

Convergenze	Italy	Euronext Growth Milan	TLC & Energy
Rating: BUY (unch.)	Target Price: € 6,00 (prev € 6,20)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-11,88%	0,88%	-19,58%	-27,22%
to FTSE Italia Growth	-15,05%	10,22%	-16,04%	-48,16%
to Euronext STAR Milan	-13,86%	15,78%	-12,02%	-37,84%
to FTSE All-Share	-15,03%	10,41%	-17,11%	-29,23%
to EUROSTOXX	-15,94%	10,41%	-16,69%	-26,52%
to MSCI World Index	-16,19%	6,85%	-20,71%	-34,85%

Stock Data	
Price	€ 2,30
Target price	€ 6,00
Upside/(Downside) potential	161,0%
Bloomberg Code	CVG IM EQUITY
Market Cap (€m)	€ 17,23
EV (€m)	€ 19,57
Free Float	23,13%
Share Outstanding	7.492.959
52-week high	€ 3,76
52-week low	€ 2,20
Average daily volumes (3m)	3.500

Key Financials (€m)	FY21A	FY22E	FY23E	FY25E
Revenues TLC	8,9	9,6	10,8	12,0
Revenues Energy	9,4	13,7	16,5	18,0
EBITDA	1,8	2,5	3,7	4,6
EBIT	0,5	0,9	2,1	3,0
Net Profit	0,2	0,4	1,2	1,8
EBITDA margin	9,7%	10,5%	13,4%	15,2%
EBIT margin	2,8%	4,1%	7,7%	9,8%
Net Profit margin	1,2%	1,7%	4,4%	6,0%

Main Ratios	FY21A	FY22E	FY23E	FY25E
EV/EBITDA Adj. (x)	10,7	8,0	5,4	4,3
EV/EBIT (x)	37,3	20,6	9,3	6,6
P/E (x)	75,5	43,1	14,4	9,6

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

Stocks performance vs FTSE Italia Growth



1H22A

Convergenze ha registrato un valore della produzione al 1H22A pari a € 12,66 mln, in crescita del 40,7% rispetto al valore del primo semestre 2021 pari a € 8,99 mln. L'EBITDA complessivo della Società, pari a € 0,63 mln, registra una diminuzione pari al 53,3% rispetto ai € 1,35 mln 1H21A, con un EBITDA margin che passa dal 15,0% del 1H21A al 5,0% del 1H22A; incide sul dato la marginalità negativa della BU Energy, che ha sofferto il rincaro dei costi dell'energia, mentre cresce la marginalità della BU TLC. In calo anche l'EBIT, pari a - € 0,27 mln, in ragione degli ammortamenti derivanti dall'aumento degli investimenti sulle infrastrutture FTTH. Negativo anche il Net Income, pari a - € 0,43 mln, rispetto al dato all'1H21A pari a € 0,41 mln.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H22A, modifichiamo le 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 ed un EBITDA pari a € 2,45 mln, corrispondente ad una marginalità del 10,5%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 30,00 mln (CAGR FY21A-FY24E: 16,4%) nel FY24E, con EBITDA pari a € 4,55 mln (corrispondente ad un EBITDA Adj. margin del 15,2%), in crescita rispetto al valore di € 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 € 65,3 mln. L'equity value di Convergenze utilizzando i market multiples risulta invece pari a € 24,7 mln (con uno sconto del 25%). Ne risulta un equity value medio pari a € 45,0 mln. Il target price è pari a € 6,00 (prev. € 6,20), rating BUY e rischio MEDIUM.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

