

UPDATE

EQUITY RESEARCH

Confinvest

ISIM INTEGRÆ

Euronext Growth Milan | Gold Trading | Italy

Produzione 02/04/2024, h. 18:30

Pubblicazione 03/04/2024, h. 07:00

Rating
BUY
prev. unch.

Target Price
€ 2,15
prev. € 2,10

Risk
Medium

Upside potential
47,3%

Key Financials (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Sales	40,56	41,00	43,00	44,00
First Margin	2,25	2,65	2,85	3,05
EBITDA	0,78	0,95	1,05	1,15
EBIT	0,56	0,75	0,85	1,00
Net Income	0,35	0,50	0,60	0,70
EBITDA %	34,8%	35,8%	36,8%	37,7%
EBIT %	24,9%	28,3%	29,8%	32,8%
Net Profit %	15,6%	18,9%	21,1%	23,0%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 1,46
Target price	€ 2,15
Upside/(Downside) potential	47,3%
Ticker	CFV IM
Market Cap (€/mln)	€ 10,28
EV (€/mln)	€ 11,60
Free Float	57,97%
Share Outstanding	7.042.910
52-week high	€ 2,07
52-week low	€ 1,31
Average daily volumes (3 months)	7.231

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it
Alessandro Elia Stringa | alessandro.stringa@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-2,0%	-9,3%	-14,1%	-28,8%
to FTSE Italia Growth	-1,0%	-7,0%	-11,6%	-15,2%
to Euronext STAR Milan	-5,6%	-10,6%	-30,9%	-29,5%
to FTSE All-Share	-8,4%	-23,2%	-37,3%	-58,7%
to EUROSTOXX	-6,1%	-21,9%	-36,3%	-50,7%
to MSCI World Index	-4,1%	-18,7%	-33,9%	-52,7%

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	14,8 x	12,2 x	11,0 x	10,1 x
EV/EBIT	20,7 x	15,5 x	13,6 x	11,6 x

FY23A Results

I ricavi risultano pari a € 40,56 mln in lieve decrescita del 5,9% rispetto ai € 43,12 mln del 2022 ma in aumento rispetto alle nostre precedenti stime pari a € 40,00 mln. Il First Margin si attesta ad un valore di € 2,25 mln, in decremento del 19,5% rispetto al valore di € 2,80 mln del periodo precedente e rispetto alle nostre stime pari a € 2,40 mln. Similmente, il rapporto tra il First Margin e il totale dei ricavi passa dal 6,5% del 2022 al 5,6% del 2023. Il Net Income risulta positivo, attestandosi pari a € 0,35 mln, in decrescita rispetto agli € 0,46 mln del periodo precedente. Infine, la NFP risulta pari a € 1,32 mln di debito, in peggioramento sia rispetto al periodo precedente, in cui era pari a € 0,14 mln (di debito), che rispetto alle nostre precedenti stime di € 0,33 mln, principalmente a causa dell'incremento del valore delle scorte di magazzino per circa € 1,10 mln.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY23A, confermiamo quasi integralmente le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. Stimiamo un volume di ricavi per il FY24E pari a € 41,00 mln con First Margin pari a € 2,65 mln, e un EBITDA pari a € 0,95 mln. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che le vendite possano raggiungere i € 44,00 mln nel FY26E con un First Margin pari a € 3,05 mln e EBITDA pari a € 1,15 mln. Infine, ci aspettiamo un miglioramento della NFP, che secondo le nostre stime passerà dagli € 1,32 mln del FY23A ad un valore di € 1,48 mln (*cash positive*) nel FY26E.

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 € 15,1 mln. Il *target price*, quindi è di € 2,15 (prev. €2,10), rating BUY e risk MEDIUM.

