

Convergenze	Italy	FTSE AIM Italia	TLC & Energy
Rating: BUY	Target Price: € 5,85 (prev € 5,60)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	6,47%	-24,10%	N/A	N/A
to FTSE AIM Italia	-0,51%	-41,47%	N/A	N/A
to FTSE STAR Italia	0,75%	-34,39%	N/A	N/A
to FTSE All-Share	-0,61%	-34,78%	N/A	N/A
to EUROSTOXX	0,05%	-34,81%	N/A	N/A
to MSCI World Index	3,88%	-30,47%	N/A	N/A

Stock Data

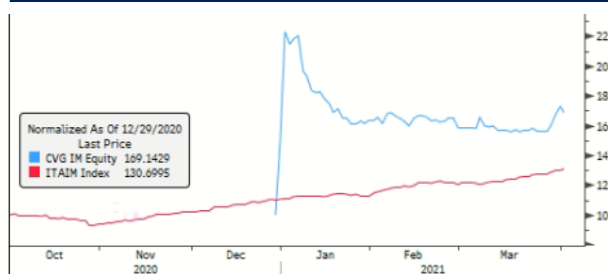
Price	€ 2,96
Target price	€ 5,85
Upside/(Downside) potential	97,6%
Bloomberg Code	CVG IM EQUITY
Market Cap (€m)	€ 20,74
EV (€m)	€ 20,68
Free Float	21,49%
Share Outstanding	7.007.200
52-week high	€ 4,80
52-week low	€ 2,63
IPO Price (30/12/20)	€ 1,75

Key Financials (€m)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Revenues TLC	7,5	8,8	9,6	10,8
Revenues Energy	8,8	11,5	13,7	16,5
EBITDA Adj.	2,3	3,4	3,4	4,1
EBIT	1,2	2,3	2,2	2,8
Net Profit	0,7	1,4	1,3	1,7
EBITDA Adj. margin	14,0%	16,2%	14,6%	14,8%
EBIT margin	7,6%	10,9%	9,4%	10,1%
Net Profit margin	4,2%	6,5%	5,6%	6,0%

Main Ratios	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
EV/EBITDA Adj. (x)	9,0	6,2	6,1	5,1
EV/EBIT (x)	16,7	9,2	9,4	7,5
P/E (x)	29,9	15,4	16,0	12,6

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it
Stocks performance relative to FTSE AIM Italia

FY20A Results

Il valore della produzione si attesta a € 16,36 mln, rispetto a un valore pari a € 16,73 mln registrato a fine 2019 e a € 16,65 mln stimati nel nostro precedente report. I ricavi generati nel corso del 2020A, sono riconducibili alla seguente scomposizione: 46% derivante dalla BU TLC e 54% derivante dalla BU Energia.

L'EBITDA Adj., pari a € 2,29 mln, registra un significativo aumento pari al 40% rispetto a € 1,63 mln dell'esercizio precedente e risulta leggermente inferiore rispetto alle nostre precedenti stime pari a € 2,55 mln.

La NFP mostra un importante miglioramento da € 0,54 mln a - € 0,06 mln, anche grazie alla raccolta da IPO.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il 2020A, confermiamo integralmente le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. Infatti, le precedenti stime risultavano piuttosto conservative, per questo, nonostante l'impatto della pandemia sui primi mesi dell'anno, crediamo che la Società sarà in grado di raggiungere i valori stimati.

Valore della produzione 2021E pari a € 20,70 mln ed un EBITDA Adj. pari a € 3,35 mln, corrispondente ad una marginalità del 16,2%. Ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 27,30 mln (CAGR 20A-23E: 18,62%) nel 2023E, con EBITDA Adj. pari a € 4,05 mln (corrispondente ad un EBITDA Adj. margin del 14,8%).