INCOME STATEMENT (€/mln)	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	15,25	17,20	18,50
Services	1,25	1,25	2,00	2,40	2,55
Use of assets owned by others	0,11	0,16	0,20	0,25	0,30
Employees	2,34	2,80	3,20	3,55	3,80
Other Operating Expenses	0,26	0,28	0,20	0,25	0,30
EBITDA Adj.	2,28	1,82	2,45	3,65	4,55
<i>EBITDA Adj. Margin</i>	<i>13,9%</i>	<i>9,7%</i>	<i>10,5%</i>	<i>13,4%</i>	<i>15,2%</i>
Extraordinary Items	0,14	0,03	0,00	0,00	0,00
EBITDA	2,14	1,79	2,45	3,65	4,55
<i>EBITDA Margin</i>	<i>13,1%</i>	<i>9,5%</i>	<i>10,5%</i>	<i>13,4%</i>	<i>15,2%</i>
D&A	0,91	1,27	1,50	1,55	1,60
EBIT	1,23	0,52	0,95	2,10	2,95
<i>EBIT Margin</i>	<i>7,5%</i>	<i>2,8%</i>	<i>4,1%</i>	<i>7,7%</i>	<i>9,8%</i>
Financial Management	(0,22)	(0,25)	(0,35)	(0,35)	(0,35)
EBT	1,01	0,27	0,60	1,75	2,60
Taxes	0,33	0,04	0,20	0,55	0,80
Net Income	0,68	0,23	0,40	1,20	1,80
BALANCE SHEET (€/mln)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Fixed Assets	7,50	11,43	11,90	12,40	13,00
Account receivable	2,02	2,46	3,50	4,00	4,50
Inventories	0,14	0,23	0,25	0,30	0,35
Account payable	3,25	3,66	3,00	3,50	4,00
Operating Working Capital	(1,09)	(0,98)	0,75	0,80	0,85
Other receivable	0,58	1,23	1,60	1,80	2,00
Other payable	1,54	2,91	3,00	3,25	3,50
Net Working Capital	(2,05)	(2,66)	(0,65)	(0,65)	(0,65)
Severance Indemnities & Other Provisi	0,47	0,56	0,80	0,90	0,95
NET INVESTED CAPITAL	4,98	8,21	10,45	10,85	11,40
Share Capital	1,44	1,50	1,50	1,50	1,50
Reserves	2,91	4,15	4,38	4,78	5,98
Net Income	0,68	0,23	0,40	1,20	1,80
Equity	5,03	5,87	6,27	7,47	9,27
Cash & Cash Equivalent	3,07	3,62	1,32	1,02	1,17
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	(0,05)	2,33	4,18	3,38	2,13
SOURCES	4,98	8,21	10,45	10,85	11,40
CASH FLOW (€/mln)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EBIT	1,23	0,52	0,95	2,10	2,95
Taxes	0,33	0,04	0,20	0,55	0,80
NOPAT	0,90	0,48	0,75	1,55	2,15
D&A	0,91	1,27	1,50	1,55	1,60
Change in receivable	0,01	(0,44)	(1,04)	(0,50)	(0,50)
Change in inventories	(0,04)	(0,08)	(0,02)	(0,05)	(0,05)
Change in payable	0,07	0,41	(0,66)	0,50	0,50
Change in others	(0,12)	0,72	(0,28)	0,05	0,05
<i>Change in NWC</i>	<i>(0,08)</i>	<i>0,61</i>	<i>(2,01)</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
Change in provisions	(0,01)	0,09	0,24	0,10	0,05
OPERATING CASH FLOW	1,73	2,45	0,48	3,20	3,80
Capex	(3,4)	(5,2)	(2,0)	(2,1)	(2,2)
FREE CASH FLOW	(1,69)	(2,74)	(1,49)	1,15	1,60
Financial Management	(0,22)	(0,25)	(0,35)	(0,35)	(0,35)
Change in Debt to Bank	1,76	2,94	(0,46)	(1,10)	(1,10)
Change in Equity	2,50	0,62	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	2,35	0,55	(2,30)	(0,30)	0,15

Source: Convergence and Integrae SIM estimates

1.1 1H22A Results

Table 2 – 1H22A vs 1H21A

€/mln	VoP	EBITDA adj	EBITDA adj %	EBIT	Net Income	NFP
1H22A	12,66	0,63	5,0%	-0,27	-0,43	4,99
1H21A	8,99	1,35	15,0%	0,76	0,41	2,32*
Change	40,7%	-53,3%	-10,0%	-135,0%	-205,2%	N.A.