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Sales	43,12	40,56	41,00	43,00	44,00
Direct Costs	42,47	39,40	38,05	39,85	40,65
Change in raw materials	(2,15)	(1,09)	0,30	0,30	0,30
First Margin	2,80	2,25	2,65	2,85	3,05
<i>First margin %</i>	6,5%	5,6%	6,5%	6,6%	6,9%
Other Revenues	0,08	0,15	0,15	0,20	0,20
Other Costs	0,11	0,12	0,20	0,25	0,25
Contribution Margin	2,77	2,29	2,60	2,80	3,00
<i>Contribution Margin %</i>	98,8%	101,5%	98,1%	98,2%	98,4%
Use of Assets owned by Others	0,03	0,03	0,05	0,05	0,05
Services	0,49	0,34	0,40	0,45	0,45
Employees	0,24	0,24	0,25	0,25	0,30
Other Operating Expenses	1,13	0,90	0,95	1,00	1,05
EBITDA	0,87	0,78	0,95	1,05	1,15
<i>EBITDA % on First Margin</i>	31,2%	34,8%	35,8%	36,8%	37,7%
D&A	0,23	0,22	0,20	0,20	0,15
EBIT	0,64	0,56	0,75	0,85	1,00
<i>EBIT % on First Margin</i>	23,0%	24,9%	28,3%	29,8%	32,8%
Financial Management	(0,02)	(0,08)	(0,05)	(0,05)	(0,05)
EBT	0,63	0,48	0,70	0,80	0,95
Taxes	0,17	0,13	0,20	0,20	0,25
Net Income	0,46	0,35	0,50	0,60	0,70

BALANCE SHEET (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Fixed Assets	2,12	2,25	2,10	1,95	1,90
Account receivable	0,51	0,11	0,30	0,30	0,35
Inventories	4,74	5,83	4,50	4,60	4,70
Account payable	0,20	0,57	0,25	0,30	0,30
Operating Working Capital	5,05	5,37	4,55	4,60	4,75
Other receivable	0,06	0,07	0,10	0,15	0,15
Other payable	0,55	0,15	0,20	0,25	0,25
Net Working Capital	4,57	5,29	4,45	4,50	4,65
Severance Indemnities & Other Provisions	0,03	0,04	0,05	0,05	0,05
NET INVESTED CAPITAL	6,66	7,50	6,50	6,40	6,50
Share Capital	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
Reserves ad Retained Profits	5,37	5,13	5,48	5,98	6,58
Net Income	0,45	0,35	0,50	0,60	0,70
Equity	6,52	6,19	6,68	7,28	7,98
Cash and Cash Equivalent	0,70	0,29	1,28	1,83	2,18
Short-Term Financial Debt	0,84	1,36	0,80	0,70	0,60
M/L Term Financial Debt	0,00	0,25	0,30	0,25	0,10
Net Financial Position	0,14	1,32	(0,18)	(0,88)	(1,48)
SOURCES	6,66	7,50	6,50	6,40	6,50

CASH FLOW (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EBIT	0,56	0,75	0,85	1,00
Taxes	0,13	0,20	0,20	0,25
NOPAT	0,43	0,55	0,65	0,75
D&A	0,22	0,20	0,20	0,15
Change in NWC	(0,73)	0,84	(0,05)	(0,15)
Change in receivable	0,41	(0,19)	0,00	(0,05)
Change in inventory	(1,09)	1,33	(0,10)	(0,10)
Change in payable	0,37	(0,32)	0,05	0,00
Change in others	(0,41)	0,02	0,00	0,00
Change in provisions	0,01	0,01	0,00	0,00
OPERATING CASH FLOW	(0,07)	1,60	0,80	0,75
Capex	(0,35)	(0,05)	(0,05)	(0,10)
FREE CASH FLOW	(0,42)	1,55	0,75	0,65
Financial Management	(0,08)	(0,05)	(0,05)	(0,05)
Change in Financial debt	0,77	(0,51)	(0,15)	(0,25)
Change in equity	(0,69)	(0,00)	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	(0,41)	0,99	0,55	0,35

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.

FY23A Results

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES FY23A

€/mln	Sales	First Margin	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY23A	40,56	2,25	0,78	33,9%	0,56	0,35	1,32
FY23E	40,00	2,40	0,80	33,3%	0,60	0,40	0,33
Change	1,4%	-6,1%	-2,0%	0,6%	-6,7%	-12,2%	n/a

