positive*) del FY25E.

## 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 € 15,5 mln. Il *target price*, quindi è di € 2,20 (prev. €2,15), rating BUY e risk MEDIUM.

# Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Sales	30,27	43,12	37,00	40,00	43,00
Direct Costs	28,96	42,47	34,35	37,05	39,80
Change in raw materials	(0,42)	(2,15)	0,25	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>6,5%</i>	<i>6,6%</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	0,40	0,40	0,45
Employees	0,22	0,24	0,30	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>0,70</b>	<b>0,90</b>	<b>1,00</b>
<i>EBITDA % on First Margin</i>	<i>3,8%</i>	<i>31,2%</i>	<i>29,2%</i>	<i>34,0%</i>	<i>35,1%</i>
D&A	0,19	0,23	0,20	0,20	0,10
<b>EBIT</b>	<b>(0,13)</b>	<b>0,64</b>	<b>0,50</b>	<b>0,70</b>	<b>0,90</b>
<i>EBIT % on First Margin</i>	<i>-7,3%</i>	<i>23,0%</i>	<i>20,8%</i>	<i>26,4%</i>	<i>31,6%</i>
Financial Management	(0,01)	(0,02)	0,00	0,00	0,00
<b>EBT</b>	<b>(0,14)</b>	<b>0,63</b>	<b>0,50</b>	<b>0,70</b>	<b>0,90</b>
Taxes	(0,04)	0,17	0,15	0,20	0,25
<b>Net Income</b>	<b>(0,10)</b>	<b>0,46</b>	<b>0,35</b>	<b>0,50</b>	<b>0,65</b>
<b>BALANCE SHEET (€/mln)</b>	<b>FY21A</b>	<b>FY22A</b>	<b>FY23E</b>	<b>FY24E</b>	<b>FY25E</b>
<b>Fixed Assets</b>	<b>2,28</b>	<b>2,12</b>	<b>2,00</b>	<b>1,90</b>	<b>1,85</b>
Account receivable	0,31	0,51	0,35	0,35	0,35
Inventories	2,59	4,74	3,60	3,70	3,80
Account payable	0,16	0,20	0,35	0,40	0,45
<b>Operating Working Capital</b>	<b>2,73</b>	<b>5,05</b>	<b>3,60</b>	<b>3,65</b>	<b>3,70</b>
Other receivable	0,17	0,06	0,10	0,15	0,20
Other payable	0,15	0,55	0,55	0,60	0,65
<b>Net Working Capital</b>	<b>2,75</b>	<b>4,57</b>	<b>3,15</b>	<b>3,20</b>	<b>3,25</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>5,10</b>	<b>5,05</b>	<b>5,05</b>
Share Capital	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
Reserves ad Retained Profits	5,45	5,37	5,82	6,17	6,67
Net Income	(0,10)	0,45	0,35	0,50	0,65
<b>Equity</b>	<b>6,05</b>	<b>6,52</b>	<b>6,87</b>	<b>7,37</b>	<b>8,02</b>
Cash and Cash Equivalent	1,26	0,70	1,82	2,32	2,97
Short-Term Financial Debt	0,21	0,84	0,05	0,00	0,00
M/L Term Financial Debt	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Net Financial Position</b>	<b>(1,05)</b>	<b>0,14</b>	<b>(1,77)</b>	<b>(2,32)</b>	<b>(2,97)</b>
<b>SOURCES</b>	<b>5,00</b>	<b>6,66</b>	<b>5,10</b>	<b>5,05</b>	<b>5,05</b>

