

Convergenze	Italy	Euronext Growth Milan	TLC & Energy
Rating: BUY (unch.)	Target Price: € 6,20 (prev € 6,35)		Update
			Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-4,76%	-10,83%	-7,28%	-5,41%
to FTSE Italia Growth	-7,94%	-1,49%	-3,75%	-26,35%
to Euronext STAR Milan	-6,74%	4,07%	0,28%	-16,03%
to FTSE All-Share	-7,92%	-1,30%	-4,81%	-7,42%
to EUROSTOXX	-8,82%	-1,29%	-4,39%	-4,71%
to MSCI World Index	-9,07%	-5,14%	-8,42%	-13,04%

Stock Data	
Price	€ 2,80
Target price	€ 6,20
Upside/(Downside) potential	121,5%
Bloomberg Code	CVG IM EQUITY
Market Cap (€m)	€ 20,98
EV (€m)	€ 20,92
Free Float	24,27%
Share Outstanding	7.492.959
52-week high	€ 3,76
52-week low	€ 2,25
Average daily volumes (3m)	5.000

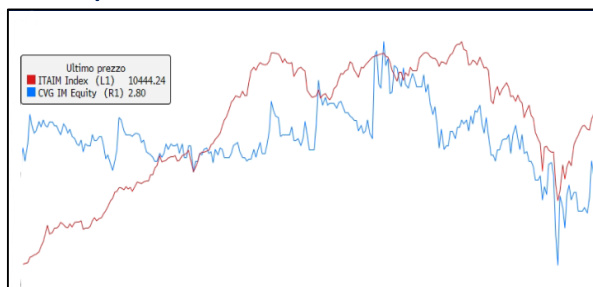
Key Financials (€m)	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Revenues TLC	8,9	9,6	10,8	12,0
Revenues Energy	9,4	13,7	16,5	18,0
EBITDA Adj.	1,8	3,2	4,1	4,6
EBIT	0,5	2,0	2,8	3,2
Net Profit	0,2	1,1	1,7	2,0
EBITDA Adj. margin	9,7%	13,7%	14,8%	15,2%
EBIT margin	2,8%	8,6%	10,1%	10,7%
Net Profit margin	1,3%	4,7%	6,0%	6,7%

Main Ratios	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA Adj. (x)	11,5	6,5	5,2	4,6
EV/EBIT (x)	39,9	10,5	7,6	6,5
P/E (x)	88,0	19,1	12,7	10,5

Mattia Petracca mattia.petracca@integraesim.it

Giuseppe Riviello giuseppe.riviello@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



FY21A Results

Il valore della produzione di Convergenze è di € 18,87 mln, +15,35% rispetto al valore del FY20A pari a € 16,36 mln: la BU TLC cresce del 19,0% (€ 8,94 mln nel FY21A), mentre la BU Energy del 7,3% (€ 9,43 mln nel FY21A). L'EBITDA Adjusted complessivo, pari a € 1,82 mln, è in diminuzione del 20,5% rispetto ai € 2,29 mln del FY20A, a causa della BU Energy che ha risentito dell'aumento dei prezzi di approvvigionamento dell'energia elettrica e del gas naturale. Il Net Income è pari a € 0,24 mln, rispetto ad un valore al FY20A pari a € 0,69 mln. La NFP, infine, è pari a € 2,32 mln, in peggioramento rispetto al valore cash positive di 0,06 mln; la variazione è direttamente correlata agli investimenti effettuati durante il 2021.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale del FY21A, confermiamo in larga parte nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY22E pari a € 23,30 mln, con un EBITDA pari a € 3,20 mln, corrispondente ad una marginalità del 13,7%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 30,00 mln (CAGR FY21A-FY24E: 16,71%) nel FY24E, con EBITDA pari a € 4,55 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 15,2%), in crescita rispetto a € 1,82 mln del FY21A (corrispondente ad un EBITDA margin del 9,7%).

