

UPDATE

EQUITY RESEARCH

ISIM
INTEGRÆ

Convergenze

Euronext Growth Milan | Energy & TLC | Italy

Production 03/04/2024, h. 18:30

Published 04/04/2024, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 4,25

prev. € 3,65



Risk

Medium

Upside potential

174,4%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 1,55
Target price	€ 4,25
Upside/(Downside) potential	174,4%
Ticker	CVG IM
Market Cap (€/mln)	€ 11,62
Enterprise Value (€/mln)	€ 17,19
Free Float	23,2%
Share Outstanding	7.497.509
52-week high	€ 2,59
52-week low	€ 0,98
Average daily volumes (3 months)	11.175

Key Financials (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Revenues TLC	12,17	13,10	14,00	15,00
Revenues Energy	10,48	12,00	13,30	14,70
EBITDA	3,22	3,95	4,75	5,75
EBIT	1,19	1,80	2,50	3,40
Net Profit	0,51	0,90	1,45	2,15
EBITDA margin	14,1%	15,5%	17,0%	18,5%
EBIT margin	5,2%	7,1%	8,9%	11,0%
Net Profit margin	2,2%	3,5%	5,2%	6,9%

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it

Giuseppe Riviello | giuseppe.riviello@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	0,0%	15,7%	-21,3%	-38,0%
to FTSE Italia Growth	1,0%	16,1%	-14,1%	-23,5%
to Euronext STAR Milan	0,9%	15,8%	-27,2%	-32,1%
to FTSE All-Share	-7,4%	4,8%	-37,9%	-62,0%
to EUROSTOXX	-6,0%	5,7%	-38,0%	-57,5%
to MSCI World Index	-3,2%	7,0%	-34,3%	-64,7%

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	5,3x	4,4x	3,6x	3,0x
EV/EBIT	14,5x	9,6x	6,9x	5,1x
P/E	22,7x	12,9x	8,0x	5,4x

FY23A Results

Convergenze, nella relazione finanziaria annuale al 31 dicembre 2023, ha registrato un valore della produzione pari a € 22,82 mln, riconducibili all'attività delle due Business Unit TLC (€ 10,48 mln, pari al 45,9% del totale) ed Energy (€ 12,17 mln, 53,3%) e ad altri ricavi per € 0,17 mln (0,8%). L'EBITDA di periodo, pari a € 3,22 mln, segna una straordinaria crescita del 134,9% rispetto all'anno precedente (€ 1,37 mln), con EBITDA margin del 14,1%. L'EBIT segue l'andamento dell'EBITDA mostrando un significativo miglioramento, attestandosi a € 1,19 mln vs - € 0,44 mln del 2022. Positivo quindi anche il Net Income, pari a € 0,51 mln, rispetto al valore negativo per - € 0,80 mln del FY22A.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY23A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY24E pari a € 25,50 mln ed un EBITDA pari a € 3,95 mln, corrispondente ad una marginalità del 15,5%. Ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 31,05 mln (CAGR 23A-26E: 10,8%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 5,75 mln (EBITDA *margin* del 18,5%), in crescita rispetto a € 3,22 mln del FY23A (EBITDA *margin* del 14,1%).

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di Convergenze sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Il DCF *method* (che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali anche un rischio specifico pari al 2,5%) restituisce un *equity value* pari a € 39,1 mln. L'*equity value* di Convergenze utilizzando i *market multiples* risulta essere pari € 24,7 mln (incluso un *discount* pari al 25,0%). Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 31,9 mln. **Il target price è di € 4,25 (prev. € 3,65), rating BUY e rischio MEDIUM.**

