

Vantea Smart	Italy	FTSE AIM Italia	IT, F&B and Concierge
Rating: BUY (unch.)	Target Price: € 11,25 (Prev €7,70)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	85,29%	87,59%	N/A	N/A
to FTSE AIM Italia	81,20%	71,48%	N/A	N/A
to FTSE STAR Italia	83,95%	73,78%	N/A	N/A
to FTSE All-Share	86,66%	84,14%	N/A	N/A
to EUROSTOXX	85,54%	84,65%	N/A	N/A
to MSCI World Index	83,79%	81,69%	N/A	N/A

Stock Data

Price	€ 7,56
Target price	€ 11,25
Upside/(Downside) potential	48,8%
Bloomberg Code	VNT IM Equity
Market Cap (€m)	€ 90,72
EV (€m)	€ 91,05
Free Float	19,17%
Share Outstanding	12.000.000
52-week high	8,30 €
52-week low	2,20 €
Average daily volumes (3m)	70.000

Key Financials (€m)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Revenues	17,2	35,6	58,3	87,3
VoP	17,2	35,7	58,5	87,3
EBITDA	1,8	4,3	11,2	20,6
EBIT	1,7	2,7	8,3	17,2
Net Profit	1,4	1,8	5,9	12,3
EBITDA margin	10,6%	11,9%	19,1%	23,6%
EBIT margin	9,8%	7,4%	14,2%	19,8%
Net Profit margin	8,0%	4,9%	10,0%	14,1%

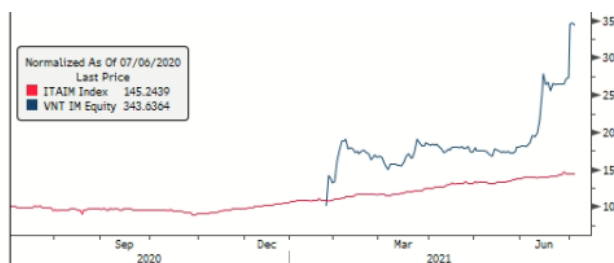
Main Ratios	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
EV/EBITDA (x)	50,1	21,4	8,2	4,4
EV/EBIT (x)	54,3	34,4	11,0	5,3
P/E (x)	66,4	51,8	15,5	7,3

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



News

In data 30/06/21, Vantea ha comunicato di aver definito l'acquisizione del 100% di ESC 2 Srl, Società leader nel campo della Digital Security, sia in ambito "enterprise" sia nel settore pubblico. L'obiettivo comunicato di questa operazione è il rafforzamento del ruolo di player di riferimento a livello nazionale nel settore della cybersecurity, grazie all'entrata nel Gruppo di professionisti e competenze tecnologiche di primo livello.

In data 07/06/21, Vantea ha comunicato di aver siglato un accordo con Sixtma SpA (Tinexta Group), partner tecnologico e digital enabler di PMI e associazioni di categoria, che promuove la digital transformation del tessuto produttivo e imprenditoriale italiano.

Estimates Update

Alla luce dell'operazione definita con ESC 2 e dell'accordo siglato con Sixtma, modifichiamo le nostre stime per l'anno in corso e per i prossimi anni. In particolare, ci aspettiamo ricavi 2021E pari a € 35,60 mln e modifichiamo le stime di EBITDA ponendole pari a € 4,25 mln, corrispondente ad una marginalità dell'11,9%. Tale differenza è data dall'effetto che avrà, nei prossimi sei mesi, l'inclusione di ESC 2 all'interno del Gruppo. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che i ricavi possano aumentare fino a € 125,80 mln (CAGR 20A-24E: 64,55%) nel 2024E, con EBITDA pari a € 32,25 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 25,6%), in crescita rispetto a € 1,82 mln del 2020A (corrispondente ad un EBITDA margin del 10,6%).

