

UPDATE

Production | 02.04.2025, h. 18:30
Published | 03.04.2025, h. 07:00

Convergenze

Euronext Growth Milan | TLC & Energy | Italy

Rating

 **BUY**

unchanged

Target Price

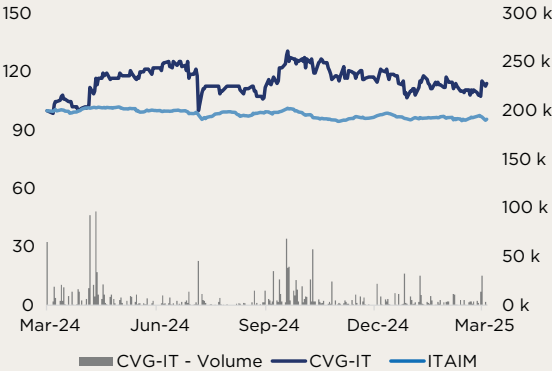
€ 4,50

prev. € 4,25

Key Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/Sales	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x
EV/EBITDA	3,4x	3,3x	2,9x	2,6x
EV/EBIT	7,2x	5,6x	4,6x	3,9x
P/E	10,3x	7,2x	5,7x	4,7x
NFP/EBITDA	0,9x	0,7x	0,5x	0,3x

Key Financials (€/mln)	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Value of Production	26,61	28,20	31,25	34,50
EBITDA Adj.	5,03	5,35	6,10	6,90
EBIT	2,46	3,15	3,80	4,50
Net Income	1,25	1,80	2,25	2,75
Net Financial Position	4,72	4,01	3,16	2,01
EBITDA Adj. margin	18,9%	19,0%	19,5%	20,0%
EBIT margin	9,3%	11,2%	12,2%	13,0%
Net income margin	4,7%	6,4%	7,2%	8,0%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Risk	Medium
Price	€ 1,72
Target price	€ 4,50
Upside/(Downside) potential	161,4%
Ticker - Bloomberg Code	CVG IM
Market Cap (€/mln)	€ 12,90
EV (€/mln)	€ 17,62
Free Float (% on ordinary shares)	21,6%
Shares Outstanding	7.497.509
52-week high	€ 1,99
52-week low	€ 1,44
Average Daily Volumes (3 months)	4.650

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-3,5%	-6,3%	1,9%	10,8%
to FTSE Italia Growth	-3,4%	-6,7%	4,1%	15,0%
to Euronext STAR Milan	-0,9%	-6,3%	2,9%	14,2%
to FTSE All-Share	-5,9%	-21,6%	-13,7%	-3,0%
to EUROSTOXX	-2,5%	-17,5%	-9,1%	2,7%
to MSCI World Index	2,1%	-4,6%	0,5%	2,7%

Source: FactSet

Main Ratios	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
ROI	21,8%	25,7%	27,8%	29,5%
ROE	19,0%	21,8%	21,4%	20,8%
ROA	11,7%	13,8%	15,0%	16,0%
Current Ratio	0,70	0,71	0,78	0,91

Source: FactSet

FY24A Results

Convergenze (B-Corp dal 2025) supera le aspettative raggiungendo valore della produzione di € 26,61 mln, +16,6% rispetto al 2023. La BU Energia in particolare ha mostrato un forte recupero, con volumi in crescita (+22,9%) e una redditività nuovamente positiva con un EBITDA adjusted di € 1,42 mln (margine del 9,5%), mentre la BU TLC conferma la crescita solida con marginalità superiore al 30,0% e un ampliamento importante della rete di fibra FTTH installata. L'EBITDA adjusted consolidato ha raggiunto € 5,03 mln (+57,8%), con un margine record del 18,9%; più che raddoppia il Net Income a € 1,25 mln (rinnovata la distribuzione del dividendo a 0,02 €/sh), e migliora anche la NFP a € 4,72 mln. L'anno ha visto il completamento della fusione con Positivo Srl, l'avvio della nuova BU Media e Content Delivery Network e l'ingresso nel mercato mobile come MVNO, oltre all'avvio della controllata albanese.