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

Consolidated Income Statement (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Revenues Media & Content	0,00	0,00	0,20	0,50	1,15
Revenues TLC	9,35	10,48	12,00	13,30	14,70
Revenues Energy	18,79	12,17	13,10	14,00	15,00
Other revenues	0,22	0,17	0,20	0,20	0,20
Value of Production	28,36	22,82	25,50	28,00	31,05
COGS	22,02	14,41	15,85	17,10	18,75
Services	1,33	1,45	1,60	1,75	1,90
Use of asset owned by others	0,22	0,22	0,25	0,30	0,35
Employees	3,13	3,31	3,60	3,80	4,00
Other operating expenses	0,22	0,24	0,25	0,30	0,30
EBITDA Adj.	1,45	3,19	3,95	4,75	5,75
<i>EBITDA Adj. Margin</i>	<i>5,1%</i>	<i>14,0%</i>	<i>15,5%</i>	<i>17,0%</i>	<i>18,5%</i>
<i>Extraordinary items</i>	<i>0,08</i>	<i>(0,03)</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
EBITDA	1,37	3,22	3,95	4,75	5,75
<i>EBITDA Margin</i>	<i>4,8%</i>	<i>14,1%</i>	<i>15,5%</i>	<i>17,0%</i>	<i>18,5%</i>
D&A	1,81	2,03	2,15	2,25	2,35
EBIT	(0,44)	1,19	1,80	2,50	3,40
<i>EBIT Margin</i>	<i>(1,6%)</i>	<i>5,2%</i>	<i>7,1%</i>	<i>8,9%</i>	<i>11,0%</i>
Financial Management	(0,36)	(0,53)	(0,50)	(0,40)	(0,30)
EBT	(0,80)	0,65	1,30	2,10	3,10
Taxes	0,00	0,14	0,40	0,65	0,95
Net Income	(0,80)	0,51	0,90	1,45	2,15

Consolidated Balance Sheet (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Fixed Assets	12,85	13,73	14,75	15,85	17,05
Account receivable	3,17	3,99	4,20	4,50	5,00
Inventories	0,30	0,31	0,35	0,40	0,45
Account payable	2,11	3,53	4,00	4,50	5,00
Operating Working Capital	1,36	0,77	0,55	0,40	0,45
Other receivable	1,18	1,33	1,40	1,60	2,00
Other payable	3,33	3,71	4,30	4,80	5,20
Net Working Capital	(0,78)	(1,62)	(2,35)	(2,80)	(2,75)
Serverance & other provisions	0,76	0,88	0,95	1,00	1,05
Net Invested Capital	11,30	11,23	11,45	12,05	13,25
Share Capital	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Reserves	4,46	3,65	4,16	5,06	6,51
Net Income	(0,80)	0,51	0,90	1,45	2,15
Equity	5,16	5,66	6,56	8,01	10,16
Cash & Cash Equivalent	1,17	0,63	0,61	0,76	1,01
Short Term Debt to Bank	1,48	1,28	1,00	0,80	0,60
M/L Term Debt to Bank	5,83	4,93	4,50	4,00	3,50
Net Financial Position	6,14	5,57	4,89	4,04	3,09
SOURCES	11,30	11,23	11,45	12,05	13,25

Consolidated Balance Sheet (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EBIT	(0,44)	1,19	1,80	2,50	3,40
Taxes	0,00	0,14	0,40	0,65	0,95
NOPAT	(0,44)	1,04	1,40	1,85	2,45
D&A	1,81	2,03	2,15	2,25	2,35
Change in NWC	(1,87)	0,84	0,73	0,45	(0,05)
Change in receivable	(0,71)	(0,82)	(0,21)	(0,30)	(0,50)
Change in working progress	(0,07)	(0,01)	(0,04)	(0,05)	(0,05)
Change in payable	(1,56)	1,43	0,47	0,50	0,50
Change in others	0,47	0,24	0,52	0,30	0,00
Change in provisions	0,20	0,12	0,07	0,05	0,05
Operating Cash Flow	(0,31)	4,03	4,35	4,60	4,80
Capex	(3,2)	(2,9)	(3,2)	(3,4)	(3,6)
Free Cash Flow	(3,54)	1,12	1,18	1,25	1,25
Financial Management	(0,36)	(0,53)	(0,50)	(0,40)	(0,30)
Change in financial debt	1,36	(1,11)	(0,70)	(0,70)	(0,70)
Change in equity	0,09	(0,02)	(0,00)	0,00	0,00
Free Cash Flow to Equity	(2,46)	(0,54)	(0,02)	0,15	0,25

Source: Convergenze financial statements and Integrae SIM estimates

Company Overview

Convergenze Società Benefit, costituita nel 2005, è una *multi-utility* con sede a Capaccio Paestum (SA), attiva da oltre 15 anni in Italia nella fornitura di servizi internet e voce e, dal 2015, nella vendita di energia e gas naturale sul territorio nazionale. La Società è stata costituita con l'obiettivo di rispondere al "digital divide" nel Cilento, area in cui vanta una forte presenza territoriale e di leadership, portando la connettività a banda larga nelle zone non servite. Caratteristiche distintive della Società risultano essere l'impiego di tecnologie all'avanguardia e l'utilizzo di green practices come modello di business. Infatti, la sede operativa della Società, il Convergenze Innovation Center, è uno degli spazi più avanzati del Sud Italia sul quale è stato realizzato il più grande impianto fotovoltaico del meridione con tecnologia vetro, ed ospita nel basamento il Data Center certificato 27001.