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Vantea 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 €153,2mln. L'equity value di Vantea utilizzando i market multiples risulta essere pari €116,7 mln (inclusendo un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 135,0 mln. Il target price è di € 11,25, rating BUY e rischio MEDIUM.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

INCOME STATEMENT (€/mIn)	FY19A*	FY20A*	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
Revenues	7,87	17,16	35,60	58,30	87,30	125,80
Other Revenues	0,00	0,00	0,10	0,15	0,00	0,00
Value of Production	7,87	17,16	35,70	58,45	87,30	125,80
COGS	5,69	13,68	28,75	43,85	62,20	88,40
Services	0,73	1,02	1,10	1,40	1,80	2,10
Use of assets owned by others	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Employees	0,40	0,64	1,55	2,00	2,60	3,00
Other Operating Expenses	0,03	0,00	0,05	0,05	0,05	0,05
EBITDA	1,02	1,82	4,25	11,15	20,65	32,25
<i>EBITDA Margin</i>	<i>12,9%</i>	<i>10,6%</i>	<i>11,9%</i>	<i>19,1%</i>	<i>23,6%</i>	<i>25,6%</i>
D&A	0,05	0,14	1,60	2,90	3,40	4,15
EBIT	0,97	1,68	2,65	8,25	17,25	28,10
<i>EBIT Margin</i>	<i>12,3%</i>	<i>9,8%</i>	<i>7,4%</i>	<i>14,2%</i>	<i>19,8%</i>	<i>22,3%</i>
Financial Management/Extraordinary Items	0,67	0,25	(0,10)	0,00	0,05	0,10
EBT	1,63	1,93	2,55	8,25	17,30	28,20
Taxes	0,37	0,56	0,80	2,40	4,95	8,20
Net Income	1,27	1,37	1,75	5,85	12,35	20,00

BALANCE SHEET (€/mIn)	FY19A*	FY20A*	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
Fixed Assets	1,51	3,17	7,85	9,90	11,50	13,30
Account receivable	4,79	5,82	9,20	13,00	17,85	24,55
Inventories	0,06	0,27	0,35	0,45	0,65	1,00
Account payable	1,84	4,30	5,10	7,60	11,00	16,40
Operating Working Capital	3,01	1,79	4,45	5,85	7,50	9,15
Other receivable	0,49	1,90	0,10	0,15	0,20	0,25
Other payable	1,52	1,05	1,00	2,90	4,35	5,10
Net Working Capital	1,98	2,64	3,55	3,10	3,35	4,30
Severance Indemnities & Other Provisions	0,31	0,31	1,00	1,60	2,40	3,40
NET INVESTED CAPITAL	3,19	5,50	10,40	11,40	12,45	14,20
Share Capital	1,54	2,00	2,55	2,55	2,55	2,55
Reserves	0,99	1,80	7,25	9,00	14,85	27,20
Net Income	1,27	1,37	1,75	5,85	12,35	20,00
Equity	3,80	5,17	11,55	17,41	29,75	49,75
Cash & Cash Equivalent	1,66	0,75	2,25	6,71	17,60	35,60
Short Term Debt to Bank	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
M/L Term Debt to Bank	1,06	1,09	1,10	0,70	0,30	0,05
Net Financial Position	(0,61)	0,33	(1,15)	(6,01)	(17,30)	(35,55)
SOURCES	3,19	5,50	10,40	11,40	12,45	14,20