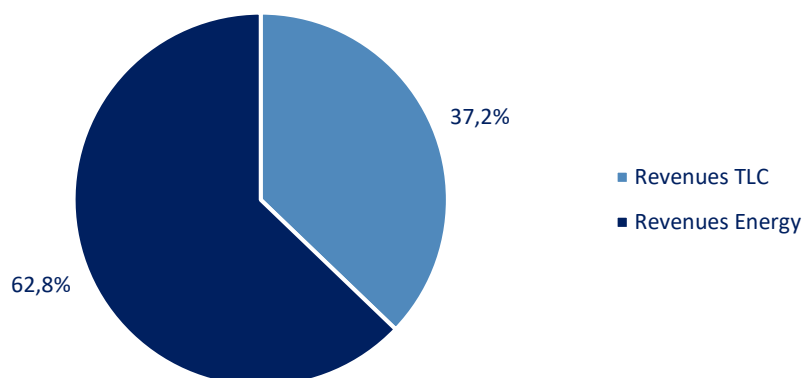
*NFP al FY21A

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, Rosario Pingaro, Presidente e Amministratore Delegato di Convergenze S.p.A. SB, ha commentato: *“Chiudiamo questo primo semestre dell’esercizio 2022 soddisfatti dei risultati e degli obiettivi raggiunti. Infatti, nonostante il contesto difficile, caratterizzato da un forte aumento dei costi collegati all’energia, dalla difficoltà di approvvigionamento delle materie prime e dal clima di incertezza economica e geopolitica, abbiamo saputo reagire e mettere in atto le misure necessarie per proseguire nel nostro percorso di gestione virtuosa del business, i cui effetti, che risultano in parte già riscontrabili, ci attendiamo saranno maggiormente evidenti nella seconda parte dell’anno. Possiamo affermare, infatti, che la BU Energia sia tesa verso un percorso di efficientamento, con misure atte a recuperare marginalità nonostante l’andamento altalenante dei costi di approvvigionamento della materia prima; la BU TLC sta invece proseguendo con un andamento in crescita, sia nei volumi sia nella marginalità. Siamo anche felici di aver proseguito negli investimenti, fondamentali per un’azienda tecnologica come la nostra, aprendo due nuove sedi operative e commerciali in Italia, strutturando un nuovo Data Center aziendale e creando la Convergenze Academy, un centro di formazione dedicato ai nuovi talenti informatici”.*

Convergenze, nella relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2022, ha registrato un valore della produzione al 1H22A pari a € 12,66 mln, in crescita del 40,7% rispetto al valore del primo semestre 2021 pari a € 8,99 mln.

Chart 1 – Revenues Breakdown by BU



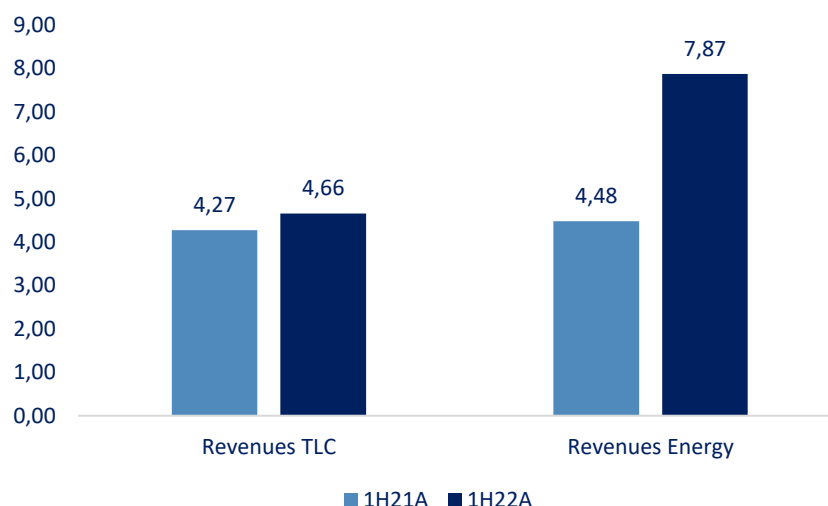
Source: Convergenze

I ricavi generati nel corso del 1H22A, pari a € 12,53 mln sono riconducibili alla seguente scomposizione: 37,2% derivante dalla BU TLC (€ 4,66 mln) e 62,8% derivante dalla BU *Energy* (€ 7,87 mln).

La crescita è supportata da entrambe le *Business Unit*:

- la BU Telecomunicazioni (TLC) cresce del 8,9% (pari a € 4,66 mln nel 1H22A vs € 4,27 mln nel 1H21A), influenzata dal crescente aumento della domanda di connettività ultrabroadband, degli accessi diretti su tecnologie sempre più evolute e dalle continue politiche di investimento che puntano decisamente su infrastrutture proprietarie di rete (FTTH e WiFi) e, contemporaneamente, su asset capaci di migliorare la qualità e la tipologia dei servizi offerti (DaaS).
- il segmento *Energy* registra un aumento del 75,5% (pari a € 7,87 mln nel 1H22A vs € 4,48 mln nel 1H21A) a causa delle condizioni di mercato dell'energia elettrica e del gas naturale e della fatturazione con tariffa variabile in condizioni di prezzi crescenti, oltre che nell'incremento di servizi attivi intervenuto nel periodo di riferimento.

