

Vantea	Italy	FTSE AIM Italia	IT, F&B and Concierge
Rating: BUY	Target Price: € 7,70 (Prev €7,55)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-3,20%	N/A	N/A	N/A
to FTSE AIM Italia	-6,25%	N/A	N/A	N/A
to FTSE STAR Italia	-5,70%	N/A	N/A	N/A
to FTSE All-Share	-8,51%	N/A	N/A	N/A
to EUROSTOXX	-6,84%	N/A	N/A	N/A
to MSCI World Index	-3,49%	N/A	N/A	N/A

Stock Data

Price	€ 3,63
Target price	€ 7,70
Upside/(Downside) potential	112,1%
Bloomberg Code	VNT IM Equity
Market Cap (€m)	€ 43,56
EV (€m)	€ 43,89
Free Float	19,17%
Share Outstanding	12.000.000
52-week high	4,50 €
52-week low	2,20 €
IPO Price (27/01/21)	2,20 €

Key Financials (€m)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Revenues	17,2	32,6	51,3	79,3
VoP	17,2	32,7	51,5	79,3
EBITDA	1,8	4,1	10,8	20,0
EBIT	1,7	2,6	8,0	16,7
Net Profit	1,4	1,7	5,7	11,9
EBITDA margin	10,6%	12,4%	21,0%	25,2%
EBIT margin	9,8%	8,0%	15,6%	21,1%
Net Profit margin	8,0%	5,2%	11,0%	15,0%

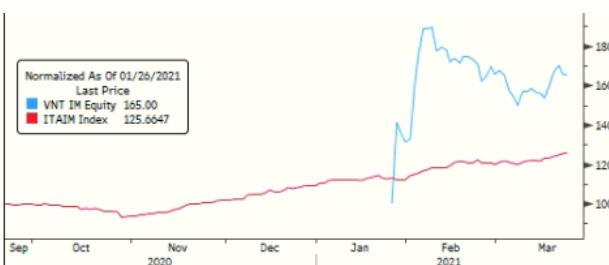
Main Ratios	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
EV/EBITDA (x)	24,2	10,8	4,1	2,2
EV/EBIT (x)	26,2	16,9	5,5	2,6
P/E (x)	31,9	25,6	7,7	3,7

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



FY20A Results

I ricavi si attestano a € 17,16 mln, rispetto a un valore pari a € 7,87 mln registrato a fine 2019 e in linea con le nostre aspettative.

Nel corso dell'anno, l'area F&B è stata la principale fonte di ricavo, con una quota pari al 64% del totale. La seconda fonte di ricavo, con una quota pari al 35%, del totale è stata la linea IT. Il restante 1% è riconducibile ad attività di Concierge.

L'EBITDA, pari a € 1,82 mln, registra un significativo aumento pari al 78% rispetto a € 1,02 mln dell'esercizio precedente e risulta in linea con le nostre attese. L'EBITDA Margin, pari al 10,6%, mostra una leggera decrescita rispetto a 12,9% osservato nel corso del 2019A, rimanendo sostanzialmente in linea con le nostre aspettative.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il 2020A, confermiamo quasi integralmente le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, confermiamo ricavi 2021E pari a € 32,6 mln e modifichiamo leggermente le stime di EBITDA pari a € 4,1 mln, corrispondente ad una marginalità dell'12,4%.

Per gli anni successivi, ci aspettiamo che i ricavi possano aumentare fino a € 116,8 mln (CAGR 20A-24E: 61,52%) nel 2024E, con EBITDA pari a € 31,45 mln (corrispondente ad una marginalità del 26,9%), 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 €109,2mln. L'equity value di Vantea utilizzando i market multiples risulta essere pari €75,6 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 92,4 mln. Il target price è di € 7,70, 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	32,60	51,30	79,30	116,80
Other Revenues	0,00	0,00	0,10	0,15	0,00	0,00
Value of Production	7,87	17,16	32,70	51,45	79,30	116,80
COGS	5,69	13,68	26,50	38,15	56,35	81,95
Services	0,73	1,02	1,05	1,25	1,50	1,80
Use of assets owned by others	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Employees	0,40	0,64	1,05	1,25	1,40	1,55
Other Operating Expenses	0,03	0,00	0,05	0,05	0,05	0,05
EBITDA	1,02	1,82	4,05	10,75	20,00	31,45
<i>EBITDA Margin</i>	<i>12,9%</i>	<i>10,6%</i>	<i>12,4%</i>	<i>21,0%</i>	<i>25,2%</i>	<i>26,9%</i>
D&A	0,05	0,14	1,45	2,75	3,25	4,00
EBIT	0,97	1,68	2,60	8,00	16,75	27,45
<i>EBIT Margin</i>	<i>12,3%</i>	<i>9,8%</i>	<i>8,0%</i>	<i>15,6%</i>	<i>21,1%</i>	<i>23,5%</i>
Financial Management/Extraordinary Items	0,67	0,25	(0,10)	0,00	0,05	0,10
EBT	1,63	1,93	2,50	8,00	16,80	27,55
Taxes	0,37	0,56	0,80	2,35	4,90	7,90
Net Income	1,27	1,37	1,70	5,65	11,90	19,65