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 un rischio specifico pari al 2,5%) restituisce un equity value pari a € 58,6 mln. L'equity value di Convergenze utilizzando i market multiples risulta invece pari a € 34,3 mln (con uno sconto del 25%). Ne risulta un equity value medio pari a € 46,5 mln. Il target price è pari a € 6,20 (prev. 6,35€), rating BUY e rischio MEDIUM.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

INCOME STATEMENT (€/mIn)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Revenues TLC	7,51	8,94	9,60	10,80	12,00
Revenues Energy	8,79	9,43	13,70	16,50	18,00
Other Revenues	0,06	0,50	0,00	0,00	0,00
Value of Production	16,36	18,87	23,30	27,30	30,00
COGS	10,12	12,57	14,60	16,90	18,50
Services	1,25	1,25	2,00	2,35	2,55
Use of assets owned by others	0,11	0,16	0,20	0,25	0,30
Employees	2,34	2,80	3,10	3,50	3,80
Other Operating Expenses	0,25	0,28	0,20	0,25	0,30
EBITDA Adj.	2,29	1,82	3,20	4,05	4,55
<i>EBITDA Adj. Margin</i>	<i>14,0%</i>	<i>9,7%</i>	<i>13,7%</i>	<i>14,8%</i>	<i>15,2%</i>
Extraordinary Items	0,14	0,03	0,00	0,00	0,00
EBITDA	2,15	1,79	3,20	4,05	4,55
<i>EBITDA Margin</i>	<i>13,1%</i>	<i>9,5%</i>	<i>13,7%</i>	<i>14,8%</i>	<i>15,2%</i>
D&A	0,91	1,27	1,20	1,30	1,35
EBIT	1,24	0,52	2,00	2,75	3,20
<i>EBIT Margin</i>	<i>7,6%</i>	<i>2,8%</i>	<i>8,6%</i>	<i>10,1%</i>	<i>10,7%</i>
Financial Management	(0,22)	-0,24	(0,35)	(0,35)	(0,35)
EBT	1,02	0,28	1,65	2,40	2,85
Taxes	0,33	0,04	0,55	0,75	0,85
Net Income	0,69	0,24	1,10	1,65	2,00

BALANCE SHEET (€/mIn)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Fixed Assets	7,50	11,43	11,20	11,10	11,10
Account receivable	2,02	2,46	3,00	3,60	3,90
Inventories	0,14	0,22	0,20	0,25	0,30
Account payable	3,25	3,66	3,35	4,00	4,35
Operating Working Capital	(1,09)	(0,98)	(0,15)	(0,15)	(0,15)
Other receivable	0,58	1,23	0,90	1,10	1,20
Other payable	1,54	2,91	2,65	3,10	3,30
Net Working Capital	(2,05)	(2,66)	(1,90)	(2,15)	(2,25)
Severance Indemnities & Other Provisions	0,47	0,56	0,80	0,90	0,95
NET INVESTED CAPITAL	4,98	8,21	8,50	8,05	7,90
Share Capital	1,44	1,50	1,47	1,47	1,47
Reserves	2,91	4,15	4,39	5,49	7,14
Net Income	0,69	0,24	1,10	1,65	2,00
Equity	5,04	5,88	6,96	8,61	10,61
Cash & Cash Equivalent	3,08	3,63	3,96	4,96	6,01
Short Term Debt to Bank	0,51	0,58	0,50	0,40	0,30
M/L Term Debt to Bank	2,51	5,38	5,00	4,00	3,00
Net Financial Position	(0,06)	2,32	1,54	(0,56)	(2,71)
SOURCES	4,98	8,21	8,50	8,05	7,90