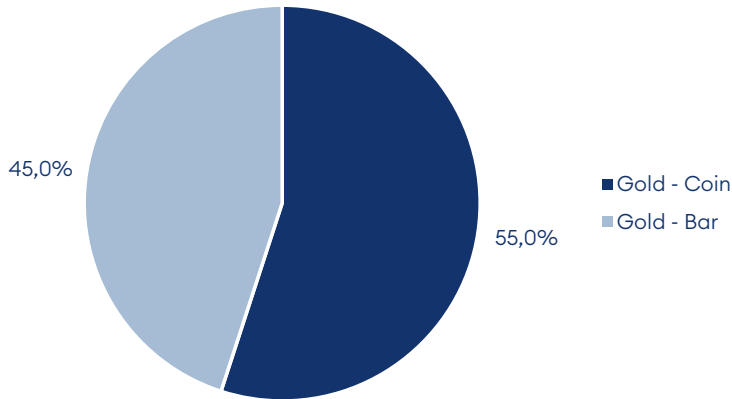
Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati annuali, dichiara: *“L’esercizio 2023 chiude con un fatturato pari a circa 41 milioni di euro e con un utile netto di 352.747 euro (484.695 euro prima delle imposte). Questo risultato riflette le mutate circostanze del mercato dell’oro da investimento rispetto all’esercizio precedente (2022), anno reso eccezionale per tutti gli operatori professionali in oro in quanto fortemente influenzato dal conflitto bellico in Ucraina e dalla situazione di instabilità dei mercati con conseguenti impatti positivi sul mercato dell’oro. La normalizzazione degli eventi che hanno caratterizzato il 2022 e la poca oscillazione del prezzo dell’oro nella prima parte dell’anno 2023, parzialmente compensata dall’incremento del prezzo dell’oro nel secondo semestre 2023, hanno impattato sul leggero calo dei volumi scambiati dalla Società. Certamente l’anno appena trascorso ha dato soddisfazioni importanti in termini di risultati, basti pensare che il superamento della soglia record di 40 milioni di euro di fatturato è stato raggiunto solo in altre due circostanze nella storia della Società (l’anno della Pandemia nel 2020, successivo alla quotazione in Borsa, e lo scorso anno per le dinamiche sopra descritte). (...) Da segnalare inoltre che nei primi mesi del 2024 il prezzo dell’oro ha raggiunto nuovi livelli record, con un’eccezionale salita che l’ha portato a superare la soglia dei 2.170 dollari per oncia (...)”.*

Al termine dell’esercizio 2023, i ricavi si attestano a € 40,56 mln, segnando il terzo valore record in termini di fatturato per la Società, benché in lieve decrescita rispetto ai € 43,12 mln del 2022 (-5,9%). Tale decremento è prevalentemente riconducibile ad un effetto volumi provocato dalla ridotta volatilità del prezzo dell’oro, specialmente nel corso del primo semestre dell’anno, in controtendenza rispetto all’anno precedente, che aveva visto una notevole oscillazione del prezzo dell’oro a causa di eventi quali il conflitto in russo-ucraino e l’inflazione crescente. Tuttavia, questo declino è stato in parte compensato da un aumento dei volumi nel secondo semestre rispetto all’anno precedente. Le Banche Centrali hanno continuato ad accumulare oro fisico, alimentando l’interesse degli investitori alla luce dell’inflazione e dell’instabilità geopolitica mondiale. Questo ha portato i risparmiatori a considerare l’oro fisico come un rifugio sicuro anche durante momenti di tensione internazionale.

Analizzando più nel dettaglio la composizione dei ricavi, il 55,0% degli stessi è riconducibile alla negoziazione di oro fisico da investimento sotto forma di monete d’oro mentre il restante 45,0% si riferisce alla negoziazione di lingotti d’oro certificati dalla LBMA.

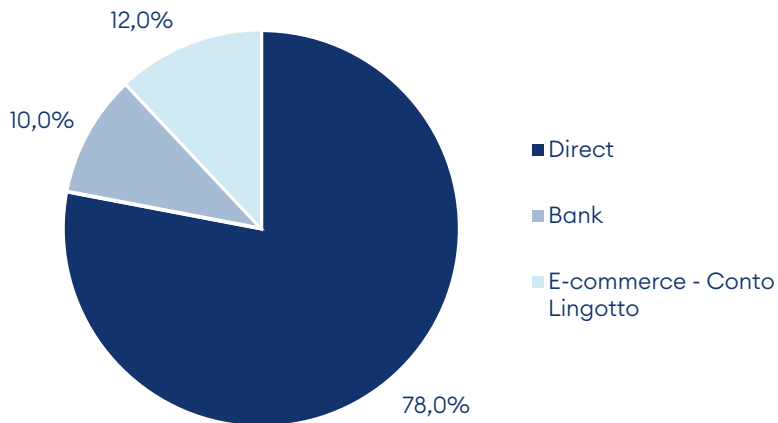
CHART 1 – REVENUES BY PRODUCT



Source: Integrae SIM

Allo stesso tempo, guardando ai canali di vendita utilizzati, il 10,0% dei ricavi deriva dal canale bancario, il 12,0% dall'e-commerce e dal Conto Lingotto e il restante 78,0% dal canale diretto.