BALANCE SHEET (€/mIn)	FY19A*	FY20A*	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
Fixed Assets	1,51	3,17	5,05	8,10	10,65	11,80
Account receivable	4,79	5,82	8,40	11,40	16,20	22,80
Inventories	0,06	0,27	0,35	0,45	0,65	1,00
Account payable	1,84	4,30	4,75	6,60	10,00	15,30
Operating Working Capital	3,01	1,79	4,00	5,25	6,85	8,50
Other receivable	0,49	1,90	0,10	0,15	0,20	0,25
Other payable	1,52	1,05	0,90	2,55	3,95	4,75
Net Working Capital	1,98	2,64	3,20	2,85	3,10	4,00
Severance Indemnities & Other Provisions	0,31	0,31	0,75	1,40	2,15	2,95
NET INVESTED CAPITAL	3,19	5,50	7,50	9,55	11,60	12,85
Share Capital	1,54	2,00	2,40	2,40	2,40	2,40
Reserves	0,99	1,80	6,88	8,58	14,23	26,13
Net Income	1,27	1,37	1,70	5,65	11,90	19,65
Equity	3,80	5,17	10,98	16,64	28,53	48,18
Cash & Cash Equivalent	1,66	0,75	4,58	7,79	17,23	35,38
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	(3,48)	(7,09)	(16,93)	(35,33)
SOURCES	3,19	5,50	7,50	9,55	11,60	12,85

CASH FLOW (€/mIn)	FY20A*	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
EBIT	1,68	2,60	8,00	16,75	27,45
Taxes	0,56	0,80	2,35	4,90	7,90
NOPAT	1,12	1,80	5,65	11,85	19,55
D&A	0,14	1,45	2,75	3,25	4,00
Change in receivable	(1,03)	(2,58)	(3,00)	(4,80)	(6,60)
Change in inventories	(0,21)	(0,08)	(0,10)	(0,20)	(0,35)
Change in payable	2,45	0,45	1,85	3,40	5,30
Change in others	(1,87)	1,64	1,60	1,35	0,75
<i>Change in NWC</i>	<i>(0,65)</i>	<i>(0,56)</i>	<i>0,35</i>	<i>(0,25)</i>	<i>(0,90)</i>
Change in provisions	0,00	0,44	0,65	0,75	0,80
OPERATING CASH FLOW	0,60	3,13	9,40	15,60	23,45
Capex	(1,8)	(3,3)	(5,8)	(5,8)	(5,2)
FREE CASH FLOW	(1,20)	(0,20)	3,60	9,80	18,30
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	4,11	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	(0,91)	3,83	3,20	9,45	18,15