Chart 2 – Revenues Breakdown by BU 1H22A vs 1H21A



Source: Convergenze

L'EBITDA complessivo della Società, pari a € 0,63 mln, registra una diminuzione pari al 53,3% rispetto ai € 1,35 mln 1H21A. Anche la marginalità registra una contrazione: l'EBITDA *margin* passa dal 15,0% del 1H21A al 5,0% dell'esercizio in corso, principalmente a causa dell'impatto negativo della BU *Energy*, che conclude il semestre con un margine negativo pari al -8,7%, rispetto al 3,7% dell'1H21A. La divisione ha risentito sicuramente di una maggiore incidenza del costo di approvvigionamento della materia prima, che ha raggiunto i picchi nei mesi estivi di luglio e agosto, e del risultato fortemente negativo dei primi due mesi del semestre; la Società, già nel mese di dicembre 21 e con effetto da marzo 22, è intervenuta in tal senso, comunicando ai clienti la variazione unilaterale delle condizioni di fornitura, in particolare il sistema dei prezzi fissi su 12 mesi e fatturando all'utente finale con un *mark-up* applicato al costo variabile della materia prima, e questo ha portato ad un recupero parziale delle perdite registrate nei primi mesi dell'anno. Molto positiva invece la marginalità della BU TLC, che passa da 26,5% del 1H21A a 27,5% del 1H22A, grazie all'implementazione di infrastrutture proprietarie FTTH e WiFi.

L'EBIT è pari a - € 0,27 mln, contro un valore di € 0,76 mln nel primo semestre dello scorso anno. Si segnala in questo caso un significativo aumento del valore degli ammortamenti (+37,5% sul 1H21A) a riprova degli investimenti attuati dal management per l'implementazione delle infrastrutture proprietarie FTTH, WiFi e datacenter. L'EBIT *margin* risente anche di questo aumento registrando un valore negativo pari -2,1%, perdendo 6,3 punti percentuali rispetto all'1H21A. Negativo anche il Net Income, che si attesta ad un valore di - € 0,43 mln, rispetto al dato all'1H21A pari a € 0,41 mln.

A livello patrimoniale, si segnala un peggioramento della NFP, pari a € 4,99 mln, rispetto al valore di € 2,33 mln nel FY21A. La variazione è direttamente correlata agli investimenti effettuati durante il primo semestre dell'esercizio in corso e dall'assorbimento di cassa dovuto dall'incremento del capitale circolante netto (*Net Working Capital*) per effetto delle modifiche nel ciclo di acquisto e vendita.

I risultati del primo semestre del 2022 mostrano, in conclusione, come il contesto economico generale nel quale la Società opera continua ad essere influenzato sia dagli impatti dell'emergenza da Covid-19, seppur in misura contenuta rispetto agli esercizi 2020 e 2021, e dall'instabilità creata dal conflitto geopolitico russo-ucraino, specialmente relativamente agli incrementi dei costi dell'energia che penalizzano in maniera importante la marginalità della BU *Energy*. Convergenze è stata comunque più che in grado di proseguire nel suo programma di crescita, confermando il piano di investimenti 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 FTTH, per la quale sono stati eseguiti lavori di cablaggio su tre nuovi comuni in Provincia di Salerno (Aquara, Castelcivita e Bellosguardo) oltre che lavori di consolidamento della rete attraverso allaccio clienti su dorsali già presenti in altri territori, per circa € 0,90 mln al 30/06/2022. Si evidenzia inoltre uno sviluppo dei data center proprietari al fine di aumentare la capacità produttiva degli stessi, con servizi cloud dedicati, e la capacità di storage e di calcolo del sistema interno aziendale. La Società ha inoltre continuato l'attività di R&S finalizzata allo sviluppo di nuove linee di servizi che andranno ad ampliare l'offerta attuale.