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 31 dicembre 2023 ad un valore di € 2,25 mln segnando una decrescita sia rispetto al valore di € 2,80 mln del periodo precedente (-19,5%), sia rispetto alle nostre precedenti stime, pari a stime pari a € 2,40 mln. Conseguentemente, il rapporto tra il First Margin e il totale dei ricavi passa dal 6,5% del 2022 al 5,6% del periodo appena concluso.

L'EBITDA al termine del 2023 risulta pari a € 0,78 mln, in leggero calo rispetto agli € 0,87 mln del periodo precedente e alle nostre precedenti stime, che proiettavano un valore pari a € 0,80 mln. L'EBITDA margin, calcolato come rapporto tra l'EBITDA e il First Margin risulta pari al 34,8% segnando una notevole crescita rispetto al 31,2% del 2022, superando anche le nostre stime, che proiettavano un valore del 33,3%.

Dopo aver considerato gli ammortamenti e le svalutazioni per un totale di € 0,22 mln, principalmente attribuibili all'ammortamento della piattaforma tecnologica sviluppata nel 2020, si osserva che l'EBIT, al termine del FY23A, si attesta ad un valore di € 0,56 mln in decrescita rispetto alla al valore di € 0,64 mln riscontrato nell'esercizio 2022.

Il Net Income al 31 dicembre 2023 risulta positivo e pari a € 0,35 mln rispetto a € 0,46 mln del periodo precedente.

Infine, a livello patrimoniale, la Società al termine del 2023 ha registrato un NFP pari a € 1,32 mln, in peggioramento sia rispetto al periodo precedente, in cui era pari a € 0,14 mln (di debito), che rispetto alle nostre precedenti stime di € 0,33 mln, principalmente a causa dell'incremento del valore delle scorte di magazzino per circa € 1,10 mln. L'aumento dei valori di magazzino è stato determinato dalle condizioni di mercato che hanno condotto la Società a rafforzare la sua posizione di magazzino alla fine dell'anno, anche grazie ad alcuni acquisti effettuati dai clienti nelle ultime settimane dell'anno, stimolati dalla volatilità del mercato dell'oro. Considerando la liquidità immediata dell'oro, la NFP *adjusted*, calcolata come somma della NFP e del valore liquido del Magazzino Monete d'Oro, mostra un saldo positivo di € 4,43 mln, in aumento rispetto ai € 4,22 mln al 31 dicembre 2022.

Per quanto riguarda il magazzino di oro fisico della Società, assicurato da una delle principali compagnie di assicurazione a livello internazionale e custodito in un istituto bancario, si rende noto che il suo valore di mercato, determinato in base ai prezzi spot del circuito LBMA al 31 dicembre 2023 (pari a € 59,98 al grammo), ammonta a € 6,05 mln. Il valore contabile, calcolato invece con il metodo FIFO, risulta pari a € 5,83 mln.

FY24E – FY26E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY24E-26E

€/mln	FY24E	FY25E	FY26E
Sales			
New	41,0	43,0	44,0
Old	41,0	43,0	n/a
Change	0,0%	0,0%	n/a
EBITDA			
New	1,0	1,1	1,2
Old	0,9	1,0	n/a
Change	5,6%	5,0%	n/a
EBITDA %			
New	40,0%	45,0%	45,0%
Old	34,0%	35,1%	n/a
Change	6,0%	9,9%	n/a
EBIT			
New	0,8	0,8	1,0
Old	0,7	0,8	n/a
Change	7,1%	6,2%	n/a
Net Income			
New	0,5	0,6	0,7
Old	0,5	0,6	n/a
Change	0,0%	0,0%	n/a
NFP			
New	(0,2)	(0,9)	(1,5)
Old	(0,2)	(0,7)	n/a
Change	n/a	n/a	n/a

