

UPDATE

EQUITY RESEARCH

ISIM
INTEGRÆ

Vantea Smart

Euronext Growth Milan | IT, F&B and Concierge | Italy

Produzione 23/06/2023, h. 18:00

Pubblicazione 26/06/2023, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 6,00

prev. € 10,00

Risk

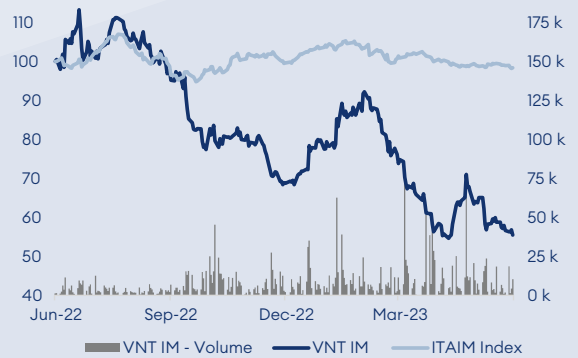


Medium

Upside potential

77,0%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 3,39
Target price	€ 6,00
Upside/(Downside) potential	77,0%
Ticker	VNT IM Equity
Market Cap (€/mln)	€ 43,69
EV (€/mln)	€ 50,83
Free Float	23,98%
Share Outstanding	12.887.734
52-week high	€ 6,88
52-week low	€ 3,23
Average daily volumes (3 months)	12.792

Key Financials (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	50,1	70,0	100,0	140,0
VoP	52,0	72,0	102,0	142,0
EBITDA Adj.	3,8	5,2	7,5	10,7
EBIT	2,2	3,4	5,6	8,7
Net Profit	1,1	2,2	3,7	6,0
EBITDA Adj. margin	7,6%	7,4%	7,5%	7,6%
EBIT margin	4,4%	4,9%	5,6%	6,2%
Net Profit margin	2,2%	3,1%	3,7%	4,3%

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it
Alessandro Elia Stringa | alessandro.stringa@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-11,95%	-24,50%	-19,00%	-42,74%
to FTSE Italia Growth	-11,19%	-21,51%	-17,29%	-40,25%
to Euronext STAR Milan	-12,89%	-22,24%	-21,07%	-43,72%
to FTSE All-Share	-14,71%	-27,78%	-32,12%	-64,77%
to EUROSTOXX	-11,99%	-27,07%	-30,44%	-63,44%
to MSCI World Index	-15,72%	-31,90%	-30,58%	-53,38%

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	13,3	9,8	6,8	4,8
EV/EBIT	23,1	15,0	9,2	5,8
P/E	39,9	20,3	11,8	7,3

FY22A Results

Il valore della produzione si attesta a € 51,95 mln, rispetto a un valore pari a € 36,32 mln registrato a fine 2021 e a € 56,40 mln stimati nel nostro precedente report. L'EBITDA Adjusted pari a € 3,83 mln, registra un incremento pari al 5,3% rispetto ai € 3,63 mln dell'esercizio precedente e risulta al di sotto delle nostre precedenti stime pari a € 6,00 mln. L'EBITDA Adjusted Margin, pari al 7,6%, risulta inferiore rispetto al dato dell'esercizio precedente (10,5%) e alle nostre stime (10,9%). L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 1,07 mln, si attesta a € 2,20 mln (€ 2,18 mln nel 2021), rispetto alle nostre precedenti stime pari a € 2,60 mln. La NFP mostra un peggioramento da € 4,15 mln (di debito) a € 7,14 mln.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY22A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 72,00 mln ed un EBITDA Adjusted pari a € 5,20 mln, corrispondente ad una marginalità del 7,4%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 142,00 mln (CAGR 22A-25E: 39,8%) nel FY25E, con EBITDA Adjusted pari a € 10,70 mln (corrispondente ad una marginalità del 7,6%), in crescita rispetto a € 3,83 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA Adjusted margin del 7,6%).

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 € 77,9 mln. L'equity value di Vantea utilizzando i *market multiples* risulta essere pari € 76,7 mln (includendo un *discount* pari al 25,0%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 77,3 mln. Il target price è di € 6,00, rating BUY e rischio MEDIUM.