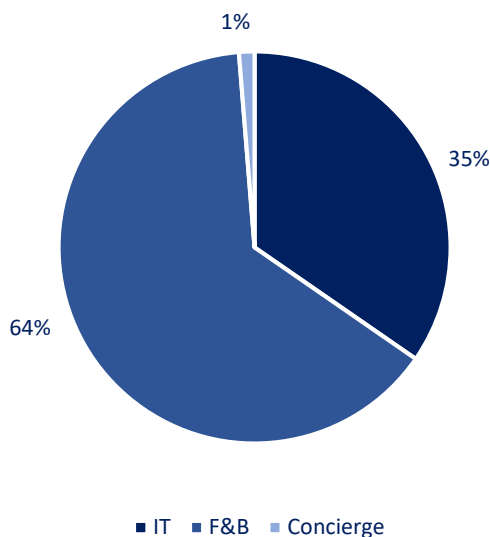
*Consolidati Pro-Forma

Source: Vantea and Integræ SIM estimates

1.1 FY20A Results

I ricavi si attestano a € 17,16 mln, rispetto a un valore pari a € 7,87 mln registrato a fine 2019 e in linea con le nostre aspettative. La crescita rispetto al 2019 è stata trainata in particolare dal settore storico di business della Società, ovvero la Cybersecurity, e dall'area Food & Beverage. L'area della Cybersecurity, infatti, al netto di partite non ricorrenti, ha visto il Valore della Produzione crescere dell'8% rispetto all'esercizio 2019. Inoltre, nell'area F&B si è registrata una crescita molto significativa da € 1,8 mln del 2019 a € 11 mln del 2020.

Chart 1 – Revenues Breakdown by Segment



Source: Vantea

Nel corso dell'anno, l'area F&B è stata la principale fonte di ricavo, con una quota pari al 64% del totale. La seconda fonte di ricavo, con una quota pari al 35% del totale è stata la linea IT. Il restante 1% è riconducibile ad attività di Concierge.

L'area Cybersecurity ha ben performato, nel corso del 2020A grazie ai rapporti pluriennali tra la Società e i clienti, per i quali Vantea si occupa di progetti di massima importanza. L'area F&B, nonostante le difficoltà del settore e di molti *competitor* a causa della diffusione della pandemia, mostra ottime performance grazie anche alla completa esternalizzazione della logistica che ha permesso di operare senza particolari ripercussioni sull'organizzazione e sui costi.

L'EBITDA, pari a € 1,82 mln, registra un significativo aumento pari al 78% rispetto a € 1,02 mln dell'esercizio precedente e risulta in linea con le nostre attese. Il nostro EBITDA, a differenza di quanto comunicato dalla Società, tiene conto di *adjustment* relativi a componenti straordinarie e non ricorrenti inserite in extraordinary items (in quanto non operative). I valori relativi a COGS, Services, Employees e Other Operating sono stati suddivisi in base a nostre stime. L'EBITDA Margin, pari al 10,6%, mostra una leggera decrescita rispetto a 12,9% osservato nel corso del 2019A, rimanendo sostanzialmente in linea con le nostre aspettative.

L'EBIT è pari a € 1,68 mln (€ 0,97 mln nel 2019) dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 0,14 mln. L'Utile Netto si attesta a € 1,37 mln rispetto a € 1,27 mln nel 2019. Sia i valori 2019A sia i valori 2020A hanno beneficiato di componenti positive non ricorrenti.

La NFP mostra aumento passando da - € 0,61 mln a € 0,33 mln. Tale variazione della NFP è strettamente collegata alla formazione di un credito fiscale per € 1,6 mln non liquidato nel corso dell'esercizio.

1.2 Eventi Significativi

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

- In data 08/02/21, di aver siglato accordi di natura pluriennale per la fornitura di prodotti alimentari con due operatori primari nazionali del settore della GDO (per oltre 1.500 punti vendita). La Società comunica che tali accordi *“possono ragionevolmente generare complessivamente un flusso settimanale di vendite per almeno € 0,40 mln”*

1.3 FY21E – FY24E Estimates

Table 2 – Estimates Updates FY21E-24E

Revenues				
New	32,6	51,3	79,3	116,8
Old	32,6	51,3	79,3	116,8
Change	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA				
New	4,1	10,8	20,0	31,5
Old	4,2	10,6	20,0	31,5
Change	-3,6%	1,4%	0,0%	0,0%
EBITDA %				
New	12,4%	21,0%	25,2%	26,9%
Old	12,9%	20,7%	25,2%	26,9%
Change	-0,5%	0,3%	0,0%	0,0%
EBIT				
New	2,6	8,0	16,7	27,5
Old	2,8	7,9	16,7	27,5
Change	-5,4%	1,9%	0,0%	0,0%
Net Income				
New	1,7	5,7	11,9	19,7
Old	1,9	5,5	11,9	19,7
Change	-8,1%	2,7%	0,0%	0,0%
NFP				
New	(3,5)	(7,1)	(16,9)	(35,3)
Old	(4,1)	(7,6)	(17,4)	(35,8)
Change	N.A	N.A	N.A	N.A