Estimates and Valuation Update

Considerando l'esercizio concluso, aggiorniamo il forecast per il periodo 2025-2027, variando il mix di vendita a parità di valore della produzione a favore della BU Energia rispetto alla BU TLC, che comunque prosegue con il massiccio piano di investimenti (€ 3,50 mln/anno ca.) in infrastruttura proprietaria. Il ritorno alla redditività della BU Energia infine, inizialmente prevista quasi a break-even fino al 2025, impone una revisione al rialzo dell'EBITDA margin dal 17,0% al 19,0% attuale, in crescita fino al 20,0% nel 2027. 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 all'2,5%) restituisce un equity value pari a € 38,7 mln. L'equity value di Convergenze utilizzando i market multiples risulta essere pari € 28,7 mln. Ne risulta un equity value medio pari a circa € 33,7 mln. **Il target price è di € 4,50 (pre. € 4,25), rating BUY e rischio MEDIUM.**

Economics & Financials

TABLE 1 - ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Revenues Media & Content	0,00	0,00	0,30	1,15	1,50
Revenues TLC	10,48	11,45	12,30	13,50	15,00
Revenues Energy	12,17	14,95	15,40	16,40	17,70
Other revenues	0,17	0,21	0,20	0,20	0,30
Value of Production	22,82	26,61	28,20	31,25	34,50
COGS	14,41	15,67	16,50	18,20	20,10
Services	1,45	1,59	1,70	1,90	2,05
Use of asset owned by others	0,22	0,33	0,35	0,40	0,45
Employees	3,31	3,74	4,00	4,30	4,60
Other operating expenses	0,24	0,25	0,30	0,35	0,40
EBITDA Adj.	3,19	5,03	5,35	6,10	6,90
<i>EBITDA Adj. Margin</i>	<i>14,0%</i>	<i>18,9%</i>	<i>19,0%</i>	<i>19,5%</i>	<i>20,0%</i>
Extraordinary items	(0,03)	(0,17)	0,00	0,00	0,00
EBITDA	3,22	5,19	5,35	6,10	6,90
<i>EBITDA Margin</i>	<i>14,1%</i>	<i>19,5%</i>	<i>19,0%</i>	<i>19,5%</i>	<i>20,0%</i>
D&A	2,03	2,73	2,20	2,30	2,40
EBIT	1,19	2,46	3,15	3,80	4,50
<i>EBIT Margin</i>	<i>5,2%</i>	<i>9,3%</i>	<i>11,2%</i>	<i>12,2%</i>	<i>13,0%</i>
Financial management	(0,53)	(0,62)	(0,60)	(0,60)	(0,60)
EBT	0,65	1,84	2,55	3,20	3,90
Taxes	0,14	0,59	0,75	0,95	1,15
Net Income	0,51	1,25	1,80	2,25	2,75

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Fixed Assets	13,73	14,34	15,65	16,90	18,20
Account receivable	3,99	4,13	4,60	5,10	5,60
Inventories	0,31	0,38	0,40	0,45	0,50
Account payable	3,53	3,31	3,60	4,00	4,30
Operating Working Capital	0,77	1,20	1,40	1,55	1,80
Other receivable	1,33	1,52	1,55	1,80	2,20
Other payable	3,71	4,69	5,25	5,50	5,80
Net Working Capital	(1,62)	(1,97)	(2,30)	(2,15)	(1,80)
Severance & other provisions	0,88	1,05	1,10	1,10	1,15
NET INVESTED CAPITAL	11,23	11,32	12,25	13,65	15,25

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Share capital	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Reserves	3,65	3,84	4,94	6,74	8,99
Net Income	0,51	1,25	1,80	2,25	2,75
Equity	5,66	6,59	8,24	10,49	13,24
Cash & cash equivalents	0,63	0,60	0,69	1,04	1,69
Short term financial debt	1,28	1,50	1,40	1,20	0,90
M/L term financial debt	4,93	3,83	3,30	3,00	2,80
Net Financial Position	5,57	4,72	4,01	3,16	2,01
SOURCES	11,23	11,32	12,25	13,65	15,25

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EBIT	1,19	2,46	3,15	3,80	4,50
Taxes	0,14	0,59	0,75	0,95	1,15
NOPAT	1,04	1,88	2,40	2,85	3,35
D&A	2,03	2,73	2,20	2,30	2,40
Change in NWC	0,84	0,35	0,33	(0,15)	(0,35)
<i>Change in receivable</i>	<i>(0,82)</i>	<i>(0,14)</i>	<i>(0,47)</i>	<i>(0,50)</i>	<i>(0,50)</i>
<i>Change in inventories</i>	<i>(0,01)</i>	<i>(0,07)</i>	<i>(0,02)</i>	<i>(0,05)</i>	<i>(0,05)</i>
<i>Change in payable</i>	<i>1,43</i>	<i>(0,23)</i>	<i>0,29</i>	<i>0,40</i>	<i>0,30</i>
<i>Change in others</i>	<i>0,24</i>	<i>0,78</i>	<i>0,53</i>	<i>0,00</i>	<i>(0,10)</i>
Change in provisions	0,12	0,17	0,05	0,00	0,05
OPERATING CASH FLOW	4,03	5,13	4,98	5,00	5,45
Capex	(2,9)	(3,3)	(3,5)	(3,6)	(3,7)
FREE CASH FLOW	1,12	1,79	1,47	1,45	1,75
Financial Management	(0,53)	(0,62)	(0,60)	(0,60)	(0,60)
Change in Financial debt	(1,11)	(0,88)	(0,62)	(0,50)	(0,50)
Change in equity	(0,02)	(0,32)	(0,15)	(0,00)	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	(0,54)	(0,03)	0,10	0,35	0,65