CASH FLOW (€/mIn)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EBIT	1,24	0,52	2,00	2,75	3,20
Taxes	0,33	0,04	0,55	0,75	0,85
NOPAT	0,91	0,48	1,45	2,00	2,35
D&A	0,91	1,27	1,20	1,30	1,35
Change in receivable	0,01	(0,44)	(0,54)	(0,60)	(0,30)
Change in inventories	(0,04)	(0,08)	0,02	(0,05)	(0,05)
Change in payable	0,07	0,41	(0,31)	0,65	0,35
Change in others	(0,12)	0,72	0,07	0,25	0,10
<i>Change in NWC</i>	<i>(0,08)</i>	<i>0,61</i>	<i>(0,76)</i>	<i>0,25</i>	<i>0,10</i>
Change in provisions	(0,01)	0,09	0,24	0,10	0,05
OPERATING CASH FLOW	1,74	2,45	2,13	3,65	3,85
Capex	(3,4)	(5,2)	(1,0)	(1,2)	(1,4)
FREE CASH FLOW	(1,68)	(2,74)	1,16	2,45	2,50
Financial Management	(0,22)	(0,24)	(0,35)	(0,35)	(0,35)
Change in Debt to Bank	1,76	2,94	(0,46)	(1,10)	(1,10)
<i>Change in Equity</i>	<i>2,50</i>	<i>0,61</i>	<i>(0,03)</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
FREE CASH FLOW TO EQUITY	2,36	0,56	0,32	1,00	1,05

Source: Integrae SIM estimates

1.1 FY21A Results

Table 2 – Actual VS Estimates FY21A - FY21E

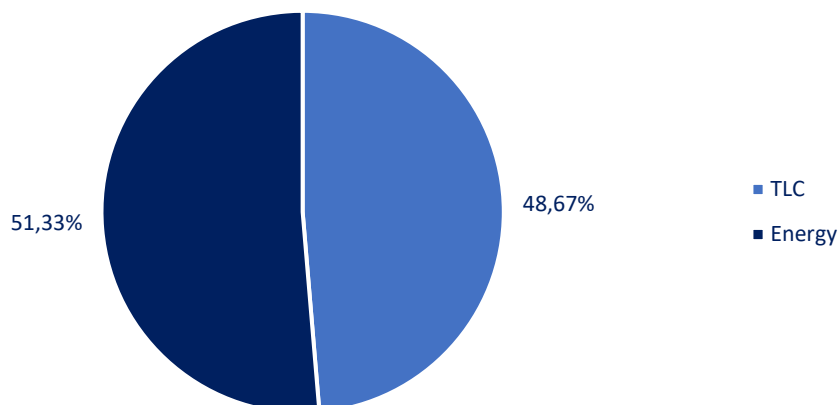
€/mln	VoP	EBITDA adj	EBITDA adj %	EBIT	Net Income	NFP
FY21A	18,87	1,82	9,7%	0,52	0,24	2,32
FY21E	20,70	3,35	16,2%	2,10	1,25	0,36
Change	-8,8%	-45,6%	-6,5%	-75,0%	-80,9%	N.A.

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, Rosario Pingaro, Presidente e Amministratore Delegato di Convergenze S.p.A, commentando i risultati annuali dichiara che: *“Il 2021 si è concluso positivamente, con ricavi di entrambe le BU in crescita ed un significativo miglioramento della marginalità della BU TLC. Il contributo maggiore è legato al settore TLC: nel corso del 2021 sono stati infatti effettuati investimenti significativi finalizzati all’estensione della rete FTTH, che al 31 dicembre 2021 supera i 5.600 km. Vorrei sottolineare come anche la BU Energia abbia performato positivamente in termini di nuovi clienti ed utenze attive, che crescono di +1.676 rispetto all’esercizio precedente, nonostante la situazione straordinaria che ha interessato i mercati nel corso dell’anno, prima messi alla prova dalla pandemia, poi dagli improvvisi aumenti dei costi dell’energia e del gas, e infine dalla guerra. La fiducia dataci dai nostri clienti e la nostra capacità di cogliere le opportunità di cross-selling tra le due BU, ci hanno consentito di chiudere l’anno con soddisfazione”.*

Il valore della produzione di Convergenze al FY21A si attesta a € 18,87 mln, in aumento del 15,35% rispetto al valore del FY20A pari a € 16,36 mln. I ricavi generati nel corso del FY21A, pari a € 18,37 mln, sono riconducibili alla seguente scomposizione: 48,67% derivante dalla BU TLC e 51,33% derivante dalla BU *Energy*.