CASH FLOW (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT	0,64	0,50	0,70	0,90
Taxes	0,17	0,15	0,20	0,25
<b>NOPAT</b>	<b>0,47</b>	<b>0,35</b>	<b>0,50</b>	<b>0,65</b>
D&A	0,23	0,20	0,20	0,10
Change in receivable	(0,20)	0,16	0,00	0,00
Change in inventories	(2,15)	1,14	(0,10)	(0,10)
Change in payable	0,04	0,15	0,05	0,05
Change in OWC	(2,32)	1,45	(0,05)	(0,05)
Other Changes	0,50	(0,04)	0,00	0,00
Change in Provision	0,01	0,02	0,00	0,00
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>(1,10)</b>	<b>1,98</b>	<b>0,65</b>	<b>0,70</b>
Investments	(0,08)	(0,08)	(0,10)	(0,05)
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>(1,18)</b>	<b>1,91</b>	<b>0,55</b>	<b>0,65</b>
Financial Management	(0,02)	0,00	0,00	0,00
Change in Payable to Banks	0,63	(0,79)	(0,05)	0,00
Change in Equity	0,02	(0,00)	0,00	0,00
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)</b>	<b>(0,55)</b>	<b>1,12</b>	<b>0,50</b>	<b>0,65</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.

## FY22A Results

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES FY22A

€/mln	Sales	First Margin	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY22A	43,12	2,80	0,87	31,2%	0,64	0,46	0,1
FY22E	45,00	3,15	1,50	47,6%	1,30	0,90	(1,7)
<i>Change</i>	-4,2%	-11,1%	-41,8%	-16,4%	-50,5%	-49,3%	N.A.

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati annuali, dichiara: *“L’esercizio 2022, caratterizzato da eventi che hanno impattato significativamente il business della Società, è stato un anno record per Confinvest, che ha chiuso il periodo oggetto di analisi con un fatturato pari a circa 43 milioni di euro e con un utile netto di 454.349 euro...”*  
*“... Tra gli elementi che hanno favorito la crescita del business, però, non possiamo sottovalutare la crescita della notorietà del brand e la strategia basata sull’intensificazione e diversificazione dei canali di vendita, una nostra caratteristica da sempre. La Società sta continuando ad investire per accrescere i canali attraverso cui dialogare con la clientela. In questa direzione, ad esempio, vanno l’e-commerce e il progetto legato alla piattaforma Conto Lingotto@...”*

Al termine dell’esercizio 2022, i ricavi si attestano a € 43,12 mln in crescita del 42,5% rispetto ai € 30,27 mln del 2021 ma in diminuzione rispetto alle nostre precedenti stime pari a € 45,00 mln. La variazione positiva rispetto all’anno precedente è principalmente riconducibile al forte aumento dei volumi dell’oro da investimento derivante dalla volatilità del prezzo dell’oro. Infatti, come già osservato durante il primo semestre del 2022, i picchi riscontrati nei mesi di marzo e aprile, l’instabilità portata dal conflitto russo-ucraino, la crescente inflazione e gli acquisti di oro fisico da parte delle banche centrali hanno indirizzato fortemente i risparmiatori verso investimenti nell’oro fisico, notoriamente più sicuro e bene rifugio. La variazione rispetto alle nostre stime, si spiega al contrario con gli eventi che hanno caratterizzato il secondo semestre. In particolare, la riduzione nel prezzo dell’oro, e il miglioramento delle aspettative circa la situazione macroeconomica osservate fino all’inizio di dicembre hanno ridotto l’attenzione dei risparmiatori verso l’oro fisico e, conseguentemente, impattato negativamente il fatturato della Società.

Analizzando più nel dettaglio la composizione dei ricavi, il 56,0% degli stessi è riconducibile alla negoziazione di oro fisico da investimento sotto forma di monete d’oro mentre il restante 44,0% si riferisce alla negoziazione di lingotti d’oro certificati dalla LBMA. Allo stesso tempo, guardando ai canali di provenienza il 21,0% dei ricavi deriva dal canale bancario, il 14,0% dall’e-commerce e il restante 65,0% dal canale diretto che sfrutta il canale *online* per la canalizzazione delle richieste.