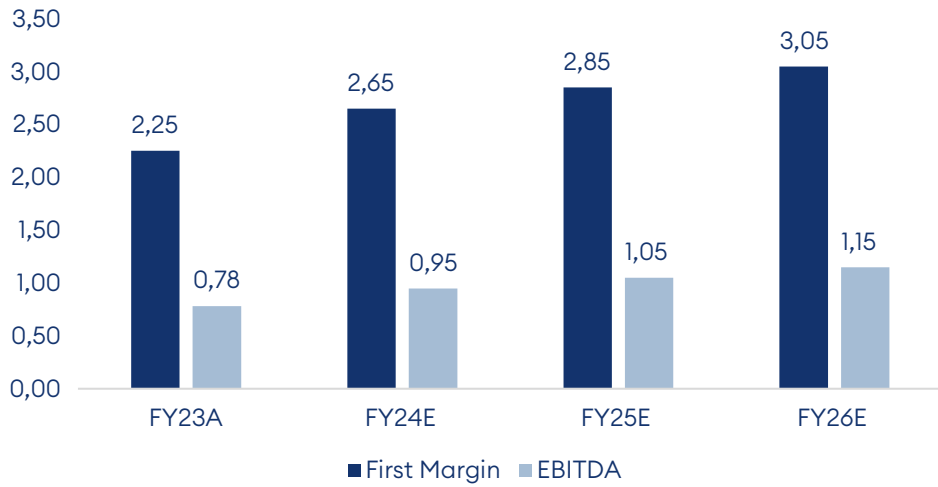
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY23A, modifichiamo parzialmente le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo un volume di ricavi per il FY24E pari a € 41,00 mln con First Margin pari a € 2,65 mln, una marginalità in linea con l'anno precedente e un EBITDA conseguentemente pari a € 0,95 mln. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che le vendite possano raggiungere i € 44,00 mln nel FY26E con un First Margin pari a € 3,05 mln e EBITDA pari a € 1,15 mln in crescita rispetto agli € 0,78 mln del FY23A.

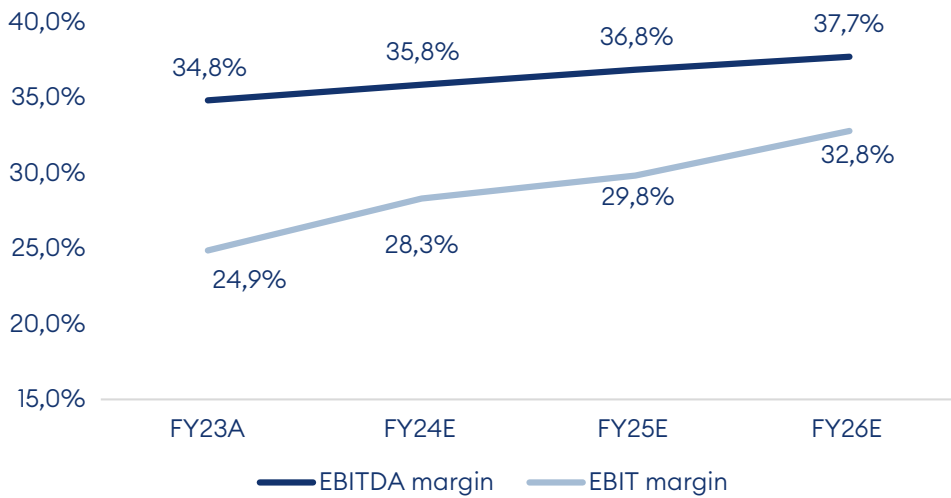
A livello patrimoniale, ci aspettiamo un miglioramento della NFP, che secondo le nostre stime passerà dagli € 1,32 mln (di debito) del FY23A a € 1,48 mln (*cash positive*) del FY26E