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 €49,4 mln. L'equity value di Convergenze utilizzando i market multiples risulta essere pari €32,5 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 41,0 mln. Il target price è di € 5,85 (prev. € 5,60), rating BUY e rischio MEDIUM.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Revenues TLC	6,87	7,01	7,51	8,75	9,60	10,80
Revenues Energy	6,98	9,73	8,79	11,50	13,70	16,50
Other Revenues	0,00	0,00	0,06	0,45	0,00	0,00
Value of Production	13,85	16,73	16,36	20,70	23,30	27,30
COGS	9,27	11,64	10,12	12,60	14,40	16,90
Services	1,10	1,20	1,25	1,80	2,00	2,35
Use of assets owned by others	0,08	0,09	0,11	0,15	0,20	0,25
Employees	1,86	2,03	2,34	2,60	3,10	3,50
Other Operating Expenses	0,18	0,15	0,25	0,20	0,20	0,25
EBITDA Adj.	1,34	1,63	2,29	3,35	3,40	4,05
<i>EBITDA Adj. Margin</i>	<i>9,7%</i>	<i>9,7%</i>	<i>14,0%</i>	<i>16,2%</i>	<i>14,6%</i>	<i>14,8%</i>
Extraordinary Items	0,10	0,05	0,14	0,00	0,00	0,00
EBITDA	1,25	1,58	2,15	3,35	3,40	4,05
<i>EBITDA Margin</i>	<i>9,0%</i>	<i>9,4%</i>	<i>13,1%</i>	<i>16,2%</i>	<i>14,6%</i>	<i>14,8%</i>
D&A	0,62	0,59	0,91	1,10	1,20	1,30
EBIT	0,63	0,99	1,24	2,25	2,20	2,75
<i>EBIT Margin</i>	<i>4,5%</i>	<i>5,9%</i>	<i>7,6%</i>	<i>10,9%</i>	<i>9,4%</i>	<i>10,1%</i>
Financial Management	(0,19)	(0,21)	(0,22)	(0,30)	(0,35)	(0,35)
EBT	0,44	0,77	1,02	1,95	1,85	2,40
Taxes	0,25	0,26	0,33	0,60	0,55	0,75
Net Income	0,19	0,52	0,69	1,35	1,30	1,65
BALANCE SHEET (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Fixed Assets	4,17	4,99	7,50	8,10	8,80	9,40
Account receivable	1,73	2,03	2,02	2,50	3,00	3,60
Inventories	0,10	0,10	0,14	0,15	0,20	0,25
Account payable	2,55	3,18	3,25	2,80	3,35	4,00
Operating Working Capital	(0,72)	(1,05)	(1,09)	(0,15)	(0,15)	(0,15)
Other receivable	0,81	0,31	0,58	0,75	0,90	1,10
Other payable	1,31	1,39	1,54	2,25	2,65	3,10
Net Working Capital	(1,22)	(2,13)	(2,05)	(1,65)	(1,90)	(2,15)
Severance Indemnities & Other Provisions	0,40	0,48	0,47	0,70	0,80	0,90
NET INVESTED CAPITAL	2,55	2,39	4,98	5,75	6,10	6,35
Share Capital	1,15	1,15	1,44	1,47	1,47	1,47
Reserves	-0,01	0,18	2,91	3,87	5,22	6,52
Net Income	0,19	0,52	0,69	1,35	1,30	1,65
Equity	1,33	1,85	5,04	6,69	7,99	9,64
Cash & Cash Equivalent	0,29	0,72	3,08	3,44	3,84	4,69
Short Term Debt to Bank	0,29	0,35	1,39	0,40	0,35	0,30
M/L Term Debt to Bank	1,22	0,92	1,63	2,10	1,60	1,10
Net Financial Position	1,22	0,54	(0,06)	(0,94)	(1,89)	(3,29)
SOURCES	2,55	2,39	4,98	5,75	6,10	6,35
CASH FLOW (€/mln)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	
EBIT	0,99	1,24	2,25	2,20	2,75	
Taxes	0,26	0,33	0,60	0,55	0,75	
NOPAT	0,73	0,91	1,65	1,65	2,00	
D&A	0,59	0,91	1,10	1,20	1,30	
Change in receivable	(0,30)	0,01	(0,48)	(0,50)	(0,60)	
Change in inventories	(0,00)	(0,04)	(0,01)	(0,05)	(0,05)	
Change in payable	0,63	0,07	(0,45)	0,55	0,65	
Change in others	0,58	-0,12	0,54	0,25	0,25	
<i>Change in NWC</i>	<i>0,91</i>	<i>(0,08)</i>	<i>(0,40)</i>	<i>0,25</i>	<i>0,25</i>	
Change in provisions	0,07	-0,01	0,23	0,10	0,10	
OPERATING CASH FLOW	2,30	1,74	2,58	3,20	3,65	
Capex	(1,4)	(3,4)	(1,7)	(1,9)	(1,9)	
FREE CASH FLOW	0,89	(1,68)	0,88	1,30	1,75	
Financial Management	(0,21)	(0,22)	(0,30)	(0,35)	(0,35)	
Change in Debt to Bank	(0,25)	1,76	(0,52)	(0,55)	(0,55)	
Change in Equity	0,00	2,50	0,30	0,00	0,00	
FREE CASH FLOW TO EQUITY	0,43	2,36	0,36	0,40	0,85	