Source: Convergenze Historical Data and Integrae SIM estimates

Company Overview

Convergenze SpA (Società Benefit e B-Corp) è un operatore multi-utility integrato, attivo a livello nazionale nei settori delle telecomunicazioni e dell'energia 100% green, con un forte orientamento alla sostenibilità e all'innovazione digitale. Fondata nel 2005 a Capaccio Paestum (SA), la Società ha avviato un percorso di crescita che l'ha portata a sviluppare una propria rete in fibra ottica FTTH di oltre 11.100 km, e a offrire servizi TLC completi (voce, dati, cloud, hosting, connettività fissa e mobile), anche tramite accordi di accesso wholesale con operatori nazionali. Nel settore dell'energia, Convergenze opera come fornitore di energia elettrica e gas naturale da fonti rinnovabili, affiancando all'attività commerciale una rete proprietaria e brevettata di colonnine di ricarica per veicoli elettrici (EVO). Dal 2025 è anche operatore MVNO su rete Fastweb-Vodafone, con un'offerta mobile in 5G e VoLTE rivolta a clienti privati e business. La recente attivazione della Business Unit Media & Content Delivery Network ha permesso infine di estendere ulteriormente la gamma di servizi, con soluzioni convergenti di servizi TLC + contenuti digitali.

FY24A Results

TABLE 2 - ACTUAL VS ESTIMATES FY24A

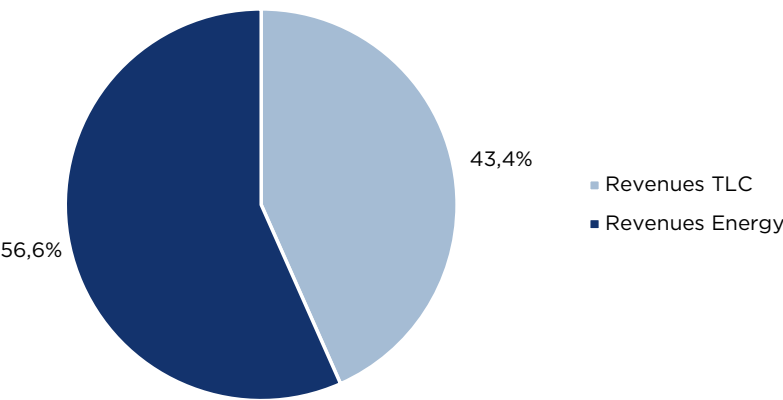
€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY24A	26,61	5,19	19,5%	2,46	1,25	4,72
FY24E	25,50	3,95	15,5%	1,80	0,90	4,89
Change	4,3%	31,5%	4,0%	36,8%	39,2%	n/a

Source: Integrae SIM

Si chiude un anno estremamente positivo per Convergenze, che comunica una crescita dei ricavi e un miglioramento della redditività operativa in entrambe le Business Units TLC ed Energia: nel 2024, il valore della produzione ha raggiunto € 26,61 mln, in aumento del 16,6% rispetto ai € 22,82 mln registrati nel 2023 e in miglioramento anche rispetto al nostro target di € 25,50 mln. Nel dettaglio:

- la BU TLC ha generato ricavi per € 11,45 mln, segnando un incremento del 9,2% rispetto ai € 10,48 mln del FY23A;
- la BU Energia ha contribuito per € 14,95 mln, +22,9% rispetto ai € 12,17 mln del 2023.