CHART 3 – FIRST MARGIN AND EBITDA FY23A-26E



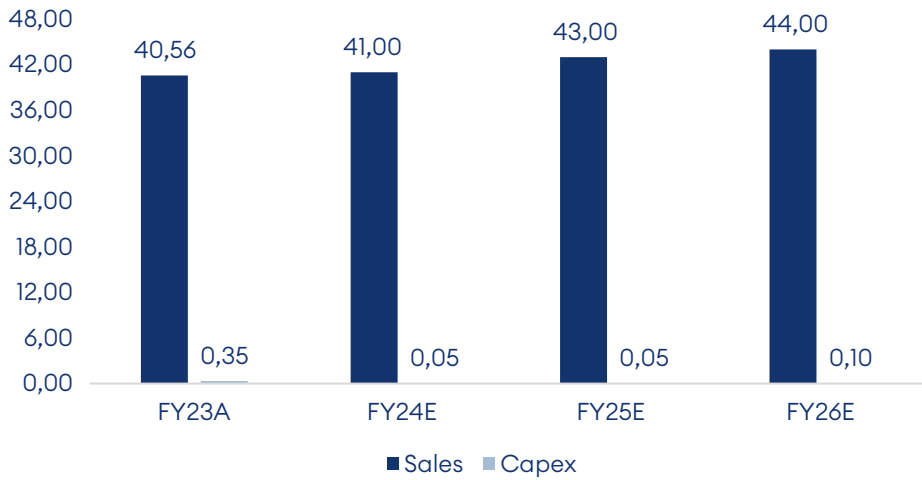
Source: Integrae SIM

CHART 4 – MARGIN FY23A-26E



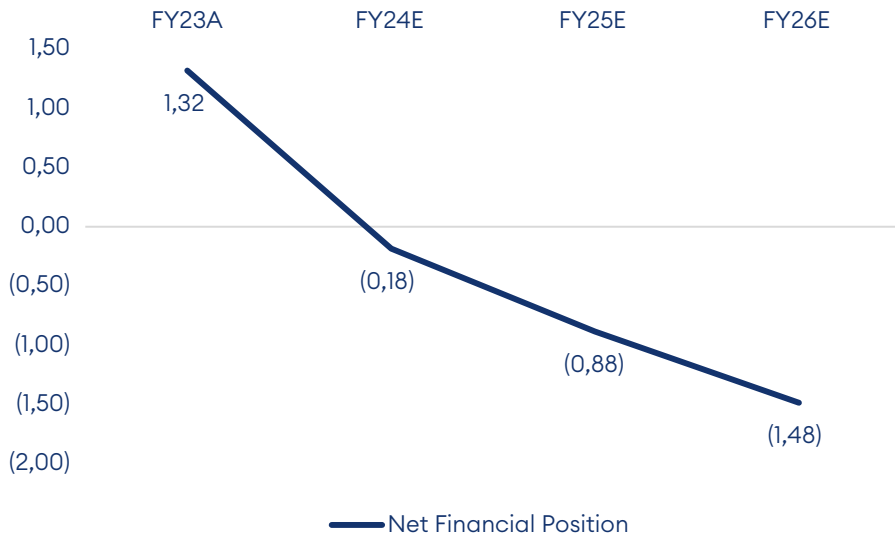
Source: Integrae SIM

CHART 5 – INVESTMENTS FY23A-26E



Source: Integrae SIM

CHART 6 – NFP FY23A-26E



Source: Integrae SIM

Valuation

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

DCF Method

TABLE 4 – WACC

WACC			12,17%
D/E 17,65%	Risk Free Rate 3,20%	β Adjusted 1,1	α (specific risk) 2,50%
K_d 2,00%	Market Premium 7,81%	β Relevered 1,1	K_e 14,06%

Source: *Integrae SIM*

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 12,17%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF	% of EV
FCFO actualized	5,2 32%
TV actualized DCF	11,3 68%
Enterprise Value	16,5 100%
NFP (FY23A)	1,3
Equity Value	15,1

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**, quindi, è di € 2,15 (prev. € 2,10), **rating BUY** e **risk MEDIUM**.

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	WACC							
	15	10,7%	11,2%	11,7%	12,2%	12,7%	13,2%	13,7%
Growth Rate (g)	3,0%	21,0	19,5	18,2	17,0	15,9	15,0	14,1
	2,5%	20,0	18,6	17,4	16,3	15,3	14,4	13,6
	2,0%	19,1	17,8	16,7	15,7	14,8	14,0	13,2
	1,5%	18,3	17,1	16,1	15,1	14,3	13,5	12,8
	1,0%	17,5	16,5	15,5	14,6	13,9	13,1	12,5
	0,5%	16,9	15,9	15,0	14,2	13,4	12,8	12,1
	0,0%	16,3	15,4	14,5	13,8	13,1	12,4	11,8

Source: Integrae SIM

TABLE 7 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	21,0 x	17,3 x	15,7 x	14,3 x
EV/EBIT	29,4 x	22,0 x	19,4 x	16,5 x

Source: Integrae SIM

TABLE 8 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	14,8 x	12,2 x	11,0 x	10,1 x
EV/EBIT	20,7 x	15,5 x	13,6 x	11,6 x

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 Rivello, 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
12/10/2023	1,69	Buy	2,10	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). 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 >= 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

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