Per lo svolgimento delle attività nel segmento TLC, la Società si avvale di un'estesa rete di fibra ottica proprietaria (FTTH) e detiene oltre cento ponti radio per la connessione wifi, con un'infrastruttura dati che si sviluppa in ambito internazionale, nazionale, regionale e locale.

Nel segmento energetico, invece, Convergenze svolge attività di *trading* di energia e gas e ha realizzato un *network* di colonnine e punti di ricarica EVO (Electric Vehicles Only) di cui ha ottenuto il brevetto di invenzione industriale. Nel settembre 2023, infine, la Società ha anche avviato le prime iniziative per proporre ai propri abbonati contenuti di intrattenimento in collaborazione con la società spagnola Agile Content, realtà internazionale di servizi di streaming on-demand.

FY23A Results

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES FY23A

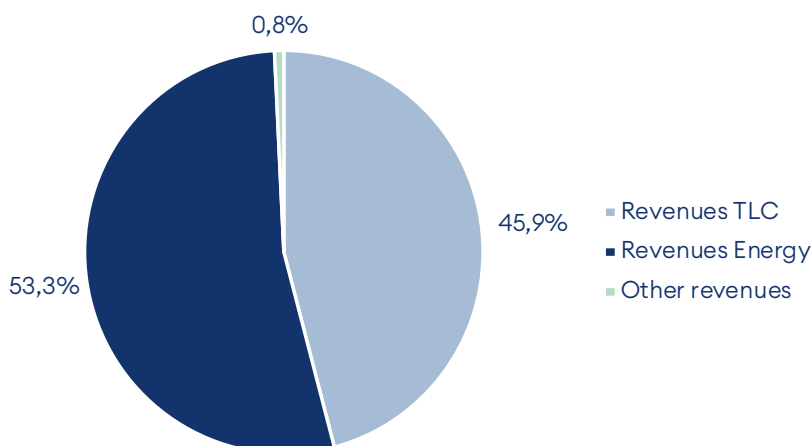
€/mln	Revenues	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY23A	22,82	3,22	14,1%	1,19	0,51	5,57
FY23E	22,00	2,50	11,4%	0,65	0,10	5,79
Change	3,7%	28,7%	2,7%	82,3%	411,9%	n/a

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, Rosario Pingaro, Presidente e Amministratore Delegato di Convergenze SpA SB, ha commentato: *“Il 2023 si chiude con risultati eccellenti, sostenuti da un significativo miglioramento della marginalità a conferma dell’efficace strategia di Convergenze. In particolare, con la BU Energia, per la quale abbiamo messo in atto tutte le misure necessarie per gestire la fase di crescita imprevista del costo della materia prima, siamo ritornati a livelli di performance positive. Abbiamo concentrato i nostri sforzi su importanti progetti, continuando ad ampliare la nostra infrastruttura in fibra ottica di proprietà, fondamentale per la crescita aziendale futura, e installato nuove stazioni di ricarica elettrica, segnale importante che identifica la nostra volontà di proseguire nell’innovazione sostenibile e di green practises. Siamo fiduciosi anche per l’anno 2024; vogliamo continuare a investire risorse sul nostro modello di business per consolidare ulteriormente la nostra posizione di leadership a livello locale e renderci sempre più competitivi a livello nazionale”.*

Convergenze, nella relazione finanziaria annuale al 31 dicembre 2023, ha registrato un valore della produzione pari a € 22,82 mln, riconducibili all’attività delle due Business Unit TLC (€ 10,48 mln, pari al 45,9% del totale) ed Energy (€ 12,17 mln, 53,3%) e ad altri ricavi per € 0,17 mln (0,8%).