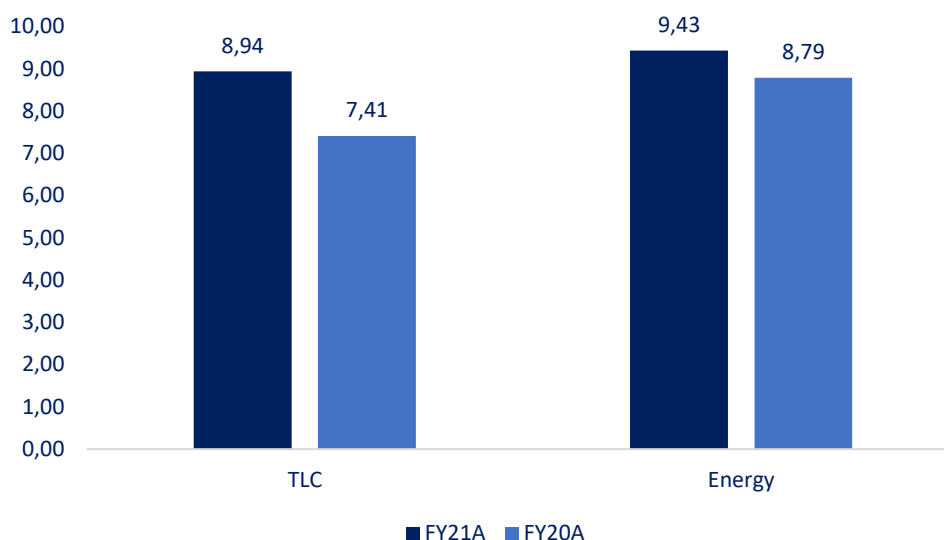
Chart 1 – Revenues Breakdown by BU



Source: Convergenze

La crescita in termini di fatturato è supportata da entrambe le *Business Unit*:

- La BU Telecomunicazioni (TLC) cresce del 19,0% (€ 8,94 mln nel FY21A vs € 7,51 mln nel FY20A). In particolare, la crescita è correlata all’implementazione delle infrastrutture proprietarie FTTH e WiFi, con un’espansione in termini di fibra ottica al 31 dicembre 2021 ha raggiunto un’estensione pari a 5.647 km;
- La BU *Energy* registra un aumento del 7,3% (€ 9,43 mln nel FY21A vs € 8,79 mln nel FY20A) superando i livello pre-pandemia.

Chart 2 – Revenues Breakdown by BU FY21A vs FY20A


Source: Convergenze

L'EBITDA *Adjusted* complessivo della Società, pari a € 1,82 mln, è in diminuzione del 20,5% rispetto ai € 2,29 mln del FY20A, dovuto principalmente al risultato negativo registrato dalla BU *Energy*, che ha fortemente risentito dell'incertezza degli scenari macroeconomici con riferimento sia ai rallentamenti dovuti all'emergenza sanitaria, che in particolare ai prezzi di approvvigionamento dell'energia elettrica e del gas naturale, che hanno registrato massimi storici mai raggiunti. Questa BU ha generato EBITDA negativo di € 0,80 mln, al contrario della BU Telecomunicazioni (TLC) che continua il percorso di crescita anche in termini di marginalità con un EBITDA pari a € 2,65 mln (+48,6% rispetto a un valore di € 1,79 mln al FY20A). In termini di marginalità, si nota un EBITDA *adj. Margin* che passa dal 14,0% del FY20A al 9,7% del FY21A (-8,7% della BU *Energy*, 28,5% della BU TLC).

L'andamento delle due divisioni è quindi opposto. Le telecomunicazioni sovraperformano sia in termini di crescita di ricavi che di marginalità, coerentemente con una crescita della domanda nel settore soprattutto con riferimento alla connettività *ultrabroadband* (connessione ultraveloce), segmento in cui Convergenze focalizza il proprio posizionamento.