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	34,51	50,10	70,00	100,00	140,00
Other Revenues	1,81	1,85	2,00	2,00	2,00
Value of Production	36,32	51,95	72,00	102,00	142,00
COGS	23,48	36,50	50,00	70,75	98,40
Services	2,93	4,47	6,10	8,55	11,70
Use of assets owned by others	0,25	0,25	0,35	0,45	0,60
Employees	5,92	6,54	9,60	13,70	19,00
Other Operating Expenses	0,30	0,93	1,25	1,60	2,10
EBITDA	3,44	3,26	4,70	6,95	10,20
EBITDA Margin	10,0%	6,5%	6,7%	7,0%	7,3%
Adjustement	(0,19)	(0,56)	(0,50)	(0,50)	(0,50)
EBITDA Adj.	3,63	3,83	5,20	7,45	10,70
EBITDA Adj. Margin	10,5%	7,6%	7,4%	7,5%	7,6%
D&A	1,26	1,07	1,30	1,40	1,50
EBIT	2,18	2,20	3,40	5,55	8,70
<i>EBIT Margin</i>	6,3%	4,4%	4,9%	5,6%	6,2%
Financial Management/Extraordinary Items	(0,11)	(0,36)	(0,40)	(0,40)	(0,40)
EBT	2,06	1,84	3,00	5,15	8,30
Taxes	0,42	0,74	0,85	1,45	2,35
Net Income	1,64	1,10	2,15	3,70	5,95

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Fixed Assets	8,59	10,03	11,70	13,30	15,30
Account receivable	14,17	12,36	17,25	24,00	33,80
Inventories	0,36	0,47	0,65	0,90	1,25
Account payable	6,09	4,44	10,50	16,00	22,80
Operating Working Capital	8,43	8,39	7,40	8,90	12,25
Other receivable	4,81	8,38	10,90	14,50	19,20
Other payable	4,33	4,90	6,80	9,90	14,00
Net Working Capital	8,92	11,87	11,50	13,50	17,45
Severance Indemnities & Other Provisions	0,97	0,62	0,95	1,35	1,90
NET INVESTED CAPITAL	16,54	21,29	22,25	25,45	30,85
Share Capital	2,50	2,58	2,58	2,58	2,58
Reserves	8,25	10,47	11,05	13,20	16,90
Net Income	1,64	1,10	2,15	3,70	5,95
Equity	12,39	14,14	15,78	19,48	25,43
Cash & Cash Equivalent	8,23	7,17	5,73	4,93	4,18
Short Term Debt to Bank	0,94	3,71	3,00	2,60	2,20
M/L Term Debt to Bank	11,45	10,60	9,20	8,30	7,40
Net Financial Position	4,15	7,14	6,47	5,97	5,42
SOURCES	16,54	21,29	22,25	25,45	30,85

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT	2,20	3,40	5,55	8,70
Taxes	0,74	0,85	1,45	2,35
NOPAT	1,45	2,55	4,10	6,35
D&A	1,07	1,30	1,40	1,50
Change in receivable	1,81	(4,89)	(6,75)	(9,80)
Change in inventories	(0,11)	(0,18)	(0,25)	(0,35)
Change in payable	(1,66)	6,06	5,50	6,80
Change in others	(3,00)	(0,62)	(0,50)	(0,60)
Change in NWC	(2,95)	0,37	(2,00)	(3,95)
Change in provisions	(0,34)	0,33	0,40	0,55
OPERATING CASH FLOW	(0,78)	4,55	3,90	4,45
Capex	(2,51)	(2,97)	(3,00)	(3,50)
FREE CASH FLOW	(3,28)	1,58	0,90	0,95
Financial Management	(0,36)	(0,40)	(0,40)	(0,40)
Change in Debt to Bank	1,93	(2,11)	(1,30)	(1,30)
Change in Equity	0,66	(0,52)	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	(1,06)	(1,45)	(0,80)	(0,75)

Source: Vantea and Integrae SIM estimates

Company Overview

Il Gruppo Vantea SMART svolge le proprie attività nei mercati Cybersecurity, ERP, distribuzione Ho.Re.Ca (Hotel, Restaurant & Café) e Concierge applicando il paradigma economico della “diversificazione correlata”. Le attività svolte all’interno del Gruppo infatti, seppur apparentemente lontane tra loro, sono articolate in un ecosistema fortemente correlato dalla tecnologia informatica. L’Information Technology, pertanto, non viene solamente utilizzata come fine di business (offerta di soluzioni e servizi di cybersecurity) ma anche come mezzo di business (fabbrica IT per la realizzazione di prodotti e piattaforme e-commerce), generando quindi una redditività più elevata, meno rischiosa, più durevole e più efficiente.