CASH FLOW (€/mIn)	FY20A*	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
EBIT	1,68	2,65	8,25	17,25	28,10
Taxes	0,56	0,80	2,40	4,95	8,20
NOPAT	1,12	1,85	5,85	12,30	19,90
D&A	0,14	1,60	2,90	3,40	4,15
Change in receivable	(1,03)	(3,38)	(3,80)	(4,85)	(6,70)
Change in inventories	(0,21)	(0,08)	(0,10)	(0,20)	(0,35)
Change in payable	2,45	0,81	2,50	3,40	5,40
Change in others	(1,87)	1,74	1,85	1,40	0,70
<i>Change in NWC</i>	<i>(0,65)</i>	<i>(0,91)</i>	<i>0,45</i>	<i>(0,25)</i>	<i>(0,95)</i>
Change in provisions	0,00	0,69	0,60	0,80	1,00
OPERATING CASH FLOW	0,60	3,23	9,80	16,25	24,10
Capex	(1,8)	(6,3)	(5,0)	(5,0)	(6,0)
FREE CASH FLOW	(1,20)	(3,05)	4,85	11,25	18,15
Financial Management	0,25	(0,10)	0,00	0,05	0,10
Change in Debt to Bank	0,03	0,01	(0,40)	(0,40)	(0,25)
Change in Equity	0,00	4,64	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	(0,91)	1,50	4,45	10,90	18,00

*Consolidati Pro-Forma

Source: Vantea and Integræ SIM estimates

1.1 Acquisizione ESC 2 Srl

Table 2 – Implied Multiples

Multiples	2020A
EV/Sales	0,9x
EV/EBITDA	6,3x

Source: Vantea

In data 30/06/21, Vantea ha comunicato di aver definito l’acquisizione del 100% di ESC 2 Srl, Società leader nel campo della Digital Security, sia in ambito “enterprise” sia nel settore pubblico. L’obiettivo comunicato di questa operazione è il rafforzamento del ruolo di *player* di riferimento a livello nazionale nel settore della *cybersecurity*, grazie all’entrata nel Gruppo di professionisti e competenze tecnologiche di primo livello.

ESC 2 è riconosciuta come leader nel mercato di riferimento, che comprende le attività di *security consulting*, *security engineering* e *security strategies*. In questi ambiti, la Società opera in tutto il territorio europeo, servendo principalmente clienti appartenenti ai seguenti settori: Banking, Energy, Insurance e Telco. La Società, nel proprio portafoglio prodotti, comprende Infosync, una piattaforma GRC (Governance, Risk & Compliance) innovativa che ha lo scopo di guidare le fasi di valutazione e mitigazione del rischio IT e che, nel 2018, è stata inclusa nel report di Gartner sulle Critical Capabilities ITRM.

ESC 2 nel 2020 ha registrato: ricavi pari a € 5,0 mln, EBITDA pari a € 0,73 mln e NFP pari a € 2,3 mln.

L’operazione è stata definita ad un valore pari a € 2,3 mln, di cui: € 1,9 mln corrisposti in denaro e € 0,4 mln corrisposti in azioni Vantea (ad un valore pari a € 10,00 per azione). Vantea ha già in portafoglio tali azioni grazie all’operazione di *buy-back* avviata nel mese di maggio 2021.

Alla luce dei valori sopra riportati, i multipli di acquisizione risultano essere i seguenti: EV/Sales 20A pari a 0,9X e EV/EBITDA 20A pari a 6,3X.

Tramite comunicato stampa, il CEO di Vantea ha dichiarato: *“Con l’acquisizione di ESC 2 valorizziamo il nostro portafoglio prodotti, dotandolo di Infosync, tra le soluzioni di cybersecurity più innovative e funzionali, presente anche nel “Magic Quadrant” di Gartner, arricchiamo il nostro team di un gruppo di professionisti della security, a partire dall’ Ing. Claudio Ragno – membro italiano dell’ECISO (European Cyber Security Organization) – e otteniamo un collegamento tecnico e commerciale col mondo della Difesa. Con questa acquisizione, inoltre, Vantea SMART si presenta all’appuntamento con il programma di focalizzazione e di investimento del Governo italiano in ambito cybersecurity e con il recente progetto di costituzione dell’Agenzia Nazionale della Cybersecurity, con un gruppo che rappresenta una delle più grandi realtà di cyber in Italia, per dimensioni e per autorevolezza”*.