Per quanto riguarda invece la BU *Energy*, il contesto macroeconomico straordinario ha fortemente influenzato i risultati. Hanno influito negativamente, in primo luogo, sia le misure restrittive del Governo per contenere la diffusione del virus, soprattutto nel primo semestre, che le delibere per la riduzione dell'onere delle componenti di costo aggiuntive dell'energia elettrica, costate a Convergenze circa € 1,10 mln in termini di ricavi. Inoltre, l'impatto maggiore è stato determinato dal costo di approvvigionamento delle materie prime (energia elettrica e gas naturale) che ha raggiunto un'incidenza di questi costi sul fatturato del 96,5% nel FY21A (vs 78,8% del FY20A).

L'EBIT risulta pari a € 0,52 mln, contro un valore di € 1,26 mln del FY20A (-57,6%). Si segnala in questo caso una crescita significativa del valore degli ammortamenti, pari a € 1,27 mln (+38% sul FY20A), a conferma dei piani di ampliamento ed espansione infrastrutturale attuati dal *management* della Società. Come effetto di questo aumento, l'EBIT *margin* si attesta quindi al 2,8%, perdendo 4,8 punti percentuali rispetto al FY20A (7,6%).

Il Net Income è pari a € 0,24 mln, rispetto ad un valore al FY20A pari a € 0,69 mln.

La NFP, infine, è pari a € 2,32 mln, in peggioramento rispetto al precedente valore *cash positive* di 0,06 mln; la variazione è direttamente correlata agli investimenti effettuati durante il 2021.

In termini di Capex, infatti, Convergenze ha proseguito nel suo piano di investimenti continuando il suo sviluppo prevalentemente nell'ambito della gestione della BU TLC. L'elemento trainante dei Capex di periodo deriva da un incremento delle immobilizzazioni materiali e dallo sviluppo di infrastruttura in fibra ottica FTTH nei Comuni di Capaccio (SA), Trentinara (SA), Ogliastro Cilento (SA), Albanella (SA) e Torchiara (SA), ma anche dallo sviluppo complementare della rete WiFi, attivata in diversi nuovi nodi anche oltre i confini regionali.

Oltre a questi investimenti, centrali per lo sviluppo del business delle telecomunicazioni, la Società ha messo in atto diverse iniziative, tra le quali spiccano l'apertura della nuova divisione *Wholesale*, che ha generato ottimi risultati già nel primo anno di attività, l'apertura di due nuovi siti *e-commerce* per la vendita dei servizi ConFIBRA e ConGAS, e l'inaugurazione di due nuove sedi a Poggibonsi (SI) e Avellino (AV), a conferma della volontà di Convergenze di accelerare il processo di espansione territoriale al di fuori del Cilento e in tutta Italia.