CHART 1 - REVENUES BREAKDOWN BY BUSINESS UNIT FY24A



Source: Integrae SIM

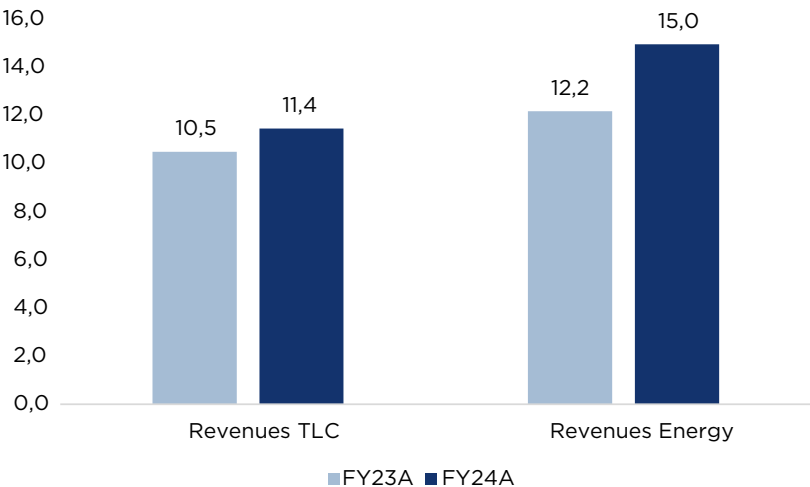
La crescita del volume d'affari nel mercato delle telecomunicazioni (BU TLC) conferma la solidità della leadership nel territorio di riferimento - il Cilento e il Sud Italia - e riflette al contempo anche una crescente capacità di penetrazione su scala nazionale, in linea con gli obiettivi strategici di medio-lungo periodo delineati dal management. L'estensione dell'infrastruttura proprietaria FTTH, che ha raggiunto 11.100 km al 31 dicembre (vs. 9.200 km al 31/12/2023), con un CAGR 2019-2024 del 37,2%, rappresenta il pilastro su cui si fonda la crescita organica del Gruppo, soprattutto nelle aree meno presidiate dai grandi operatori.

A questo si affianca l'utilizzo di reti di terzi tramite modelli di accesso wholesale - reso possibile da accordi con operatori nazionali come Open Fiber, TIM e Fastweb - che consente di ampliare la copertura e offrire servizi (connettività ultra-broadband) a livello nazionale, mantenendo il controllo diretto sul rapporto con il cliente anche in aree in cui non è ancora economicamente conveniente costruire direttamente. L'anno ha visto inoltre il completamento della fusione con Positivo Srl, che ha rafforzato la base clienti e la presenza commerciale in Campania, Basilicata e Calabria; l'operazione ha favorito l'aumento importante dei servizi contrattualizzati, passati da circa 52.700 del FY23A ai 56.200 a fine esercizio, spinti dall'effetto rete ma anche dall'efficace strategia di cross-selling con le altre linee di business del Gruppo.

Infine, importante rimarcare l'ingresso di Convergenze nel mercato della telefonia mobile annunciato ufficialmente nel febbraio 2025, in quanto rappresenta una tappa significativa nel percorso di diversificazione e integrazione dell'offerta TLC. La Società opererà come Mobile Virtual Network Operator (MVNO) grazie alla partnership siglata con Vianova SpA e sfruttando l'infrastruttura Fastweb + Vodafone; l'offerta prevede piani ricaricabili per clienti privati e business, con servizi in 5G e VoLTE (Voice over LTE) e la possibilità di attivare SIM fisiche ma anche eSIM, in linea con l'attenzione alla sostenibilità ambientale.

In netto miglioramento anche la BU Energia, che conferma i segnali di turnaround già emersi nel 2023 e nel primo semestre 2024. La crescita dei ricavi è trainata sia dall'incremento dei volumi venduti (43,9 mln kWh erogati vs circa 40,0 nel FY23A) sia dal progressivo rafforzamento della struttura commerciale, che ha portato un aumento della base clienti (10.400 POD vs 9.300 al FY23A) e una minore dipendenza dall'evoluzione dei prezzi energetici, dopo l'elevatissima volatilità nel periodo 2022-2023. Anche la rete brevettata di colonnine EVO ha visto l'installazione di nuove stazioni nel territorio di riferimento, e conta al 31 dicembre 33 colonnine attive oltre a 9 in realizzazione. Sebbene il contributo economico di questa linea resti ancora limitato, rappresenta un importante elemento distintivo e valoriale, coerente con l'identità del Gruppo.