Source: Integrae SIM

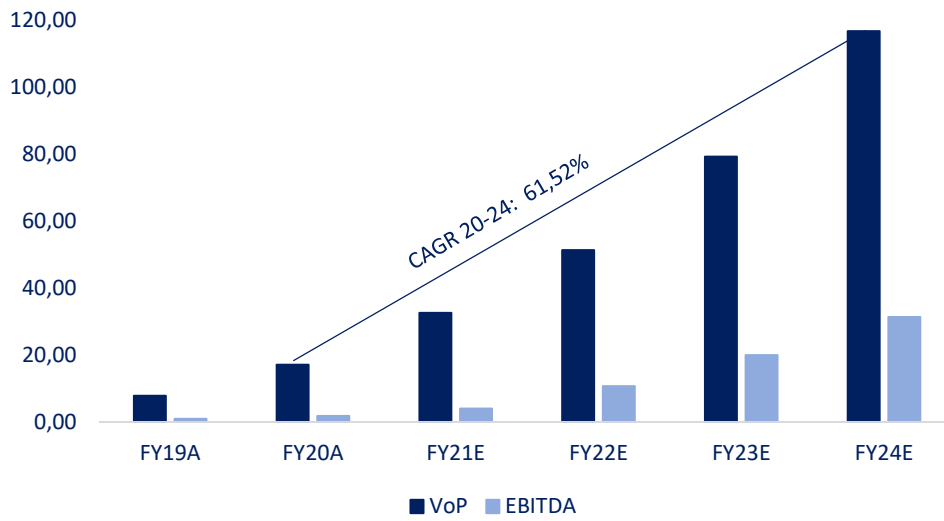
Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il 2020A, confermiamo quasi integralmente le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, confermiamo ricavi 2021E pari a € 32,6 mln e modifichiamo leggermente le stime di EBITDA pari a € 4,1 mln, corrispondente ad una marginalità dell'12,4%. Tale differenza è legata ad una diversa distribuzione, nelle nostre stime, del credito di imposta relativo alle spese di IPO. Infatti, tale credito, precedentemente inserito integralmente nella voce altri ricavi del 2021E, è stato distribuito tra 2021E e 2022E. Tale variazione ha effetto positivo sulle stime di EBITDA per il 2022E, pari a € 10,8 mln.

Per gli anni successivi, ci aspettiamo che i ricavi possano aumentare fino a € 116,8 mln (CAGR 20A-24E: 61,52%) nel 2024E, con EBITDA pari a € 31,45 mln (corrispondente ad una marginalità del 26,9%), in crescita rispetto a € 1,82 mln del 2020A (corrispondente ad un EBITDA margin del 10,6%).

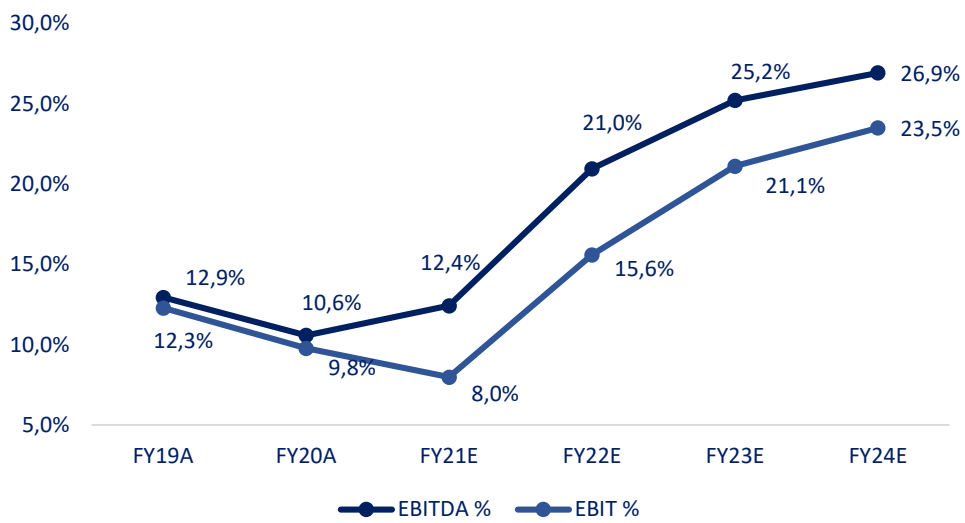
A livello patrimoniale, invece, modifichiamo le nostre precedenti stime di NFP, in ragione della distribuzione di dividendi, proposta dal Consiglio di Amministrazione, per un valore pari a € 0,24 mln circa, e della proposta di destinare una somma pari al 5% degli utili (di Vantea Smart) allo sviluppo di progetti a finalità sociale e al conseguimento della qualifica B-Corp. Le nostre stime, infatti, non consideravano gli elementi appena descritti.