1.2 FY22E – FY24E Estimates

Table 3 – Estimates Updates FY22E - FY24E

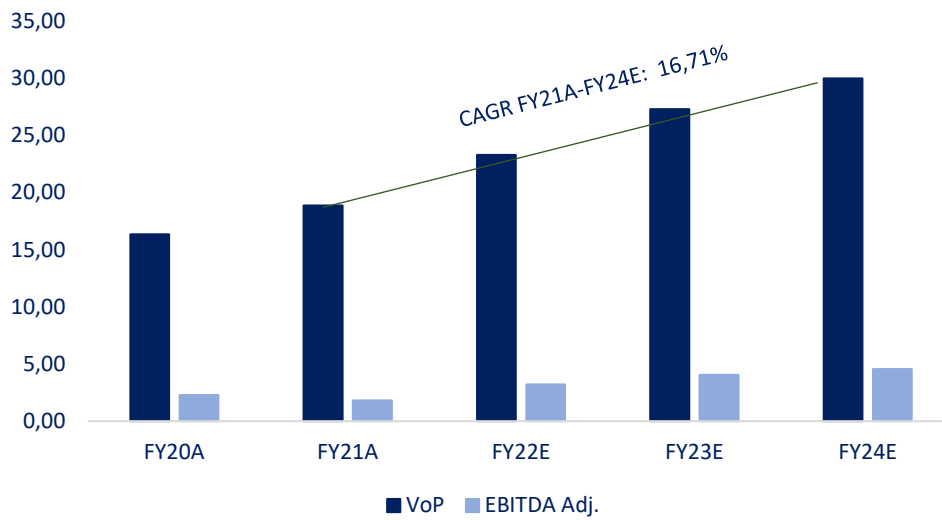
€/mln	FY22E	FY23E	FY24E
VoP			
New	23,3	27,3	30,0
Old	23,3	27,3	0,0
Change	0,0%	0,0%	N/A
EBITDA Adj.			
New	3,2	4,1	4,6
Old	3,4	4,1	0,0
Change	-5,9%	0,0%	N/A
EBITDA Adj. %			
New	13,7%	14,8%	15,2%
Old	14,6%	14,8%	0,0%
Change	-0,9%	0,0%	N/A
EBIT			
New	2,0	2,8	3,2
Old	2,2	2,8	0,0
Change	-9,1%	0,0%	N/A
Net Income			
New	1,1	1,7	2,0
Old	1,3	1,7	0,0
Change	-15,4%	0,0%	N/A
NFP			
New	1,5	(0,6)	(2,7)
Old	(1,8)	(3,2)	0,0
Change	N/A	N/A	N/A

Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale del FY21A, confermiamo in larga parte nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni.

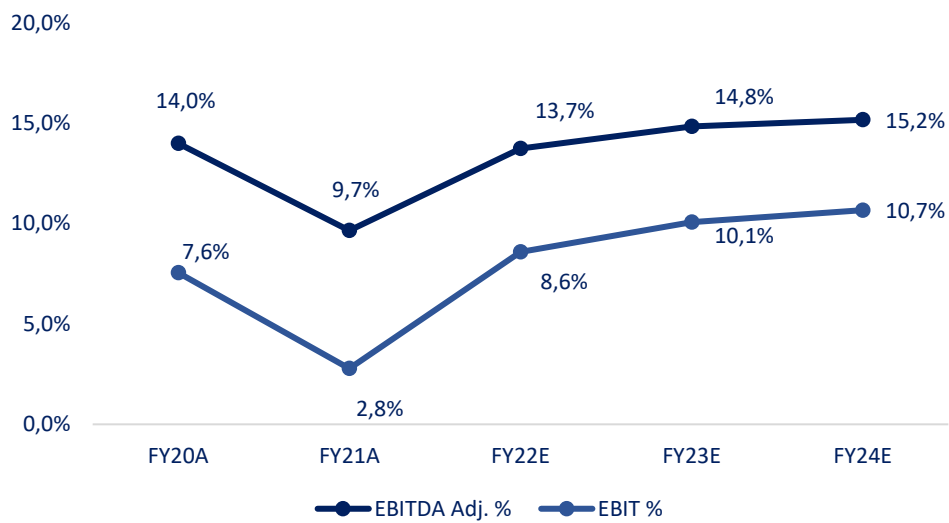
In particolare, stimiamo valore della produzione FY22E pari a € 23,30 mln, con un EBITDA pari a € 3,20 mln, corrispondente ad una marginalità del 13,7%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 30,00 mln (CAGR FY21A-FY24E: 16,71%) nel FY24E, con EBITDA pari a € 4,55 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 15,2%), in crescita rispetto a € 1,82 mln del FY21A (corrispondente ad un EBITDA margin del 9,7%).