1.2 Accordo con Sixtema

In data 07/06/21, Vantea ha comunicato di aver siglato un accordo con Sixtema SpA (Tinexta Group), partner tecnologico e *digital enabler* di PMI e associazioni di categoria, che promuove la *digital transformation* del tessuto produttivo e imprenditoriale italiano. L'accordo prevede che SuiteX, la soluzione ERP di Vantea, entri a far parte dell'*offering* di Sixtema. Questo permetterà a Sixtema di offrire una soluzione digitale particolarmente adatta alle piccole imprese italiane.

Tale accordo avrà durata di 24 mesi a partire dall'01/07/21, quando la nuova versione di SuiteX verrà resa disponibile.

Tramite comunicato stampa, il CEO di Vantea ha dichiarato: *“Questo accordo ha per noi un'importante valenza strategica da un punto di vista commerciale perché ci consente di anticipare di mesi e, anche anni, il numero di 4.000 installazioni di SuiteX previste nel nostro piano al 2024 presentato in sede di IPO”*.

1.3 FY21E – FY24E Estimates

Table 3 – Estimates Updates FY21E-24E

€/mln	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
Revenues				
New	35,6	58,3	87,3	125,8
Old	32,6	51,3	79,3	116,8
Change	9,2%	13,6%	10,1%	7,7%
EBITDA				
New	4,3	11,2	20,6	32,3
Old	4,1	10,8	20,0	31,5
Change	4,9%	3,7%	3,3%	2,5%
EBITDA %				
New	11,9%	19,1%	23,6%	25,6%
Old	12,4%	21,0%	25,2%	26,9%
Change	-0,5%	-1,8%	-1,6%	-1,3%
EBIT				
New	2,7	8,3	17,2	28,1
Old	2,6	8,0	16,7	27,5
Change	1,8%	3,1%	3,0%	2,4%
Net Income				
New	1,8	5,9	12,3	20,0
Old	1,7	5,7	11,9	19,7
Change	2,8%	3,5%	3,8%	1,8%
NFP				
New	(1,2)	(6,0)	(17,3)	(35,6)
Old	(3,5)	(7,1)	(16,9)	(35,3)
Change	N.A	N.A	N.A	N.A

Source: Integrae SIM

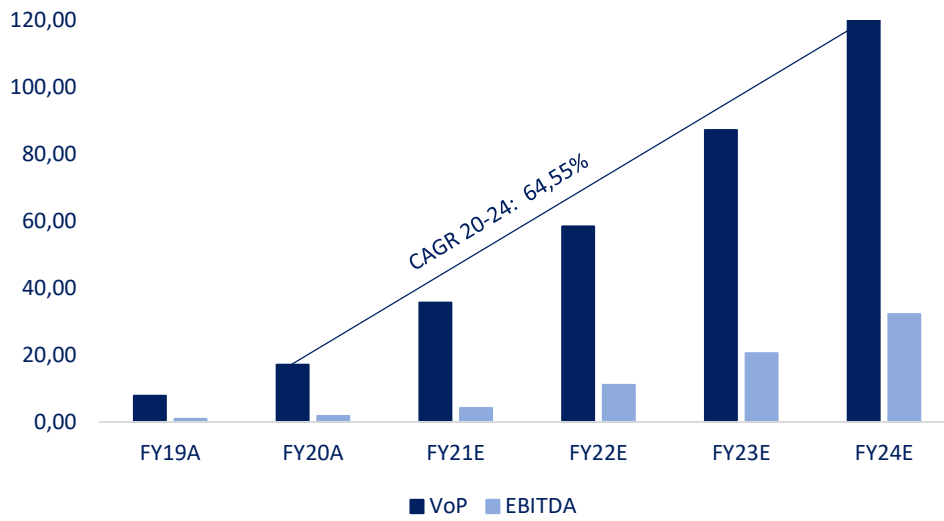
Alla luce dell'operazione definita con ESC 2 e dell'accordo siglato con Sixtema, modifichiamo le nostre stime per l'anno in corso e per i prossimi anni.