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	30,0
Change	0,0%	0,0%	N/A
EBITDA			
New	2,5	3,7	4,6
Old	3,2	4,1	4,6
Change	-23,4%	-9,9%	N/A
EBITDA %			
New	10,5%	13,4%	15,2%
Old	13,7%	14,8%	15,2%
Change	-3,2%	-1,5%	N/A
EBIT			
New	0,9	2,1	3,0
Old	2,0	2,8	3,2
Change	-52,5%	-23,6%	N/A
Net Income			
New	0,4	1,2	1,8
Old	1,1	1,7	2,0
Change	-63,6%	-27,3%	N/A
NFP			
New	4,2	3,4	2,1
Old	1,5	(0,6)	(2,7)
Change	N/A	N/A	N/A

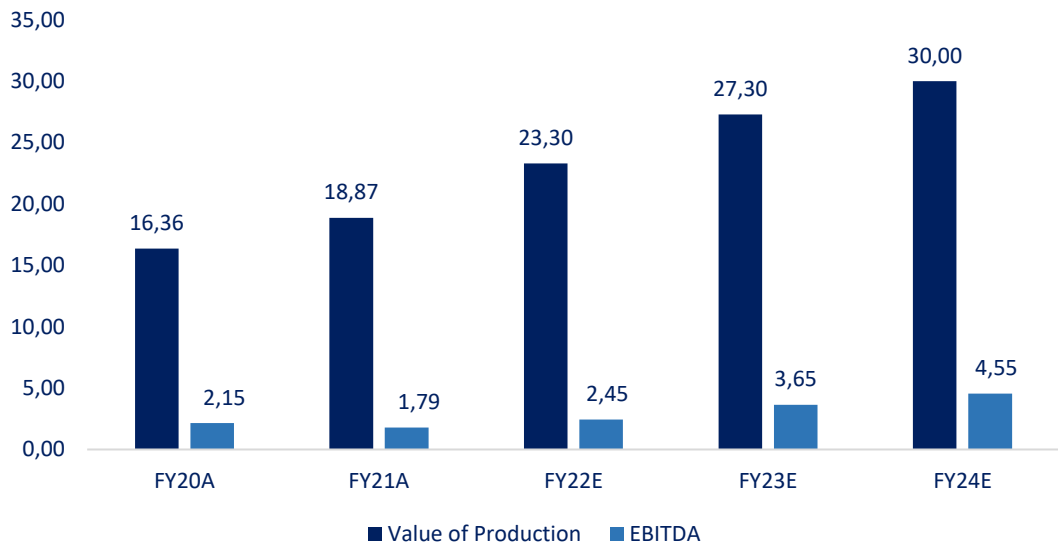
Source: Integrae SIM

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

In particolare, stimiamo valore della produzione FY22E pari a € 23,30 mln ed un EBITDA pari a € 2,45 mln, corrispondente ad una marginalità del 10,5%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 30,00 mln (CAGR FY21A-FY24E: 16,4%) nel FY24E, con EBITDA pari a € 4,55 mln (corrispondente ad un EBITDA Adj. margin del 15,2%), in crescita rispetto al valore di € 1,82 mln del FY21A (corrispondente ad un EBITDA margin del 9,7%).

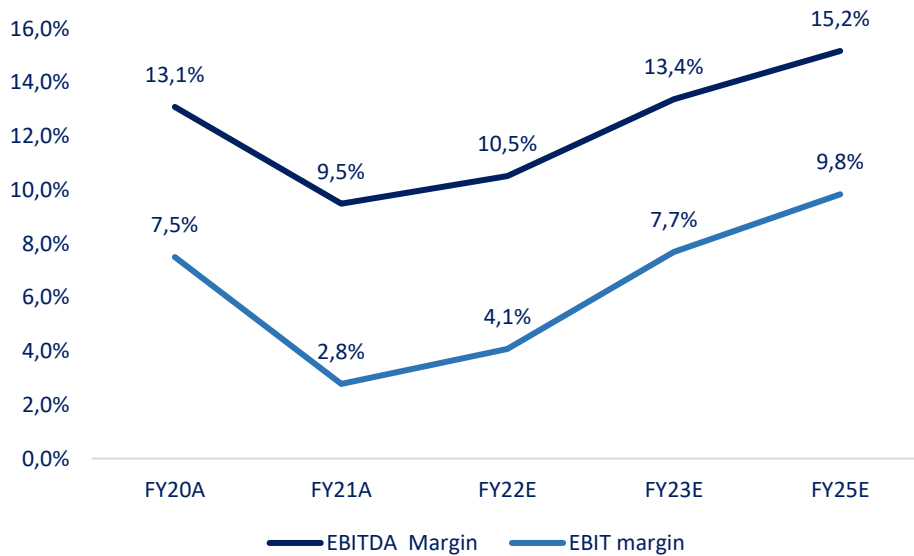
A livello patrimoniale, crediamo che la Società proseguirà nel proprio piano di investimenti finalizzati allo sviluppo della struttura FTTH, per Capex complessive di periodo pari a circa € 6,00 mln. Per quanto riguarda la NFP, ci aspettiamo che possa raggiungere un valore pari a € 2,12 mln di debito nel FY24E.