CHART 1 – VOP BREAKDOWN BY BU



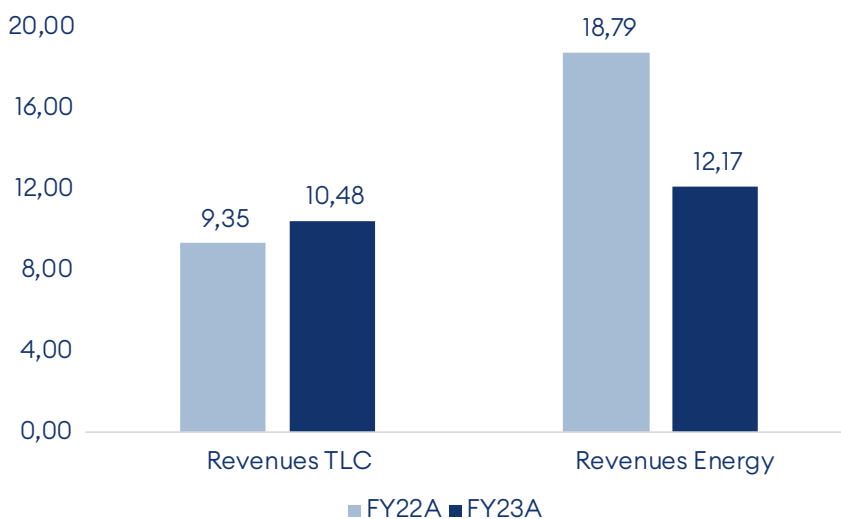
Source: Convergenze

La contrazione del valore della produzione rispetto al dato dell'esercizio 2022, pari a € 28,36 mln, è riconducibile solamente alla decrescita del 35,3% dei ricavi della BU Energia, che passano da € 18,79 mln del FY22A a € 12,17 mln del FY23A in ragione della diminuzione del costo della materia prima, che aveva toccato livelli massimi nel 2022 in seguito allo scoppio del conflitto russo-ucraino.

Le anomale condizioni di mercato energetico degli ultimi 24 mesi, infatti, avevano scosso non poco il contesto in cui la BU opera, con una volatilità eccezionale del prezzo di acquisto della materia prima (valori medi del PUN che hanno raggiunto massimi di € 870,00 nel mese di agosto 2022, fonte GSE) che ha comportato per Convergenze due esercizi non senza difficoltà e con marginalità negativa. Dall'inizio del 2023, con una lenta ma progressiva normalizzazione del prezzo dell'energia (PUN medi mensili rientrati al di sotto di € 150,00 da marzo 2023, fonte GSE) e anche grazie a mirate azioni introdotte dalla Società nel primo semestre, la divisione è stata in grado di migliorare il mark-up commerciale e incrementare la numerosità degli utenti in portafoglio, tornando a generare profitti.

Prosegue invece senza interruzioni l'attività della BU TLC, in un contesto che evidenzia una domanda crescente di connettività ultra-broadband e di fibra FTTH e FWA: i ricavi della BU fanno registrare un'ottima crescita del 12,1%, passando da € 9,35 mln nell'esercizio 2022 a € 10,48 mln dell'esercizio appena concluso. Tra i principali driver di crescita rientrano gli investimenti verso le reti e servizi a maggiore qualità e capacità produttiva, che hanno permesso di raggiungere l'estensione di oltre 9.295 km di fasci di fibra FTTH posata al 31/12/2023 (rispetto ai 7.506 km del 31/12/2022) e un numero di servizi contrattualizzati che supera i 51.000 rispetto ai 44.057 di fine anno 2022. Durante l'anno, sono stati anche finalizzati i lavori nei Comuni di Castelcivita, Aquara, Bellosguardo e Sapri, tutti situati in provincia di Salerno.

CHART 2 – REVENUES BREAKDOWN BY BU FY22A VS FY23A



Source: Convergenze

L'EBITDA *Adjusted* di periodo risulta pari a € 3,19 mln, segnando una straordinaria crescita del 120,0% rispetto all'anno precedente (in cui è stato registrato un valore pari a € 1,45 mln). L'EBITDA Margin *Adjusted* raggiunge pertanto il valore record del 14,0%, superando ampiamente sia il dato equivalente per il 2022, pari al 5,1%, sia le nostre stime, che proiettavano una marginalità dell'11,4% in considerazione delle difficoltà nel primo semestre della BU Energia, che è invece tornata a valori positivi. Nel dettaglio:

- L'EBITDA *Adjusted* della BU TLC ha continuato la sua costante crescita (+14,5% YoY), risultando pari a € 2,90 mln nel FY23A, rispetto ai € 2,60 mln registrati nel precedente esercizio. Allo stesso modo la marginalità passa da 27,0% del 31 dicembre 2022 al 27,7% del FY23A;
- L'EBITDA *Adjusted* della BU Energy registra performance positive pari a € 0,20 mln nel FY23A (EBITDA Margin *Adjusted* pari al 2,0%), rispetto al valore negativo di € 1,10 mln relativo al 2022. Difatti, nel corso del 2023, la Società ha fatto sì che la BU Energia rispondesse al contesto di calo dei prezzi dell'energia e del gas, implementando una strategia focalizzata sull'aumento del *mark-up* applicato ai prezzi dell'energia e del gas nelle offerte ai clienti, insieme a un incremento delle quote fisse commerciali. Questo approccio ha permesso alla Società di migliorare significativamente la marginalità della BU nonostante le fluttuazioni del mercato e l'incertezza economica globale.

Allo stesso modo l'EBITDA, che tiene conto di poste straordinarie di conto economico, segna una crescita del 134,9% YoY passando da € 1,37 mln del FY22A ad € 3,22 mln del FY23A, con una marginalità pari al 14,1% vs. 4,8% al FY22A.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 2,03 mln, segue l'andamento dell'EBITDA mostrando un significativo miglioramento nell'esercizio 2023, attestandosi a € 1,19 mln, rispetto ai - € 0,44 mln del 2022. Positivo quindi anche il Net Income, pari a € 0,51 mln vs - € 0,80 mln del FY22A.

Si chiude quindi in maniera molto positiva il 2023 di Convergenze, che segna una nuova normalizzazione nel contesto di mercato in particolare nel settore energetico. La Società è anche riuscita a proseguire nella realizzazione del suo piano di investimenti per un ammontare di circa € 2,50 mln nel corso dell'esercizio. Tali fondi sono stati destinati all'espansione delle infrastrutture FTTH (€ 0,90 mln) e all'aggiornamento di Wi-Fi e *datacenter* (€ 0,60 mln), per un totale di circa € 1,50 mln; a questi si aggiungono acquisti di terreni (€ 0,40 mln) e spazi produttivi (€ 0,50 mln) vicino alla sede di Capaccio Paestum, per un totale di circa € 0,90 mln, e gli investimenti nella propria rete di stazioni di ricarica per veicoli elettrici (Evo network), con un esborso di € 0,07 mln. Nel maggio 23, inoltre, si ricorda l'acquisizione del portafoglio di circa 1.400 clienti e relativi contratti di fornitura in wholesale di Positivo Srl, controllata al 100,0% da Convergenze; l'acquisizione darà un'ulteriore accelerata alla crescita dei ricavi della BU TLC.

Nel corso del secondo semestre del 2023, infine, la Società ha avviato una collaborazione con Agile Content, un'importante realtà spagnola nel campo dei servizi di *streaming on-demand* e in diretta a pagamento tramite la piattaforma "Agile TV". Questa partnership, annunciata il 12 settembre 2023, permetterà a Convergenze di offrire contenuti di intrattenimento ai propri abbonati in Italia a partire dal primo trimestre del 2024. Con questa mossa strategica, Convergenze mira a rafforzare la propria posizione competitiva e ad espandere la propria presenza nel mercato nazionale della connettività, arricchendo l'offerta secondo le tendenze di consumo attuali. Questa iniziativa prelude all'attivazione della terza BU Media&Content Delivery Network, prevista per metà del 2024, che si aggiungerà alle già esistenti divisioni di TLC ed Energia. Durante il 2023, il team di gestione ha proseguito il suo impegno nello sviluppo del progetto con Agile Content TV, procedendo attraverso varie fasi che hanno incluso test su software e hardware essenziali per il servizio destinato alla clientela. Si prevede che tale servizio sarà lanciato ai clienti esistenti probabilmente verso la fine del primo semestre o l'inizio del secondo semestre del 2024.