Source: Convergence and Integrae SIM estimates

1.1 FY20A Results

Table 2 – Actual VS Estimates FY20A

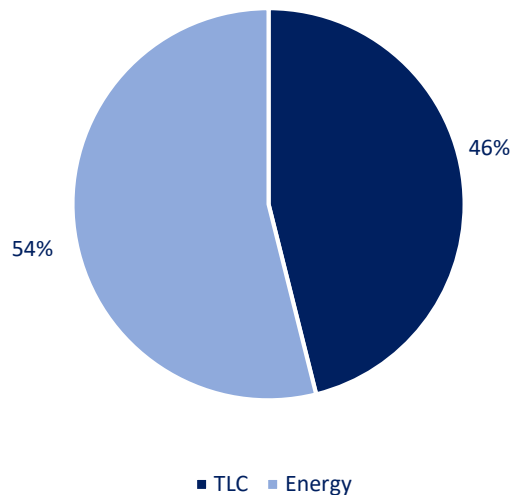
€/mln	VoP	EBITDA Adj.	EBITDA Adj. %	EBIT	Net Income	NFP
FY20A	16,36	2,29	14,0%	1,24	0,69	(0,06)
FY20E	16,65	2,55	15,3%	1,53	0,88	(0,08)
Change	-1,8%	-10,4%	-1,3%	-19,4%	-21,4%	N.A

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati annuali, dichiara: *“Siamo particolarmente soddisfatti dei risultati economici ottenuti in un periodo particolarmente complesso dal punto di vista macroeconomico ed intenso dal punto di vista societario. I risultati ottenuti nel 2020 sono stati influenzati positivamente dalla riorganizzazione commerciale, dal cogliere le opportunità di cross selling tra le due BU attive e dagli elevati investimenti realizzati per l’incremento dell’infrastruttura di rete proprietaria WiFi e FTTH.”*.

Il valore della produzione si attesta a € 16,36 mln, rispetto a un valore pari a € 16,73 mln registrato a fine 2019 e a € 16,65 mln stimati nel nostro precedente *report*. Tale riduzione è strettamente correlata alla contrazione dei ricavi derivanti dalla BU Energia (€ 8,8 mln del 2020 rispetto a € 9,7 mln del 2019), causata dalla riduzione dei consumi da parte della clientela business a seguito delle chiusure e dei rallentamenti produttivi delle attività commerciali e industriali collegate all’impatto della pandemia. In crescita i ricavi derivanti dalla BU TLC (da € 7,0 mln a € 7,5 mln) anche grazie ad una rinnovata azione commerciale e all’incremento dell’infrastruttura proprietaria WiFi e FTTH.

Chart 1 – Revenues Breakdown by BU



Source: Convergenze

I ricavi generati nel corso del 2020A sono riconducibili alla seguente scomposizione: 46% derivante dalla BU TLC e 54% derivante dalla BU Energia.

L’EBITDA Adj., pari a € 2,29 mln, registra un significativo aumento pari al 40% rispetto a € 1,63 mln dell’esercizio precedente e risulta leggermente inferiore rispetto alle nostre precedenti stime pari a € 2,55 mln. Anche l’EBITDA Adj. Margin, pari al 14,0%, aumenta rispetto al 9,7% del 2019 e mostra una leggera contrazione rispetto alle attese, pari al 15,3%. La crescita dell’EBITDA Margin è legata all’aumento della marginalità in entrambe le BU. La differenza rispetto alle stime, è principalmente da ricondurre a: diverso mix di clienti per la BU Energia

(i clienti business a causa del fermo delle attività dovuto alla pandemia hanno avuto consumi sensibilmente inferiori) e accelerazione sulle nuove assunzioni.

L'EBIT è pari a € 1,24 mln (€ 0,99 mln nel 2019) dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 0,91 mln, rispetto a € 1,53 mln attesi. Di conseguenza, anche l'EBIT Margin, pari al 7,6% mostra un incremento rispetto allo scorso anno (5,9%). L'Utile Netto si attesta a € 0,69 mln rispetto a € 0,52 mln nel 2019 e € 0,88 mln stimato.

A livello di Capex, la Società ha investito principalmente per: l'implementazione dell'infrastruttura proprietaria FTTH nel Comune di Trentinara (SA), i lavori di espansione dell'infrastruttura nel Comune di Capaccio Paestum (SA), di Albanella (SA) e Castel San Lorenzo (SA), la progettazione per la posa della fibra nella zona industriale del Comune di Ogliastro Cilento, l'ammodernamento e potenziamento dell'infrastruttura WiFi Ultrabroadband e l'implementazione del *data center* proprietario.