Chart 3 – Value of Production and EBITDA FY20A - FY24E



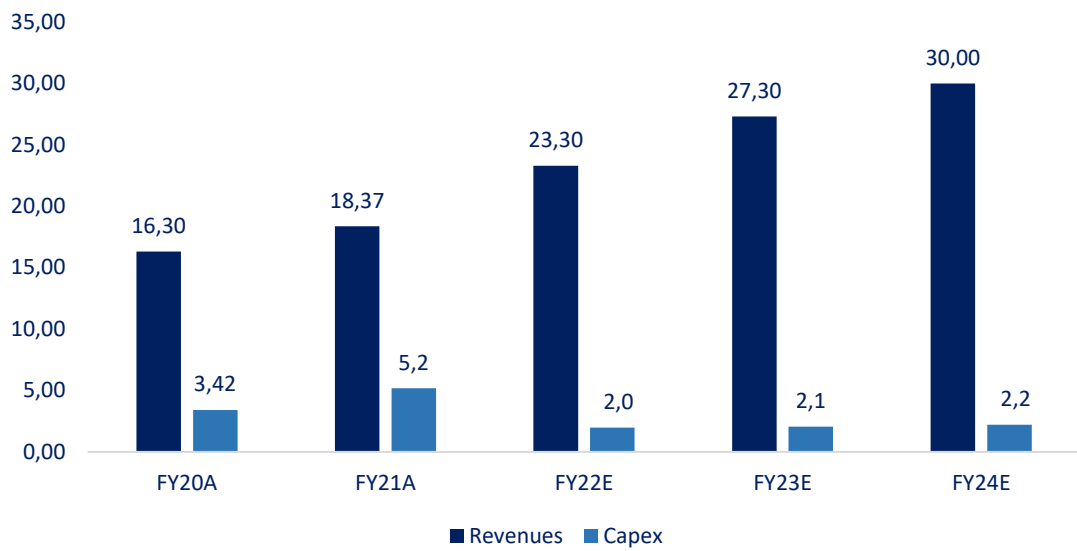
Source: Integrae SIM

Chart 4 – Margin FY20A - FY24E



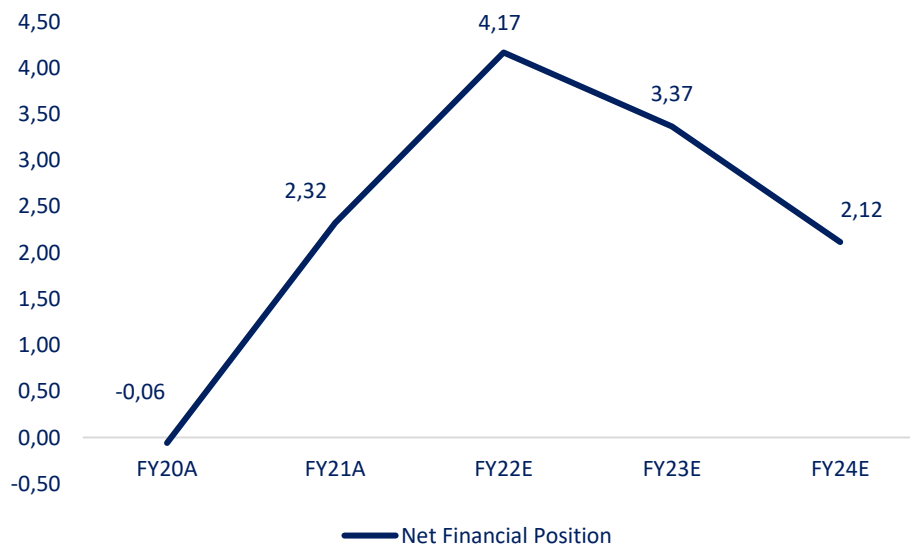
Source: Integrae SIM

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		5,87%
Risk Free Rate	2,18% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	9,08% Beta Adjusted	0,6
D/E (average)	100,00% Beta Relevered	1,1
Ke	10,32% Kd	2,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 5,87%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		65,3
FCFO actualized	0,8	1%
TV actualized DCF	66,8	99%
Enterprise Value	67,6	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 € 65,3 mln.