CHART 2 - REVENUES BREAKDOWN BY BU FY23A VS FY24A (€/MLN)



Source: Integrae SIM

Con il ritorno della BU Energia alla redditività positiva, e il riscontro positivo dei massicci investimenti sostenuti per rafforzare la BU TLC, risulta in miglioramento anche la marginalità di periodo, con un EBITDA adjusted che supera i € 5,03 mln segnando +57,8% rispetto al valore registrato nel 2023, pari a € 3,19 mln. L'EBITDA adj. margin raggiunge quindi il valore record del 18,9%, superando ampiamente il dato equivalente nel 2023 (14,0%). In particolare:

- l'EBITDA adjusted della BU TLC si è attestato a € 3,60 mln (+22,3% vs. € 2,95 mln nel FY23A) con un'incidenza sui ricavi per la prima volta superiore al 30,0%, in confronto agli ultimi 3 anni che hanno visto un risultato medio del 28,0% circa. Il dato beneficia come anticipato delle economie di scala sulla rete proprietaria e sull'aumento dei servizi attivi, oltre ad efficienze operative derivanti dalla fusione con Positivo Srl;
- l'EBITDA adjusted della BU Energia raggiunge € 1,42 mln, quasi quintuplicando il dato del 2023 pari a € 0,24 mln e con una marginalità record del 9,5% (2,0% nel 2023). La principale leva a favorire il recupero di marginalità è la fine del blocco delle modifiche unilaterali contrattuali, che ha consentito di adeguare i listini in funzione del costo della materia prima comunque nettamente in calo rispetto al periodo di "caro energia". La crescita dei volumi e il cross-selling con la BU TLC hanno accelerato questo miglioramento, che dovrebbe confermarsi anche nei prossimi anni.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 2,73 mln, che comprendono una svalutazione di crediti del bilancio di Positivo Srl per € 0,47 mln, è pari a € 2,46 mln, +107,8% rispetto a € 1,19 mln del 2023. Anche il Net Income più che raddoppia il risultato dell'anno precedente, attestandosi a € 1,25 mln.

Nel 2024, Convergenze ha anche rafforzato la struttura patrimoniale, solo parzialmente ridotta da due operazioni sul capitale quali la distribuzione del primo dividendo della storia della Società (€ 0,02 per azione, per € 0,15 mln totali) e il programma di buyback avviato a gennaio 2024, con l'acquisto di 125.500 azioni proprie per un controvalore di circa € 0,21 mln. Visti i risultati, il management ha proposto la rinnovata distribuzione di un dividendo lordo pari a € 0,02 per azione escludendo le azioni proprie in portafoglio; non escludiamo, viste le prospettive, che questa politica possa diventare una prassi, destinata a valorizzare il percorso di consolidamento ed attrarre investitori orientati alla rendita. Sul fronte finanziario, segnaliamo il miglioramento della NFP che passa da € 5,57 mln a € 4,72 mln in ragione dei flussi di cassa operativi generati durante l'anno che hanno più che coperto gli investimenti sostenuti nel periodo.

L'anno ha visto l'avvio operativo della controllata albanese Convergenze Sh.p.k., attiva nel segmento wholesale, e il lancio e rafforzamento della BU Media & Content Delivery Network, che ha iniziato la distribuzione di set-top-box in collaborazione con Agile Content, segnando l'ingresso anche nel segmento entertainment e contribuendo alla costruzione di un'offerta integrata. Nei primi mesi del 2025, la Società ha infine ottenuto la certificazione B-Corp, a coronamento di un percorso avviato con l'adozione dello status di Società Benefit che attesta l'impegno concreto verso criteri ambientali, sociali e di governance.

FY25E - FY27E Estimates

TABLE 3 - ESTIMATES UPDATES FY25E-27E

€/mln	FY25E	FY26E	FY27E
VoP			
New	28,2	31,3	34,5
Old	28,0	31,1	n/a
Change	0,7%	0,6%	n/a
EBITDA			
New	5,4	6,1	6,9
Old	4,8	5,8	n/a
Change	12,6%	6,1%	n/a
EBITDA %			
New	19,0%	19,5%	20,0%
Old	17,0%	18,5%	n/a
Change	2,0%	1,0%	n/a
EBIT			
New	3,2	3,8	4,5
Old	2,5	3,4	n/a
Change	26,0%	11,8%	n/a
Net Income			
New	1,8	2,3	2,8
Old	1,5	2,2	n/a
Change	24,1%	4,7%	n/a
NFP			
New	4,0	3,2	2,0
Old	3,3	2,3	n/a
Change	n/a	n/a	n/a