La NFP mostra un importante miglioramento da € 0,54 mln a - € 0,06 mln, anche grazie alla raccolta da IPO. Inoltre, si sottolinea l'esercizio dell'opzione di *greenhoe*, avvenuta dopo la chiusura dell'esercizio, con ulteriore raccolta pari a € 0,299 mln circa.

1.2 Eventi Significativi

In seguito alla nostra ultima pubblicazione, la Società ha comunicato:

- In data 12/01/21, l'apertura della nuova divisione Wholesale, inserita nell'ambito della propria BU TLC, con l'obiettivo di: consolidare e ampliare l'operatività dell'area vendite della BU TLC in ambito business, incrementare la capacità tecnica e avviare la specializzazione verso i servizi offerti in modalità Wholesale;
- In data 19/01/21, l'implementazione della soluzione Amazon Pay per consentire ai propri clienti di completare in pochi passaggi l'acquisto di tutti i servizi Convergenze di interesse, sia in ambito Telecomunicazioni sia in ambito Energia;
- In data 25/01/21, l'apertura di due nuovi siti *e-commerce*, per la vendita di servizi, rispettivamente dedicati: alla vendita di internet ultraveloce in fibra ottica FTTH (ConFIBRA) e alla fornitura di gas naturale (ConGAS).

1.3 FY21E – FY23E Estimates

Table 3 – Estimates Updates FY21E-23E

€/mln	FY21E	FY23E	FY24E
VoP			
New	20,7	23,3	27,3
Old	20,7	23,3	27,3
Change	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA Adj.			
New	3,4	3,4	4,1
Old	3,4	3,4	4,1
Change	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA Adj. %			
New	16,2%	14,6%	14,8%
Old	16,2%	14,6%	14,8%
Change	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			
New	2,3	2,2	2,8
Old	2,3	2,2	2,8
Change	0,0%	0,0%	0,0%
Net Income			
New	1,4	1,3	1,7
Old	1,4	1,3	1,7
Change	0,0%	0,0%	0,0%
NFP			
New	(0,9)	(1,9)	(3,3)
Old	(1,1)	(2,1)	(3,5)
Change	N.A	N.A	N.A

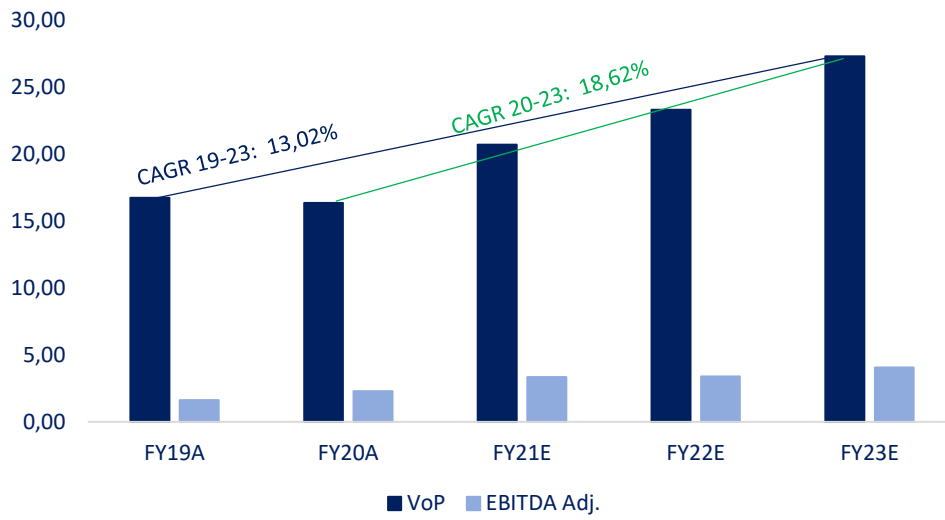
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il 2020A, confermiamo integralmente le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. Infatti, le precedenti stime risultavano piuttosto conservative, per questo, nonostante l'impatto della pandemia sui primi mesi dell'anno, crediamo che la Società sarà in grado di raggiungere i valori stimati.