In particolare, ci aspettiamo ricavi 2021E pari a € 35,60 mln e modifichiamo le stime di EBITDA ponendole pari a € 4,25 mln, corrispondente ad una marginalità dell'11,9%. Tale differenza è data dall'effetto che avrà, nei prossimi sei mesi, l'inclusione di ESC 2 all'interno del Gruppo.

Per gli anni successivi, ci aspettiamo che i ricavi possano aumentare fino a € 125,80 mln (CAGR 20A-24E: 64,55%) nel 2024E, con EBITDA pari a € 32,25 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 25,6%), in crescita rispetto a € 1,82 mln del 2020A (corrispondente ad un EBITDA margin del 10,6%).

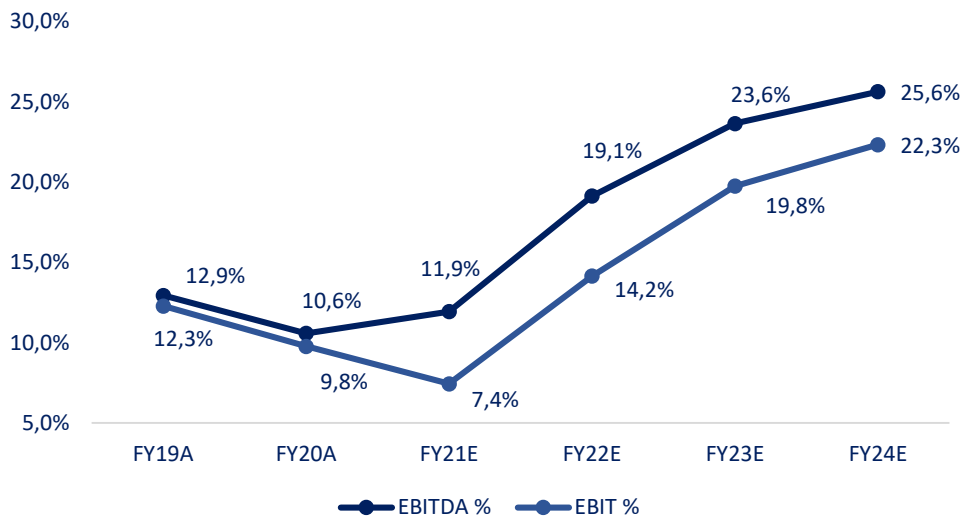
A livello patrimoniale, invece, modifichiamo le nostre precedenti stime di Equity e NFP, in ragione dell'operazione di acquisizione appena comunicata.