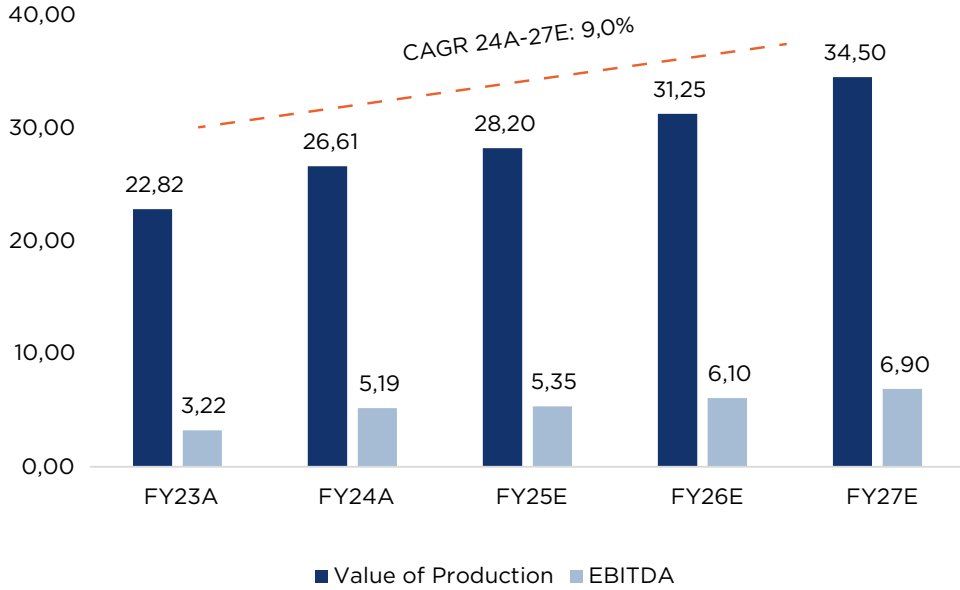
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY24A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni, allungando l'orizzonte temporale al 2027.

In particolare, manteniamo quasi invariato il valore della produzione 2025 rispetto alle stime precedenti (€ 28,20 mln, in crescita fino a € 34,50 mln nel 2027) apportando delle modifiche al mix di vendita, vista la crescita rapida dei volumi della BU Energia rispetto alla BU TLC. Inoltre, il ritorno alla marginalità positiva della BU Energia, inizialmente stimata prossima allo 0,0% per il biennio 2024-2025, impone una revisione al rialzo dell'EBITDA margin 2025 dal 17,0% al 19,0% attuale, in crescita fino al 20,0% nel 2027.

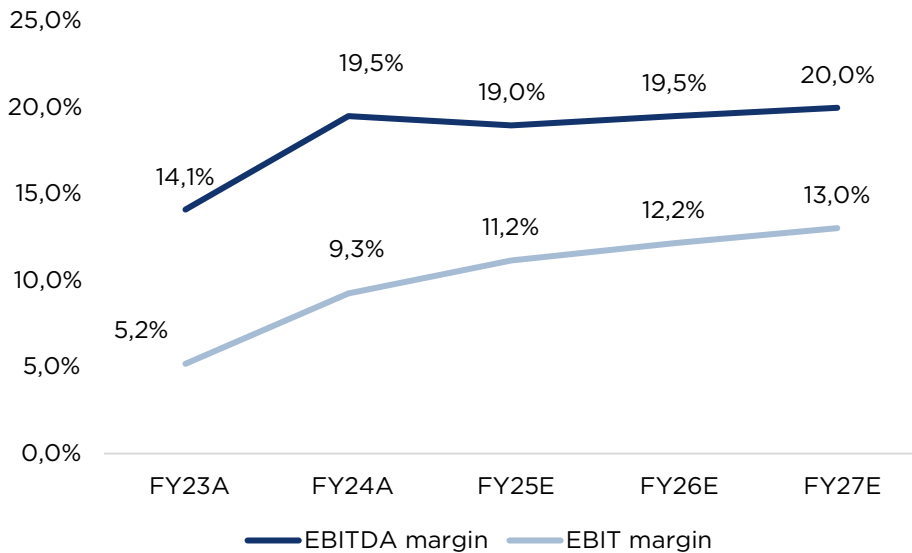
Non ci aspettiamo variazioni nella politica di investimento in fibra ottica proprietaria, stimata per circa € 3,50 mln all'anno, mentre per ora consideriamo come non ricorrente la politica di distribuzione di dividendi, considerando un esborso di € 0,15 mln solamente nel bilancio 2025.