In particolare, confermiamo valore della produzione 2021E pari a € 20,70 mln ed un EBITDA Adj. pari a € 3,35 mln, corrispondente ad una marginalità del 16,2%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 27,30 mln (CAGR 20A-23E: 18,62%) nel 2023E, con EBITDA Adj. pari a € 4,05 mln (corrispondente ad un EBITDA Adj. margin del 14,8%), in crescita rispetto a € 2,29 mln del 2020A (corrispondente ad un EBITDA Adj. margin dell 14,0%).

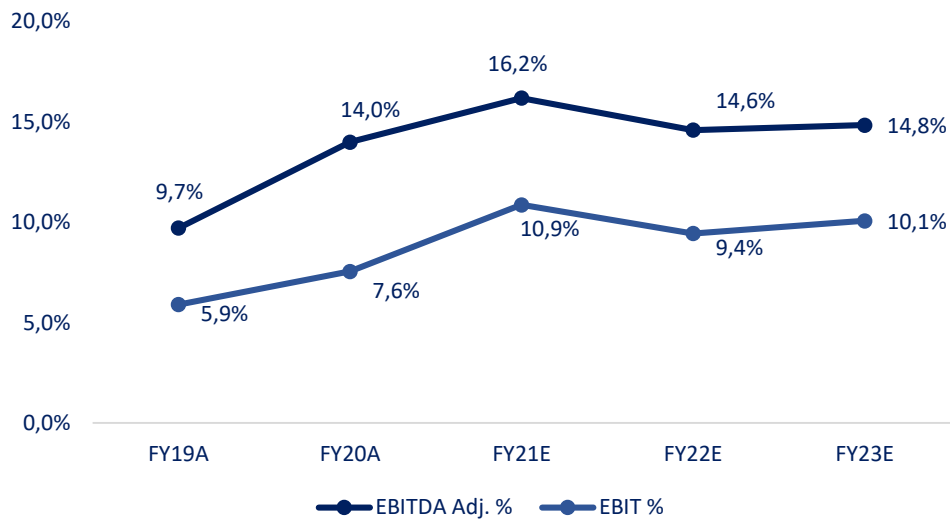
A livello patrimoniale, crediamo che la Società sarà in grado di migliorare la propria NFP grazie ai flussi di cassa generati dalla gestione caratteristica.

Chart 2 – VoP and EBITDA FY19A-23E



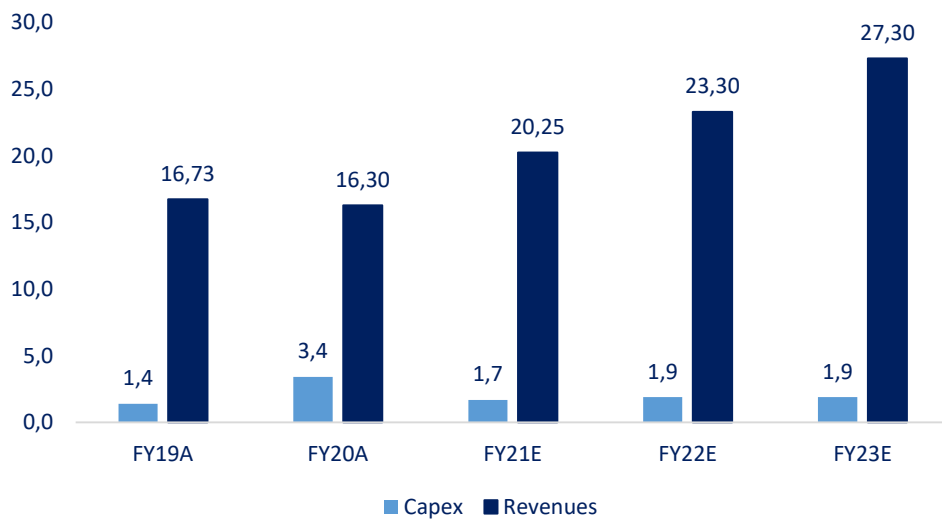
Source: Integrae SIM

Chart 3 – Margin FY19A-23E



Source: Integrae SIM

Chart 4 – Capex FY19A-23E



Source: Integrae SIM

Chart 5 – NFP FY19A-23E



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		5,20%
Risk Free Rate	-0,13% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,85% Beta Adjusted	0,6
D/E (average)	42,86% Beta Relevered	0,8
Ke	6,81% Kd	2,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 5,20%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		49,4
FCFO actualized	5,3	11%
TV actualized DCF	44,1	89%
Enterprise Value	49,4	100%
NFP (FY20A)	(0,1)	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di € 49,4 mln.