Chart 1 – VoP and EBITDA FY19A-24E



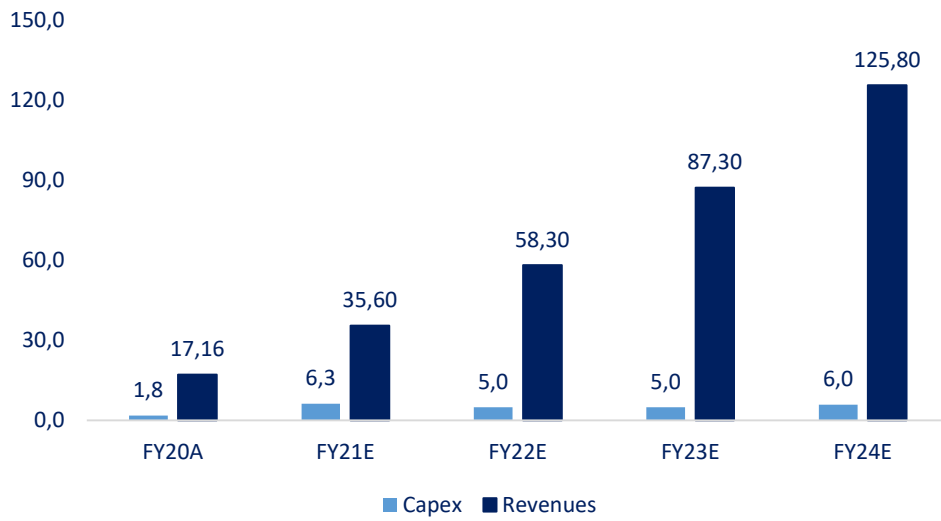
Source: Integrae SIM

Chart 2 – Margin FY19A-24E



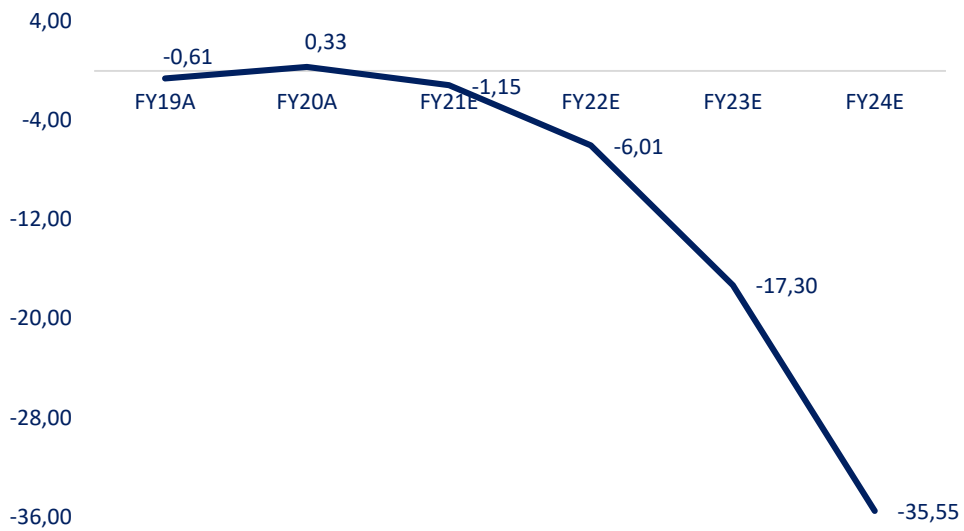
Source: Integrae SIM

Chart 3 – Capex FY20A-24E



Source: Integrae SIM

Chart 4 – NFP FY19A-24E



Source: Integrae SIM

2. Valuation

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

2.1 DCF Method

Table 4 – WACC

WACC		8,03%
Risk Free Rate	-0,04% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,85% Beta Adjusted	0,9
D/E (average)	11,11% Beta Relevered	1,0
Ke	8,81% Kd	1,50%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 8,03%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		153,2
FCFO actualized	25,2	17%
TV actualized DCF	126,8	83%
Enterprise Value	152,0	100%
NFP (FY21E)	(1,2)	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di **€153,2 mln.**

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		6,5%	7,0%	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%
Growth Rate (g)	2,5%	259,5	230,2	206,8	187,6	171,5	158,0	146,3
	2,0%	233,9	210,0	190,5	174,2	160,4	148,6	138,3
	1,5%	213,4	193,5	176,9	162,9	150,9	140,4	131,3
	1,0%	196,6	179,7	165,4	153,2	142,6	133,3	125,0
	0,5%	182,5	168,0	155,6	144,8	135,3	127,0	119,5
	0,0%	170,7	158,0	147,0	137,4	128,9	121,3	114,6
	-0,5%	160,5	149,3	139,5	130,9	123,2	116,3	110,1

Source: Integrae SIM

2.2 Market multiples

I nostri *panel* sono formati da società operanti nello stesso settore di Vantea, 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 IT