FY24E – FY26E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY24E-26E

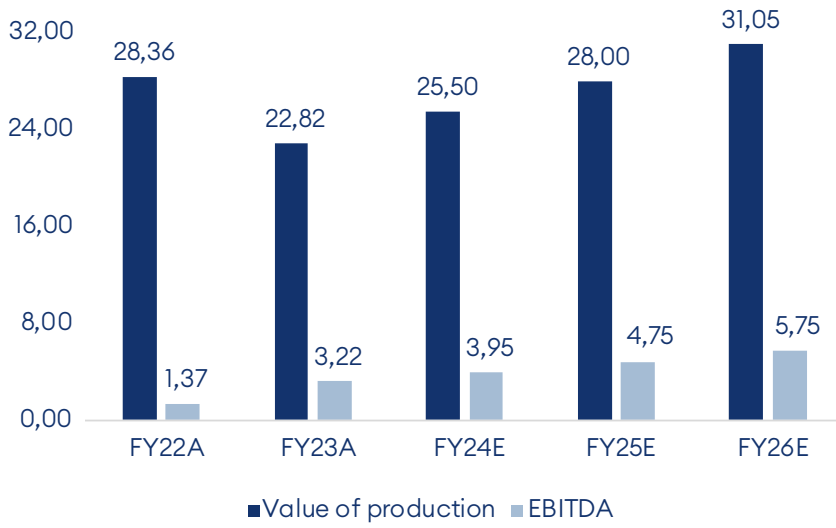
€/mln	FY24E	FY25E	FY26E
Value of production			
New	25,5	28,0	31,1
Old	24,0	24,8	0,0
Change	6,5%	12,9%	n/a
EBITDA			
New	4,0	4,8	5,8
Old	3,0	3,3	0,0
Change	33,9%	43,9%	n/a
EBITDA %			
New	15,5%	17,0%	18,5%
Old	12,3%	13,3%	n/a
Change	3,2%	3,7%	n/a
EBIT			
New	1,8	2,5	3,4
Old	1,0	1,3	0,0
Change	80,0%	92,3%	n/a
Net Income			
New	0,9	1,5	2,2
Old	0,4	0,5	0,0
Change	157,1%	163,6%	n/a
NFP			
New	4,9	4,0	3,1
Old	5,2	4,6	0,0
Change	n/a	n/a	n/a

Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY23A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY24E pari a € 25,50 mln ed un EBITDA pari a € 3,95 mln, corrispondente ad una marginalità del 15,5%. Ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 31,05 mln (CAGR 23A-26E: 10,8%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 5,75 mln (EBITDA *margin* del 18,5%), in crescita rispetto a € 3,22 mln del FY23A (EBITDA *margin* del 14,1%).

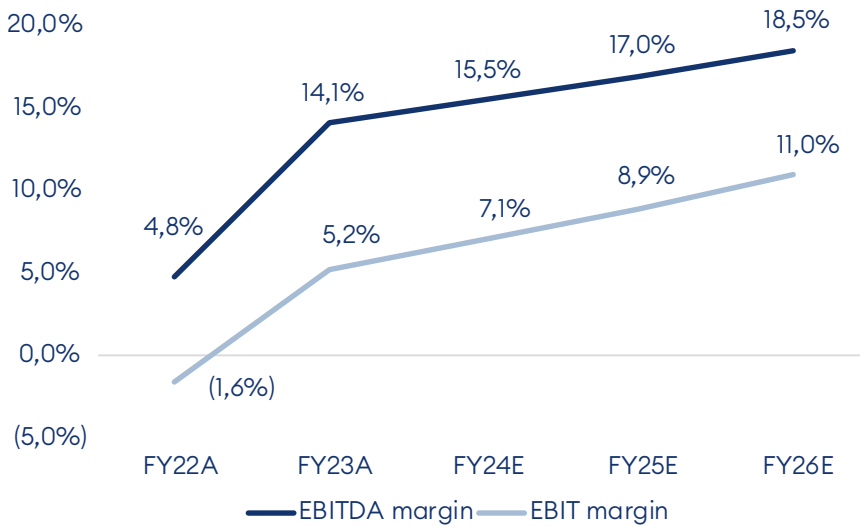
Il successo delle iniziative in ambito TLC e il netto miglioramento della marginalità della BU Energia avranno un impatto positivo per i risultati di Convergenze sia lato fatturato che marginalità; stimiamo, inoltre, che l'ingresso nel settore dei contenuti media, con la nuova BU Media & Content, possa dare un'ulteriore contributo alla crescita del valore della produzione e dei margini attraverso lo sfruttamento di politiche di *cross-selling* e il rafforzamento della posizione di mercato di Convergenze su tutto il territorio italiano.