Chart 2 – VoP and EBITDA FY19A-24E



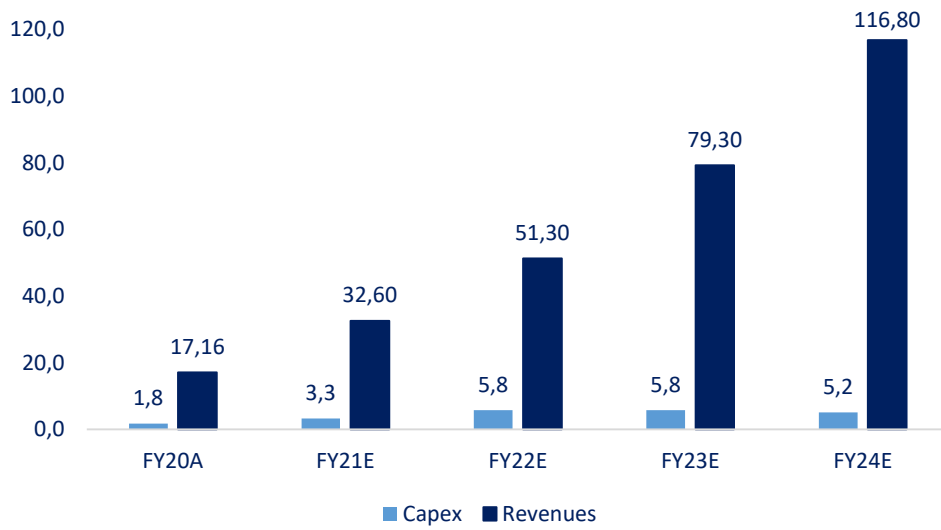
Source: Integrae SIM

Chart 3 – Margin FY19A-24E



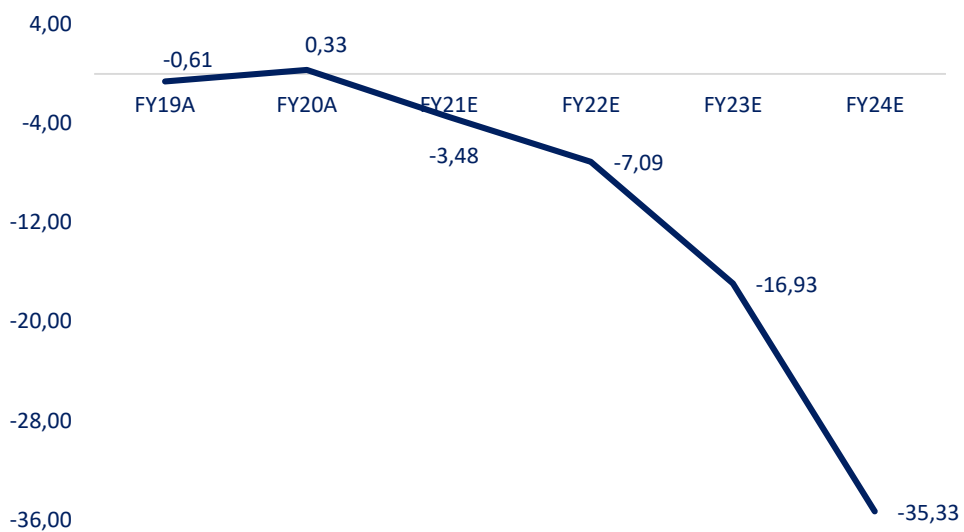
Source: Integrae SIM

Chart 4 – Capex FY20A-24E



Source: Integrae SIM

Chart 5 – 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 3 – WACC

WACC		8,41%
Risk Free Rate	-0,13% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,85% Beta Adjusted	1,0
D/E (average)	11,11% Beta Relevered	1,1
Ke	9,22% Kd	1,50%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 8,41%.