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 31 dicembre 2022 ad un valore di € 2,80 mln risultando in crescita del 62,5% rispetto al valore di € 1,72 mln del periodo precedente ma inferiore rispetto alle nostre stime pari a € 3,15 mln. Conseguentemente, il rapporto tra il First Margin e il totale dei ricavi passa dal 5,7% del 2021 al 6,5% del periodo appena concluso. A tal proposito, si segnala inoltre una significativa crescita della componente del First Margin attribuibile variazione del magazzino, che ammonta nel FY22A a € 2,15 mln contro gli € 0,42 mln del FY21A. Tale variazione, in particolare, è dovuta alla volatilità del mercato dell'oro riscontrata nelle ultime settimane del 2022 che ha consentito alla Società di acquistare oro fisico da clienti a prezzi decrescenti e, alla luce dei recenti picchi nel prezzo dell'oro riscontrati in seguito agli eventi di marzo 2023, sempre più convenienti.

L'EBITDA al termine del 2022 risulta pari a € 0,87 mln, in crescita rispetto agli € 0,06 mln del periodo precedente ma inferiore rispetto alle nostre stime pari a € 1,50 mln. Similmente, l'EBITDA margin, calcolato come rapporto tra l'EBITDA e il First Margin risulta pari al 31,2% risultando in forte crescita rispetto al 3,8% del 2021 ma inferiore rispetto le nostre stime del 47,6% principalmente a causa delle maggiori provvigioni di vendita riconosciute dalla Società ai propri commerciali.

L'EBIT al termine dell'esercizio si attesta ad un valore di € 0,64 mln in significativo miglioramento rispetto alla perdita operativa di € -0,13 mln riscontrata nell'esercizio 2021. Tale risultato appare ancora più positivo alla luce dell'aumento degli ammortamenti e delle svalutazioni (€ 0,23 mln contro gli € 0,19 mln del FY21A) derivanti dalla piattaforma tecnologica andata in produzione nel 2020.

Il Net Income al 31 dicembre 2022, similmente all'EBIT, risulta positivo e in forte crescita, affermandosi pari a € 0,46 mln rispetto alla perdita di € -0,10 mln del periodo precedente.

Infine, a livello patrimoniale, la Società al termine del 2022 ha registrato un NFP pari a € 0,14 mln che risulta in peggioramento sia rispetto al periodo precedente, in cui era pari a € 1,05 mln (*cash positive*), che rispetto alle nostre precedenti stime di € 1,65 mln (*cash positive*), principalmente a causa delle variazioni delle rimanenze precedentemente esposte e di un temporaneo credito di circa € 0,35 mln con una storica controparte regolato all'inizio del 2023. Si segnala tuttavia che, tenendo in considerazione la natura liquida del magazzino e escludendo la parte necessaria per le attività operative la PFN *adjusted*, al 31 dicembre 2022 si attesta ad un valore di € 4,22 mln (*cash positive*) in miglioramento rispetto al valore di € 3,31 mln (*cash positive*) riscontrato al termine dell'esercizio precedente.

## FY23E – FY25E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY23E-25E

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Sales</b>			
New	37,0	40,0	43,0
Old	37,0	40,0	N/A
Change	0,0%	0,0%	N/A
<b>First Margin</b>			
New	2,4	2,7	2,9
Old	2,4	2,7	N/A
Change	0,0%	-1,9%	N/A
<b>EBITDA</b>			
New	0,7	0,9	1,0
Old	0,7	1,0	N/A
Change	-6,7%	-10,0%	N/A
<b>EBIT</b>			
New	0,5	0,7	0,9
Old	0,5	0,8	N/A
Change	-9,1%	-12,5%	N/A
<b>Net Income</b>			
New	0,3	0,5	0,7
Old	0,4	0,6	N/A
Change	-12,5%	-16,7%	N/A
<b>NFP</b>			
New	(1,8)	(2,3)	(3,0)
Old	-2,2	-2,8	N/A
Change	N/A	N/A	N/A