CHART 3 – VOP AND EBITDA FY22A-26E (€/MLN)



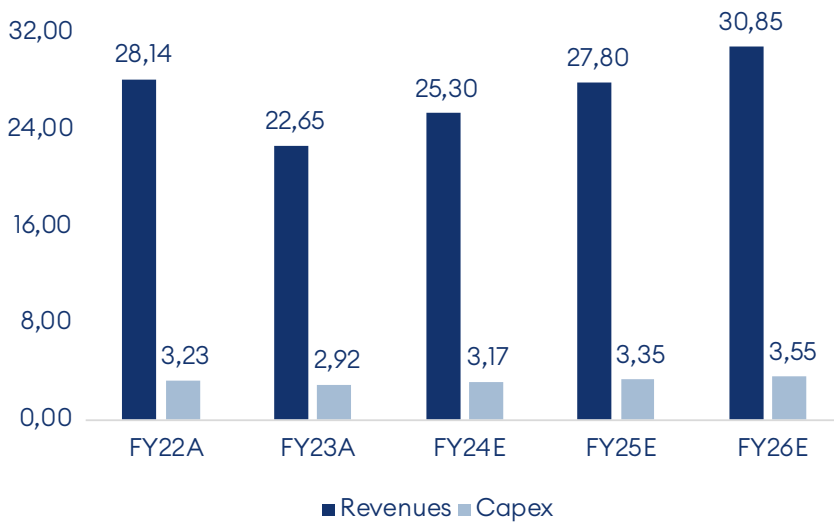
Source: Integrae SIM

CHART 4 – MARGIN FY22A-26E



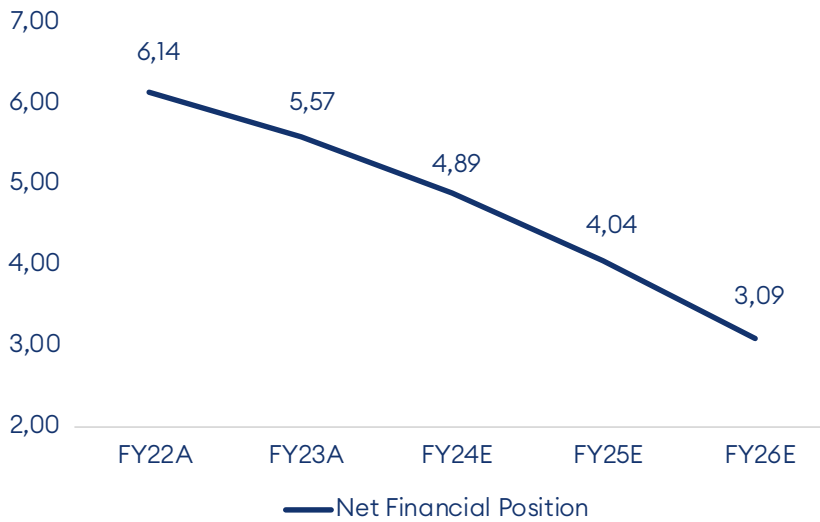
Source: Integrae SIM

CHART 5 – CAPEX FY22A-26E (€/MLN)



Source: Integrae SIM

CHART 6 – NFP FY22A-26E (€/MLN)



Source: Integrae SIM

Valuation

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

DCF Method

TABLE 4 – WACC

WACC				8,7%
D/E 66,7%	Risk Free Rate 3,2%	β Adjusted 1,0	α (specific risk) 2,5%	
K_d 3,0%	Market Premium 7,8%	β Relevered 0,9	K_e 13,1%	

Source: Integrae SIM

Abbiamo inserito un rischio specifico pari al 2,5%. Ne risulta un WACC di 8,7%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO Actualized	7,45	16,7%
TV Actualized DCF	37,24	83,3%
Enterprise Value	44,69	100,0%
NFP (FY23A)	5,57	
Equity Value	39,12	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra, risulta un **equity value di € 39,12 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		7,2%	7,7%	8,2%	8,7%	9,2%	9,7%	10,2%
	3,0%	69,7	61,3	54,5	48,9	44,2	40,2	36,8
	2,5%	62,6	55,6	49,9	45,1	41,0	37,6	34,6
	2,0%	56,8	50,9	46,0	41,9	38,3	35,3	32,6
	1,5%	52,0	47,0	42,7	39,1	36,0	33,2	30,8
	1,0%	48,0	43,6	39,9	36,7	33,9	31,4	29,2
	0,5%	44,6	40,8	37,5	34,6	32,1	29,8	27,8
	0,0%	41,6	38,2	35,3	32,7	30,4	28,4	26,6