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		4,4%	4,9%	5,4%	5,9%	6,4%	6,9%	7,4%
2,5%		177,7	138,5	112,9	95,0	81,6	71,4	63,2
2,0%		140,0	114,1	96,0	82,5	72,1	63,9	57,2
1,5%		115,4	97,0	83,4	72,9	64,6	57,8	52,2
1,0%		98,0	84,3	73,7	65,3	58,4	52,7	48,0
0,5%		85,2	74,5	66,0	59,1	53,3	48,5	44,4
0,0%		75,3	66,7	59,7	53,9	49,0	44,9	41,3
-0,5%		67,4	60,4	54,5	49,6	45,3	41,7	38,5

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	FY25E	FY22E	FY23E	FY25E
Intred SpA	9,2	8,0	7,0	13,8	11,9	10,2
Elisa Oyj	12,3	11,9	11,5	19,3	18,6	17,7
Chorus Limited	8,4	8,2	8,1	23,2	21,6	21,4
Cogent Communications Holdings..	14,4	13,5	12,4	28,4	25,1	22,0
Peer median	10,7	10,1	9,8	21,3	20,1	19,6

Source: Infancials

Table 7.2 – Market Multiples Energy

Company Name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)		
	FY22E	FY23E	FY25E	FY22E	FY23E	FY25E
E.ON SE	7,2	7,4	7,3	11,7	12,1	12,2
A2A S.p.A.	5,5	5,0	4,6	12,3	11,0	9,7
Pinnacle West Capital Corp.	10,5	9,7	9,0	21,8	20,5	18,3
DTE Energy Company	12,9	11,4	10,8	23,2	20,1	18,5
BKW AG	10,8	9,9	9,0	15,6	14,3	12,5
Peer median	10,5	9,7	9,0	15,6	14,3	12,5

Source: Infancials

Table 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	FY22E	FY23E	FY25E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	26,2	36,4	43,8
EV/EBIT	18,8	39,2	52,5
Equity Value			
EV/EBITDA	22,0	33,1	41,6
EV/EBIT	14,7	35,8	50,3
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	16,5	24,8	31,2
EV/EBIT	11,0	26,8	37,7
Average	13,7	25,8	34,5

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di Convergenze, utilizzando i *market multiple* EV/EBITDA e EV/EBIT, risulta essere pari a € 32,9 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%: ne risulta un *equity value* pari a € 24,7 mln.

2.3 Equity Value

Table 9 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	45,0
Equity Value DCF (€/mln)	65,3
Equity Value multiples (€/mln)	24,7
Target Price (€)	6,00

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a € 45,0 mln. Il **target price** è quindi di € 6,00 (prev. € 6,20). **Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY22E	FY23E	FY25E
EV/EBITDA	19,3x	13,0x	10,4x
EV/EBIT	49,8x	22,5x	16,0x

Source: Integrae SIM

Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY22E	FY22E	FY25E
EV/EBITDA	8,0x	5,4x	4,3x
EV/EBIT	20,6x	9,3x	6,6x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Mattia Petracca is Integrae SIM's current Head of Research. Giuseppe Riviello, Alessandro Colombo and Edoardo Luigi Pezzella are the current financial analysts.

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, 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
02/08/2021	2,95	Buy	5,85	Medium	Flash Note
04/10/2021	3,02	Buy	6,35	Medium	Update
04/04/2022	2,80	Buy	6,20	Medium	Update
07/07/2022	2,26	Buy	6,20	Medium	Flash Note
02/08/2022	2,76	Buy	6,20	Medium	Flash Note

The list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integrae SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integrae SIM website.

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRAE SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRAE SIM SpA shall not be directly and/or indirectly held liable for the correctness or completeness of said sources.

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has formalized a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached.

The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 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 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.