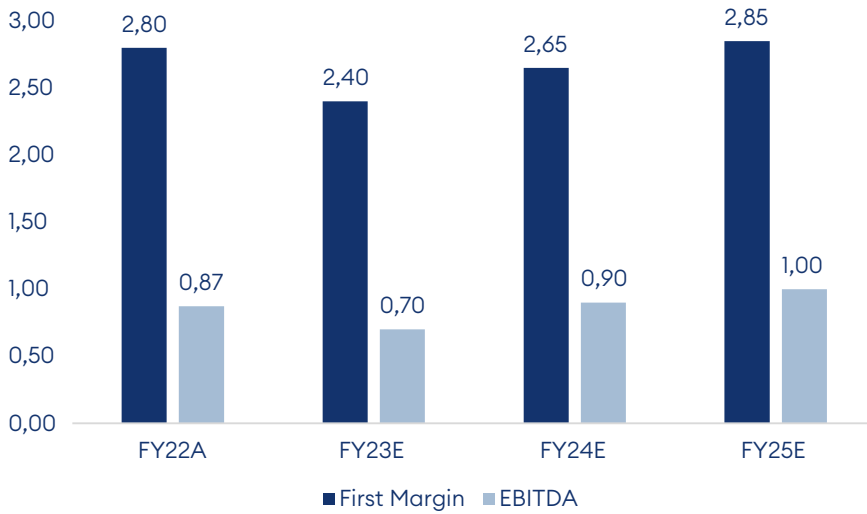
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY22A, confermiamo quasi integralmente 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 € 37,00 mln con First Margin pari a € 2,40 mln, una marginalità in linea con l'anno precedente e un EBITDA conseguentemente pari a € 0,70 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.

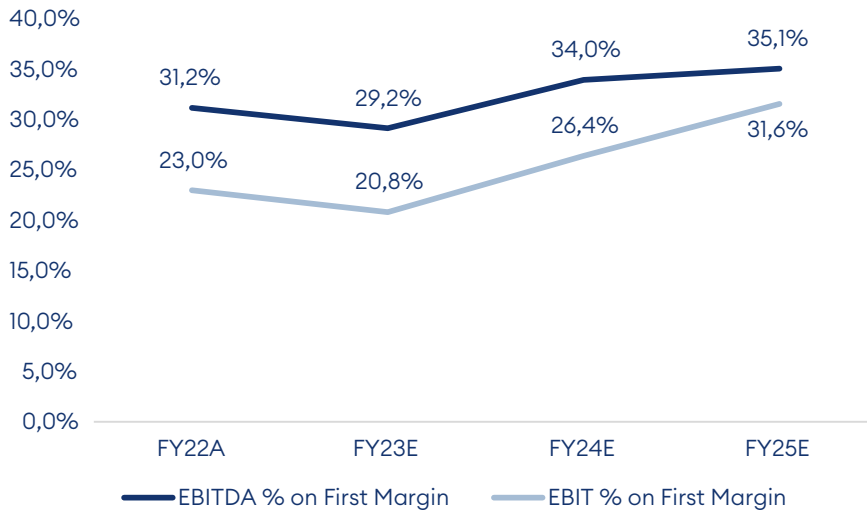
A livello patrimoniale, ci aspettiamo un miglioramento della NFP, che secondo le nostre stime passerà dagli € 0,14 mln del FY22A a € 2,97 mln (*cash positive*) del FY25E