Source: Integrae SIM

Market multiples

Al fine di rappresentare meglio la diversificazione dell'attività della Società, abbiamo condotto la valutazione utilizzando due diversi panel: il primo di società appartenenti al mercato TLC e il secondo al mercato Energy. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il DCF method. I panel sono composti da:

TABLE 7 – MARKET MULTIPLES TLC

Company Name	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
Intred SpA	7,8x	6,9x	5,9x	16,0x	14,5x	11,4x	24,0x	22,8x	18,8x
Elisa Oyj	10,2x	9,9x	9,7x	15,7x	14,8x	13,0x	17,2x	16,6x	16,1x
Chorus Limited	12,3x	11,9x	11,5x	36,6x	32,9x	22,0x	205,8x	103,0x	56,1x
Cogent Communications Holding	13,8x	14,7x	11,8x	n/a	n/a	341,8x	n/a	n/a	n/a
Peer median	11,3x	10,9x	10,6x	16,0x	14,8x	17,5x	24,0x	22,8x	18,8x

Source: Infinitivals

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES ENERGY

Company Name	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
E.ON SE	7,8x	7,7x	7,4x	12,2x	12,0x	11,0x	12,0x	12,3x	12,4x
A2A S.p.A.	5,1x	5,3x	5,1x	9,9x	11,1x	10,8x	8,9x	10,7x	10,7x
Pinnacle West Capital Corp	10,5x	9,6x	8,8x	19,7x	18,0x	16,3x	15,2x	15,1x	14,1x
DTE Energy Company	11,1x	10,4x	9,8x	18,9x	17,6x	16,1x	16,8x	15,6x	14,5x
BKW AG	9,6x	8,8x	8,1x	12,0x	11,9x	10,9x	15,9x	14,5x	13,2x
Peer median	9,6x	8,8x	8,1x	12,2x	12,0x	11,0x	15,2x	14,5x	13,2x

Source: Infinitivals

TABLE 9 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY24E	FY25E	FY26E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	41,2	46,7	53,8
EV/EBIT	25,4	33,5	48,5
P/E	17,6	27,0	34,4
Enterprise Value (EV) Post 25,0% Discount			
EV/EBITDA	30,9	35,0	40,3
EV/EBIT	19,0	25,1	36,3
P/E	13,2	20,3	25,8
Equity Value			
EV/EBITDA	26,0	31,0	37,2
EV/EBIT	14,1	21,1	33,2
P/E	13,2	20,3	25,8
Average	17,8	24,1	32,1

Source: Integrae SIM

L'equity value di Convergenze, utilizzando il *market multiple* EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E, risulta essere pari a circa **€ 24,66 mln.**

Equity Value

TABLE 10 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	31,89
Equity Value DCF (€/mln)	39,12
Equity Value multiples (€/mln)	24,66
Target Price (€)	4,25

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 31,89 mln. Il **target price** è quindi di € 4,25 (prev. € 3,65). Confermiamo rating **BUY** e rischio **MEDIUM**.

TABLE 11 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	11,6x	9,5x	7,9x	6,5x
EV/EBIT	31,6x	20,8x	15,0x	11,0x
P/E	62,3x	35,4x	22,0x	14,8x

Source: Integrae SIM

TABLE 12 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	5,3x	4,4x	3,6x	3,0x
EV/EBIT	14,5x	9,6x	6,9x	5,1x
P/E	22,7x	12,9x	8,0x	5,4x

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
05/04/2023	2,26	Buy	3,50	Medium	Update
01/08/2023	1,77	Buy	3,52	Medium	Breaking News
19/09/2023	1,97	Buy	3,50	Medium	Breaking News
09/10/2023	2,16	Buy	3,65	Medium	Update
30/10/2023	1,69	Buy	3,65	Medium	Breaking News
07/02/2024	1,45	Buy	3,65	Medium	Breaking News

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. INTEGRÆ 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 INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ 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 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) 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 Convergenze SpA;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Convergenze SpA;
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.