Chart 3 – VoP and EBITDA Adj. FY20A- FY24E



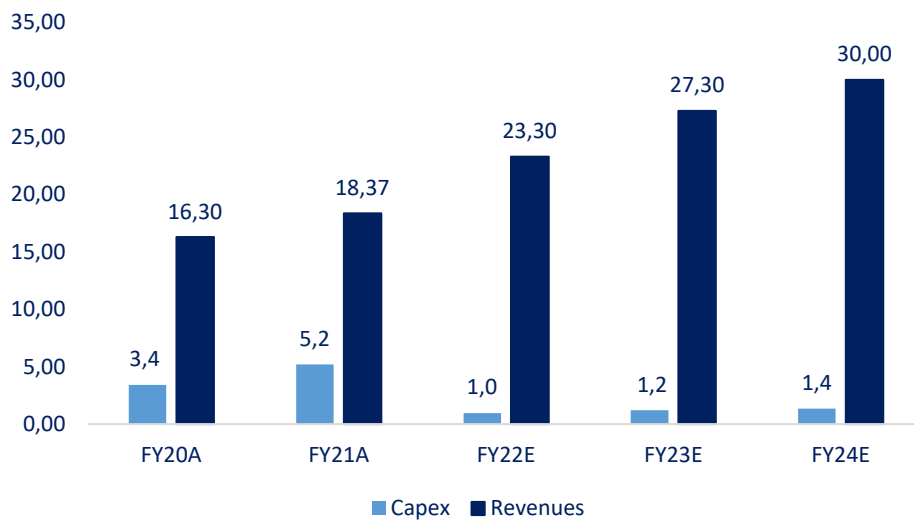
Source: Integrae SIM

Chart 4 – Margin FY20A - FY24E



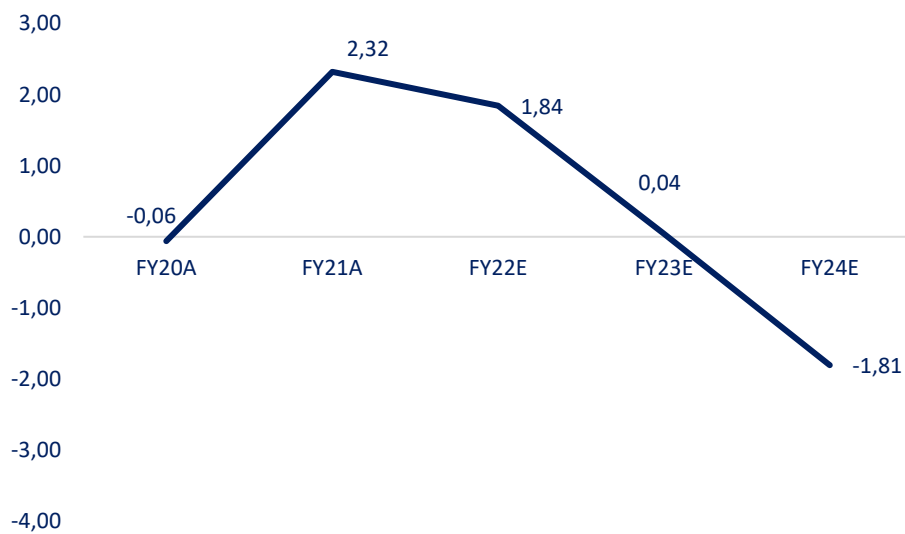
Source: Integrae SIM

Chart 5 – Capex FY20A - FY24E



Source: Integrae SIM

Chart 6 – NFP FY20A - FY24E



Source: Integrae SIM

2. Valuation

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

2.1 DCF Method

Table 4 – WACC

WACC		4,90%
Risk Free Rate	0,80% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,42% Beta Adjusted	0,6
D/E (average)	66,67% Beta Relevered	0,9
Ke	7,21% Kd	2,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 4,90%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		58,6
FCFO actualized	5,5	9%
TV actualized DCF	55,4	91%
Enterprise Value	61,0	100%
NFP (FY21A)	2,3	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di € 58,6 mln.