Table 4 – DCF Valuation

DCF Equity Value		109,2
FCFO actualized	25,0	24%
TV actualized DCF	80,7	76%
Enterprise Value	105,7	100%
NFP (FY21E)	(3,5)	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di €109,2 mln.

Table 5 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		6,9%	7,4%	7,9%	8,4%	8,9%	9,4%	9,9%
Growth Rate (g)	2,5%	172,3	155,3	141,3	129,7	119,9	111,5	104,2
	2,0%	157,8	143,6	131,8	121,8	113,2	105,8	99,3
	1,5%	146,0	133,9	123,8	115,0	107,5	100,9	95,1
	1,0%	136,1	125,8	116,9	109,2	102,5	96,6	91,3
	0,5%	127,8	118,8	110,9	104,1	98,1	92,7	87,9
	0,0%	120,7	112,7	105,8	99,6	94,1	89,2	84,8
	-0,5%	114,5	107,4	101,2	95,6	90,6	86,1	82,1

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 6.1 – Market Multiples IT

Company Name	EV/EBITDA (x)		EV/EBIT (x)		P/E (x)	
	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E
Reply S.p.A.	15,3	13,7	18,5	16,5	29,1	25,3
Cyberoo SpA	18,4	5,8	24,2	6,5	38,4	11,1
CY4Gate SpA	18,4	11,8	26,5	17,9	36,8	24,1
Fortinet Inc.	33,2	28,0	37,0	31,5	52,2	45,6
Palo Alto Networks Inc.	33,4	28,8	44,5	36,1	59,0	49,3
Check Point Software Technology	14,6	14,0	14,9	14,3	17,5	16,4
NCC Group plc	16,4	15,0	21,7	20,3	29,7	27,8
F-Secure Oyj	16,6	15,1	27,5	22,4	43,3	32,5
SAP SE	14,2	13,8	16,7	16,0	21,2	20,2
Peer median	16,6	14,0	24,2	17,9	36,8	25,3

Source: Infionals

Table 6.2 – Market Multiples F&B

Company Name	EV/EBITDA (x)		EV/EBIT (x)		P/E (x)	
	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E
Performance Food Group	14,1	12,8	21,7	18,4	25,9	21,5
US Food Holding Corp	13,2	10,4	20,6	15,6	27,4	17,8
Sysco Corporation	14,6	13,5	18,7	17,1	25,9	22,3
MARR SpA	13,8	12,3	19,6	16,0	26,4	21,1
Premium Brands Holdings Corp.	14,2	12,5	20,1	17,0	25,8	21,8
Metcash Limited	8,1	8,0	11,5	11,3	15,9	15,2
Peer median	13,9	12,4	19,8	16,5	25,9	21,3

Source: Infionals

Table 7 – Market Multiples Valuation

€/mln	2021E	2022E
Enterprise Value (EV)		
EV/EBITDA	61,9	141,8
EV/EBIT	57,3	137,6
P/E	53,4	131,8
Equity Value		
EV/EBITDA	65,4	148,9
EV/EBIT	60,8	144,7
P/E	53,4	131,8
Equity Value post 25% discount		
EV/EBITDA	49,1	111,6
EV/EBIT	45,6	108,5
P/E	40,0	98,8
Average	44,9	106,3

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 €100,8 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. Pertanto, ne risulta un ***equity value* di €75,6 mln.**

2.3 Equity Value

Table 8 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	92,4
Equity Value DCF (€/mln)	109,2
Equity Value multiples (€/mln)	75,6
Target Price (€)	7,70

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a €92,4 mln. Il **target price** è quindi di € 7,70 (prev. €7,55). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 9 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20A	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	51,0x	22,9x	8,6x
EV/EBIT	55,3x	35,6x	11,6x

Source: Integrae SIM

Table 10 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20A	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	24,2x	10,8x	4,1x
EV/EBIT	26,2x	16,9x	5,5x

Source: Integrae SIM

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

Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integrae SIM's current Head of Research, Vice 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
01/02/2021	2,89	Buy	7,55	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 Vantea 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 Vantea SpA;
- Integrae 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, 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.