CHART 3 - VOP AND EBITDA FY23A - FY27E (€/MLN)



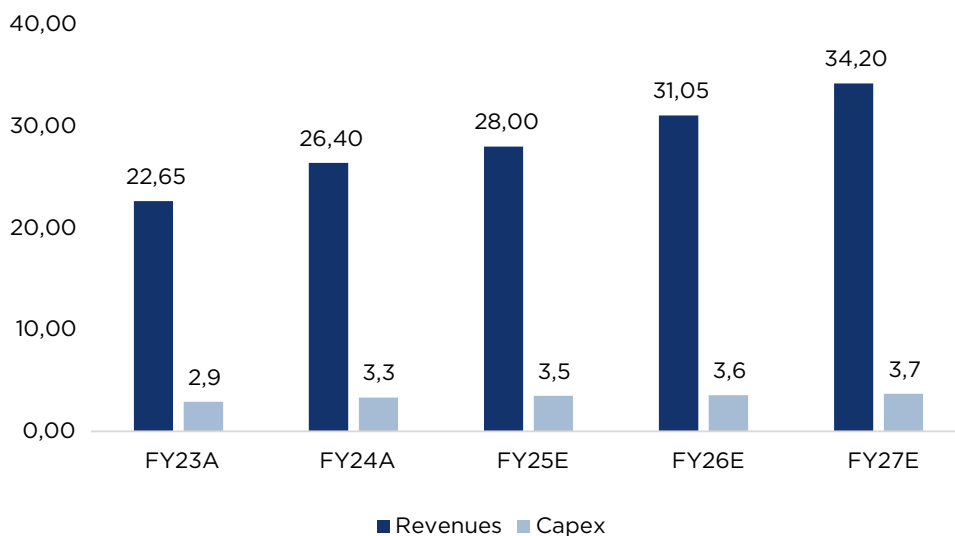
Source: Integrae SIM

CHART 4 - MARGIN % FY23A- FY27E



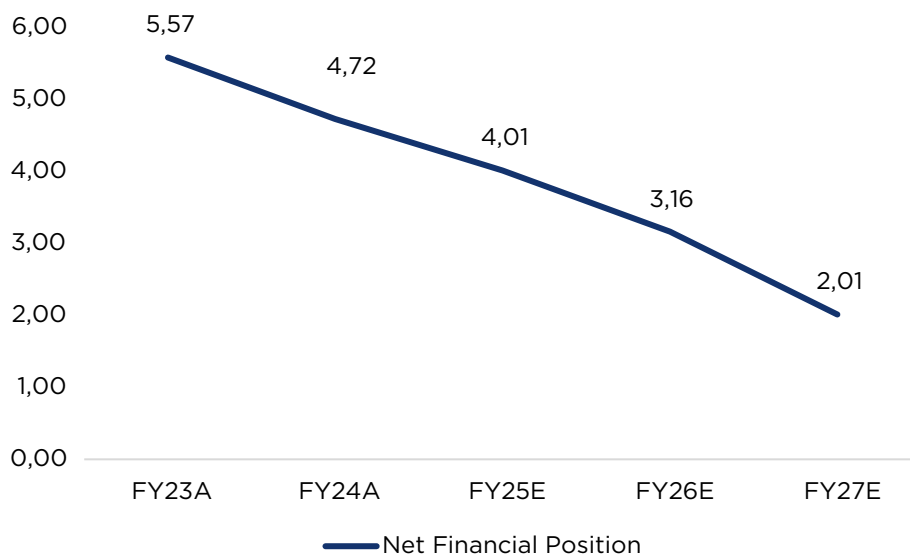
Source: Integrae SIM

CHART 5 - CAPEX FY23A - FY27E (€/MLN)



Source: Integrae SIM

CHART 6 - NFP FY23A - FY27E (€/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		7,6%	
D/E 66,67%	Risk Free Rate 2,67%	β Adjusted 0,8	α (specific risk) 2,50%
Kd 3,00%	Market premium 7,26%	β Relevered 0,8	Ke 11,24%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 7,6%.

TABLE 5 - DCF VALUATION

DCF	% of EV	
FCFE actualized	11,92	27,5%
TV actualized DCF	31,51	72,5%
Enterprise Value	43,43	100,0%
NFP (FY24A)	4,72	
Equity Value	38,71	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, risulta un **equity value di € 38,71 mln.**

TABLE 6 - EQUITY VALUE SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	WACC							
Growth Rate (g)		6,1%	6,6%	7,1%	7,6%	8,1%	8,6%	9,1%
	3,0%	74,3	63,4	55,3	49,0	43,9	39,8	36,3
	2,5%	65,0	56,6	50,1	44,9	40,6	37,1	34,1
	2,0%	57,9	51,2	45,9	41,5	37,9	34,8	32,2
	1,5%	52,4	46,9	42,4	38,7	35,6	32,9	30,6
	1,0%	48,0	43,4	39,6	36,3	33,6	31,2	29,1
	0,5%	44,4	40,4	37,1	34,3	31,8	29,7	27,9
	0,0%	41,3	37,9	35,0	32,5	30,3	28,4	26,7