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		3,7%	4,2%	4,7%	5,2%	5,7%	6,2%	6,7%
Growth Rate (g)	2,5%	167,9	118,1	91,0	73,9	62,1	53,6	47,0
	2,0%	120,2	92,6	75,2	63,2	54,5	47,8	42,6
	1,5%	94,2	76,5	64,3	55,4	48,6	43,3	39,0
	1,0%	77,8	65,4	56,3	49,4	44,0	39,6	36,0
	0,5%	66,5	57,3	50,3	44,8	40,3	36,6	33,5
	0,0%	58,3	51,1	45,5	41,0	37,2	34,1	31,4
	-0,5%	52,0	46,3	41,7	37,8	34,7	31,9	29,6

Source: Integrae SIM

2.2 Market multiples

I nostri *panel* sono formati da società operanti nello stesso settore di Convergenze, ma molte hanno capitalizzazione maggiore. 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)		
	FY21E	FY22E	FY23E	FY21E	FY22E	FY23E
Intred SpA	14,8	12,4	10,6	23,5	18,9	15,8
Unidata SpA	9,0	7,7	N/A	25,3	17,1	N/A
Cincinnati Bell Inc.	6,9	6,9	6,6	19,4	17,8	18,4
Retelit S.p.A.	8,1	7,4	6,8	18,8	15,2	13,2
Elisa Oyj	13,3	12,9	12,6	21,7	20,8	20,0
Chorus Limited	11,1	11,0	N/A	31,5	30,2	N/A
Cogent Communications Holdings	17,6	16,3	15,0	34,7	29,8	25,3
Peer median	11,1	11,0	10,6	23,5	18,9	18,4

Source: Infinancials

Table 7.2 – Market Multiples Energy

Company Name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)		
	FY21E	FY22E	FY23E	FY21E	FY22E	FY23E
E.ON SE	8,1	7,5	7,6	14,9	12,4	12,0
A2A S.p.A.	7,4	6,6	6,1	15,8	14,1	13,6
AusNet Services Limited	13,5	13,2	N/A	23,0	22,3	N/A
Pinnacle West Capital Corp.	10,2	9,5	8,9	17,6	16,6	14,8
DTE Energy Company	11,5	10,9	10,7	19,1	17,9	17,6
BKW AG	9,2	8,7	8,1	13,7	12,6	11,6
Peer median	9,7	9,1	8,1	16,7	15,4	13,6

Source: Infinancials

Table 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	2021E	2022E	2023E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	36,0	35,8	40,3
EV/EBIT	49,0	39,7	47,2
Equity Value			
EV/EBITDA	37,0	37,7	43,6
EV/EBIT	50,0	41,5	50,5
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	27,7	28,3	32,7
EV/EBIT	37,5	31,2	37,9
Average	32,6	29,7	35,3

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 €43,4 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. Pertanto, ne risulta un ***equity value* di € 32,5 mln.**

2.3 Equity Value

Table 9 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	41,0
Equity Value DCF (€/mln)	49,4
Equity Value multiples (€/mln)	32,5
Target Price (€)	5,85

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a € 41,0 mln. Il **target price** è quindi di € 5,85 (prev. €5,60). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20A	FY21E	FY22E
EV/EBITDA Adj.	17,9x	12,2x	12,0x
EV/EBIT	33,1x	18,2x	18,6x

Source: Integrae SIM

Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20A	FY21E	FY22E
EV/EBITDA Adj.	9,0x	6,2x	6,1x
EV/EBIT	16,7x	9,2x	9,4x

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 President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalists guild. Mattia Petracca and Emanuele Negri 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
08/01/2021	3,85	Buy	5,60	Medium	Initiation of coverage

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

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

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the

publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 20307/2018, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

Rating system (long term horizon: 12 months)

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the expected total return (ETR – absolute performance in the 12 months following the publication of the analysis, including the ordinary dividend paid by the company), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the expected total return may temporarily fall outside the proposed range

Equity Total Return (ETR) for different risk categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR >= 7.5%	ETR >= 10%	ETR >= 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR <= -5%	ETR <= -5%	ETR <= 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that 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:

- Integrae SIM S.p.A. It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Nominated Adviser of the Convergence SpA;
- Integrae SIM S.p.A. It pays, or has paid in the past 12 months inside of the engagement of specialist, research services in favor of Convergence SpA;
- Integrae SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Convergence SpA;
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.

At the Integrae SIM website you can find the archive the last 12 months of the conflicts of interest between Integrae SIM and issuers of financial instruments, and their group companies, and referred to in research products produced by analysts at Integrae SIM.