CHART 1 – FIRST MARGIN AND EBITDA FY22A-25E



Source: Integrae SIM

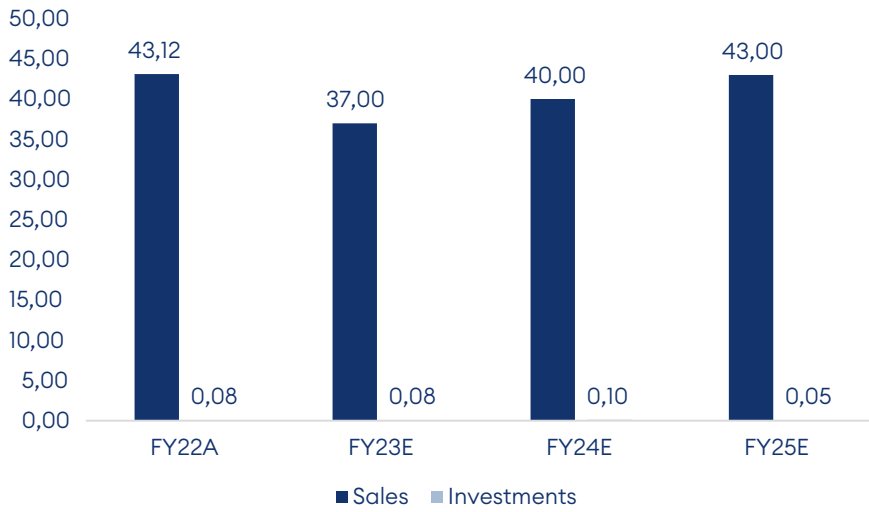
CHART 2 – MARGIN FY22A-25E



Source: Integrae SIM

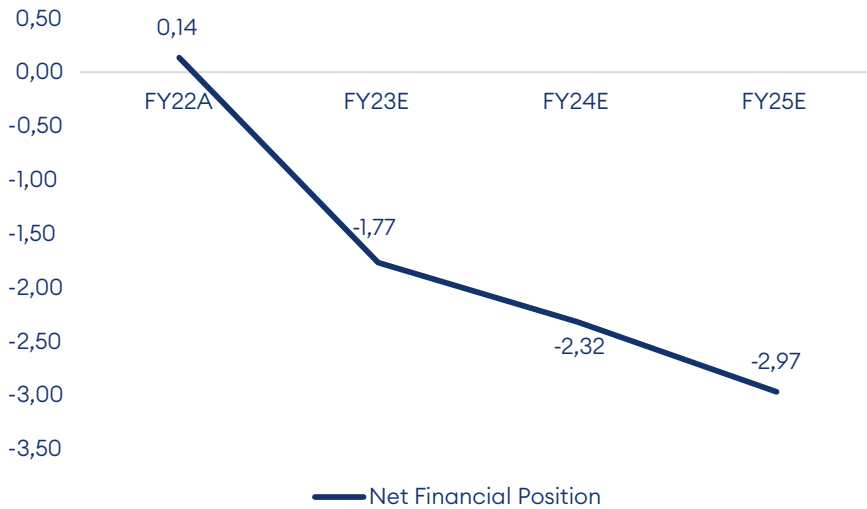


CHART 3 – INVESTMENTS FY22A-25E



Source: Integrae SIM

CHART 4 – 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			14,01%
D/E 11,11%	Risk Free Rate 3,51%	$\beta$ Adjusted 1,0	$\alpha$ (specific risk) 2,50%
$K_d$ 2,00%	Market Premium 9,73%	$\beta$ Relevered 1,0	$K_e$ 15,41%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 14,01%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	5,9	38%
TV actualized DCF	9,7	62%
<b>Enterprise Value</b>	<b>15,6</b>	<b>100%</b>
NFP (FY22A)	0,1	
<b>Equity Value</b>	<b>15,5</b>	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 15,5 mln. Il target price, quindi, è di € 2,20 (prev. € 2,15), rating BUY e risk MEDIUM.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

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

Source: Integrae SIM

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	17,9x	22,3x	17,4x	15,6x
EV/EBIT	24,3x	31,3x	22,3x	17,4x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	16,1x	20,1x	15,6x	14,0x
EV/EBIT	21,8x	28,1x	20,1x	15,6x

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, 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
28/07/2022	2,36	Hold	2,40	Medium	Flash Note
26/09/2022	2,05	Hold	2,15	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;