Source: Integrae SIM

Market Multiples

Abbiamo elaborato la valutazione con il metodo dei multipli utilizzando due panel: il primo è formato da società operanti nel settore TLC e il secondo nel settore Energia. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il DCF method. I panel sono composti da:

TABLE 7 – MARKET MULTIPLES ENERGY

Company Name	EV/SALES		EV/EBITDA		EV/EBIT		P/E	
	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E
E.ON SE	0,8x	0,7x	7,7x	7,4x	12,1x	12,2x	12,7x	12,9x
A2A S.p.A.	0,9x	0,9x	5,6x	5,6x	10,8x	11,1x	10,2x	10,4x
Pinnacle West Capital Corp.	3,8x	3,7x	9,9x	8,8x	19,1x	17,3x	20,6x	17,9x
DTE Energy Company	3,7x	3,5x	11,3x	10,4x	19,1x	17,4x	19,1x	17,7x
BKW AG	2,0x	2,0x	8,8x	8,0x	12,0x	11,5x	14,0x	13,4x
Median	2,0x	2,0x	8,8x	8,0x	12,1x	12,2x	14,0x	13,4x

Source: Integrae SIM

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES TLC

Company Name	EV/SALES		EV/EBITDA		EV/EBIT		P/E	
	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E
Intred SpA	3,1x	2,9x	7,2x	6,4x	15,0x	12,2x	20,0x	16,7x
Elisa Oyj	3,5x	3,8x	10,5x	10,0x	15,0x	14,8x	18,0x	16,9x
Chorus Ltd	5,7x	5,5x	8,0x	7,7x	20,1x	16,8x	53,0x	41,8x
Cogent Communications Holding	4,1x	4,0x	14,5x	11,4x	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Median	3,8x	3,9x	9,3x	8,9x	15,0x	14,8x	20,0x	16,9x

Source: Integrae SIM

TABLE 9 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY25E	FY26E
Enterprise Value		
EV/EBITDA	48,34	51,41
EV/EBIT	42,65	51,24
P/E	30,60	34,13
Enterprise Value post 25,0% discount		
EV/EBITDA	36,25	38,56
EV/EBIT	31,99	38,43
P/E	22,95	25,60
Equity Value		
EV/EBITDA	32,25	35,40
EV/EBIT	27,98	35,28
P/E	18,94	22,44
Average	26,39	31,04

Source: Integrae SIM

L'equity value di Convergenze, calcolato utilizzando i market multiples EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E, risulta pari a **€ 28,7 mln.**

Equity Value

TABLE 10 – EQUITY VALUE

Equity Value (€/mln)	33,7
Equity Value DCF (€/mln)	38,7
Equity Value Multiples (€/mln)	28,7
Target Price (€)	4,50

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a circa € 33,7 mln. **Il target price è quindi di € 4,50 (prev. € 4,25). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 11 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/EBITDA	7,4x	7,2x	6,3x	5,6x
EV/EBIT	15,6x	12,2x	10,1x	8,5x
P/E	26,9x	18,7x	15,0x	12,3x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Mattia Petracca is Integrae SIM's current Head of Research. Giuseppe Riviello, Alessandro Colombo, Edoardo Luigi Pezzella and Alessia Di Florio 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
04/04/2024	1,55	Buy	4,25	Medium	Update
24/04/2024	1,50	Buy	4,25	Medium	Breaking News
03/06/2024	1,77	Buy	4,25	Medium	Breaking News
05/08/2024	1,50	Buy	4,25	Medium	Breaking News
08/10/2024	1,71	Buy	4,25	Medium	Update
04/11/2024	1,94	Buy	4,25	Medium	Breaking News
12/02/2025	1,71	Buy	4,25	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 SpA 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 Upside Potential (increase in value or return that he investment could achieve based on the current price and a future target price set by the analysts), 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 upside potential may temporarily fall outside the proposed range

Upside Potential (for different risk categories)

Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	Upside $\geq$ 7.5%	Upside $\geq$ 10%	Upside $\geq$ 15%
HOLD	-5% < Upside < 7.5%	-5% < Upside < 10%	0% < Upside < 15%
SELL	Upside $\leq$ -5%	Upside $\leq$ -5%	Upside $\leq$ 0%
U.R.	Under Review		
N.R.	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, EV/EBIT 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.