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		3,4%	3,9%	4,4%	4,9%	5,4%	5,9%	6,4%
Growth Rate (g)	2,5%	252,7	161,6	118,5	93,3	76,8	65,1	56,4
	2,0%	163,7	120,0	94,5	77,7	65,9	57,2	50,4
	1,5%	121,6	95,7	78,7	66,8	57,9	51,0	45,5
	1,0%	96,9	79,8	67,7	58,6	51,7	46,1	41,6
	0,5%	80,8	68,5	59,4	52,3	46,7	42,1	38,3
	0,0%	69,4	60,2	53,0	47,3	42,7	38,8	35,6
	-0,5%	61,0	53,7	47,9	43,2	39,3	36,0	33,2

Source: Integrae SIM

2.2 Market multiples

Al fine di catturare al meglio la diversificazione del Gruppo, abbiamo condotto la valutazione utilizzando i multipli di due diversi *panel*:

- Il primo contenente Società appartenenti al mercato Telecomunicazioni (TLC);
- Il secondo contenente Società appartenenti al mercato *Energy*.

Queste Società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il *DCF method*. I *panel* sono composti da:

Table 7.1 – Market Multiples TLC

Company Name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)		
	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E
Intred SpA	12,0	10,5	9,1	17,9	15,5	13,3
Unidata SpA	9,1	7,2	5,8	17,1	11,7	8,0
Cincinnati Bell Inc.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Retelit S.p.A.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Elisa Oyj	13,6	13,2	12,7	21,7	20,7	19,7
Chorus Limited	8,5	8,4	8,0	23,5	25,0	21,9
Cogent Communications Holdings	16,3	15,0	13,7	31,6	28,1	24,2
Peer median	12,0	10,5	9,1	21,7	20,7	19,7

Source: Infinancials

Table 7.2 – Market Multiples Energy

Company Name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)		
	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E
E.ON SE	8,1	8,2	8,2	13,3	13,5	13,5
A2A S.p.A.	6,2	5,7	5,2	14,1	12,7	11,6
AusNet Services Limited	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Pinnacle West Capital Corp.	11,2	10,4	9,6	23,7	21,5	19,6
DTE Energy Company	12,8	11,6	10,8	22,6	20,5	18,7
BKW AG	10,7	10,1	9,1	15,3	13,7	12,4
Peer median	10,7	10,1	9,1	15,3	13,7	13,5

Source: Integrae SIM

Energy Table 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	FY22E	FY23E	FY24E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	37,3	42,0	41,4
EV/EBIT	40,2	52,1	58,1
Equity Value			
EV/EBITDA	35,8	42,5	44,1
EV/EBIT	38,7	52,7	60,8
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	26,8	31,9	33,1
EV/EBIT	29,0	39,5	45,6
Average	27,9	35,7	39,3

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di Convergenze, utilizzando la media ponderata dei market multiple EV/EBITDA e EV/EBIT dei due *panel* risulta essere pari a € 45,8 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. **Pertanto, ne risulta un equity value di € 34,3 mln.**

2.3 Equity Value

Table 9 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	46,5
Equity Value DCF (€/mln)	58,6
Equity Value multiples (€/mln)	34,3
Target Price (€)	6,20

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a € 46,5 mln. Il *target price* è quindi di € 6,20 (prev. 6,35). Confermiamo il nostro rating BUY, rischio MEDIUM.

Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA Adj.	15,2x	12,0x	10,7x
EV/EBIT	24,4x	17,7x	15,2x

Source: Integrae SIM

Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY22E	FY22E	FY24E
EV/EBITDA Adj.	6,5x	5,2x	4,6x
EV/EBIT	10,5x	7,6x	6,5x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958 and Consob Regulation n. 20307/2018

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 Prdent of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalists guild. Mattia Petracca, Giuseppe Riviello and Alessandro Colombo 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
04/10/2021	3.02	Buy	6.35	Medium	Update
30/07/2021	2.95	Buy	5.85	Medium	Flash Note
15/07/2021	3.04	Buy	5.85	Medium	Flash Note
01/06/2021	2.96	Buy	5.85	Medium	Flash Note
06/04/2021	2.96	Buy	5.85	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.integram.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 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 Convergenze S.p.A.;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Convergenze S.p.A.
- In the IPO phase, it played the role of Global Coordinator.