Company Name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)			P/E (x)		
	FY21E	FY22E	FY23E	FY21E	FY22E	FY23E	FY21E	FY22E	FY23E
Reply S.p.A.	20,8	18,9	17,4	25,9	22,7	20,6	38,4	33,8	30,6
Cyberoo SpA	14,0	6,1	3,3	25,8	6,9	3,7	39,4	11,4	6,2
CY4Gate SpA	17,5	11,4	9,7	25,6	17,3	13,7	38,2	25,0	20,5
Fortinet Inc.	41,1	34,9	30,4	45,5	38,7	33,1	63,9	55,9	47,7
Palo Alto Networks Inc.	35,8	30,6	24,7	47,1	38,2	30,7	62,1	51,9	42,9
Check Point Software Technology	13,8	13,2	12,4	14,1	13,5	12,7	17,2	16,1	15,4
NCC Group plc	13,2	12,1	N/A	17,5	15,9	N/A	24,9	22,1	N/A
F-Secure Oyj	16,9	14,8	13,0	26,8	22,3	19,0	40,3	33,5	26,8
SAP SE	15,7	15,3	14,3	18,3	17,6	15,9	22,4	22,9	20,9
Peer median	16,9	14,8	13,6	25,8	17,6	17,5	38,4	25,0	23,8

Source: Infancials

Table 7.2 – Market Multiples F&B

Company Name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)			P/E (x)		
	FY21E	FY22E	FY23E	FY21E	FY22E	FY23E	FY21E	FY22E	FY23E
Performance Food Group	11,8	10,4	9,5	16,6	14,3	15,3	20,1	17,0	14,2
US Food Holding Corp	12,6	9,5	8,7	19,3	15,1	11,7	24,5	15,3	13,2
Sysco Corporation	13,4	12,2	11,2	16,9	15,1	14,0	22,9	19,2	17,0
MARR SpA	16,6	12,9	12,5	20,6	16,3	16,8	42,9	21,9	21,0
Premium Brands Holdings Corp.	17,1	15,1	13,7	23,6	20,7	N/A	28,5	23,9	20,9
Metcash Limited	9,1	8,7	8,2	13,1	12,6	11,7	17,4	16,7	16,6
Peer median	13,0	11,3	10,3	18,1	15,1	14,0	23,7	18,1	16,8

Source: Infancials

Table 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	2021E	2022E	2023E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	63,4	145,5	247,6
EV/EBIT	58,1	134,9	271,3
P/E	54,3	125,9	250,8
Equity Value			
EV/EBITDA	64,6	151,5	264,9
EV/EBIT	59,3	140,9	288,6
P/E	54,3	125,9	250,8
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	48,4	113,6	198,7
EV/EBIT	44,5	105,6	216,5
P/E	40,7	94,5	188,1
Average	44,5	104,6	201,1

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di Vantea, utilizzando la media dei *market multiple* EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E dei due panel risulta essere pari a €155,7 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. Pertanto, ne risulta un *equity value* di €116,7 mln.

2.3 Equity Value

Table 9 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	135,0
Equity Value DCF (€/mln)	153,2
Equity Value multiples (€/mln)	116,7
Target Price (€)	11,25

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a €135,0 mln. Il **target price** è quindi di € 11,25 (prev. €7,70). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20A	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	74,5x	31,8x	12,1x
EV/EBIT	80,6x	51,1x	16,4x

Source: Integrae SIM

Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20A	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	50,0x	21,4x	8,1x
EV/EBIT	54,1x	34,3x	11,0x

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. INTEGRÆ SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRÆ 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 INTEGRÆ SIM SpA. INTEGRÆ 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.

INTEGRÆ SIM SpA performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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 INTEGRÆ SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
01/02/2021	2,89	Buy	7,55	Medium	Initiation of coverage
23/03/2021	3,63	Buy	7,70	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. INTEGRÆ SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRÆ 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). INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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. INTEGRÆ SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRÆ SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present

publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

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

Rating system (long term horizon: 12 months)

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

Equity Total Return (ETR) for different risk categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR >= 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) Integræ 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 Integræ SIM states that:

- Integræ 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 Vantea SpA;
- Integræ 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 Vantea SpA;
- Integræ SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Vantea SpA;
- In the IPO phase, Integræ SIM played the role of global coordinator.

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