Il Gruppo, capeggiato da Vantea SMART SpA, attualmente comprende: Vantea SpA, società attiva nel settore Ho.Re.Ca, Vantea SMART Academy Srl, società incaricata delle attività di formazione del personale ICT del Gruppo, Paspартu Srl, società attiva nel mercato del Concierge; ESC2 Srl, società attiva nel mercato della Cybersecurity; oltre alle società MQ Smart Srl e Menoo Srl.

FY22A Results

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES FY22A

€/mln	Revenues	EBITDA Adj.	EBITDA Adj. %	EBIT	Net Income	NFP
FY22A	50,10	3,83	7,6%	2,20	1,10	7,14
FY22E	55,00	6,00	10,9%	2,60	1,90	6,45
Change	-8,9%	-36,2%	-30,0%	-15,5%	-42,3%	N.A

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati annuali, dichiara: “Se da un lato, il Gruppo ha proseguito il suo naturale percorso di crescita, dall’altro, due fattori hanno fermato la performance complessiva:

- Una profonda ristrutturazione della controllata ESC 2 S.r.l. (area Cyber), che ha determinato una contrazione dei ricavi di 1,2 milioni di euro e imposto un accantonamento a fondo rischi nella controllante per oltre un milione di euro;
- Una serie di inefficienze riscontrate nella controllata Vantea S.p.A. (area Food & Beverage), che hanno determinato un logoramento dei margini e imposto rallentamento dell’attività.

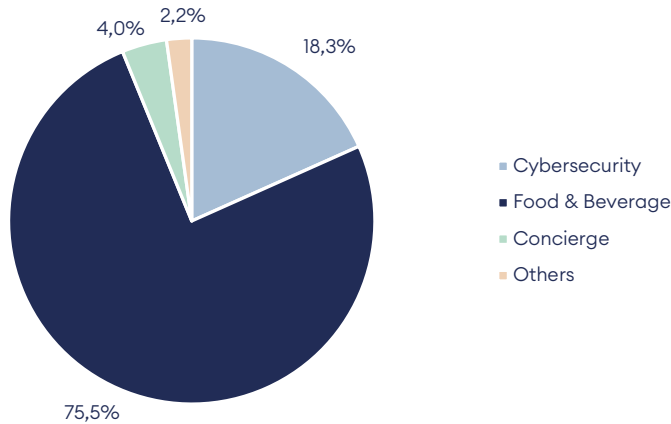
Nonostante ciò, il valore della produzione dell’area IT, nel complesso, è cresciuto a 11 milioni di euro (+7% rispetto al risultato del 2021), registrando un EBITDA Adj di 1,9 milioni, ed i ricavi dell’area Food&Beverage hanno raggiunto quota 38,8 milioni di euro, in netta crescita, anche se con tasso inferiore al previsto, per il rallentamento avvenuto nell’ultimo trimestre. I fatti sopra descritti hanno determinato anche una contrazione complessiva dell’EBITDA Margin Adj al 5%, pur con un risultato assoluto in crescita ad 1,9 milioni di euro.”

Il valore della produzione al termine del FY22A si attesta pari a € 51,95 mln e risulta in crescita rispetto agli € 36,32 mln registrati al termine del 2021. Tale crescita rispetto ai dati storici è stata possibile soprattutto grazie al costante apporto del comparto Cybersecurity ai ricavi del Gruppo e alla forte crescita del fatturato del comparto Food & Beverage. Dall’altro lato, nonostante la crescita registrata, il valore della produzione dell’ultimo periodo risulta inferiore rispetto alle nostre precedenti stime di € 56,40 mln. Tale differenza è principalmente attribuibile alle attività di ristrutturazione di ESC 2 Srl che hanno generato una crescita inferiore dei ricavi dell’area Cybersecurity, nonché dalle vicende negative emerse nel secondo semestre con riferimento al comparto Food & Beverage che hanno richiesto al Gruppo di rallentare le attività e procedere ad una riorganizzazione della propria struttura.

Analizzando l’apporto delle varie business unit al fatturato del Gruppo nel 2022, emerge come quest’ultimo sia principalmente attribuibile alla divisione Food & Beverage, che ha generato ricavi per € 37,83 mln, ovvero il 75,5% del totale. Seconda per importanza, appare la business unit Cybersecurity, altra storica area di attività del Gruppo, che ha rappresentato nel 2022 il 18,3% del totale del fatturato. La restante parte infine, è attribuibile per il

4,0% alle attività della business unit Concierge, e per il 2,2% ad altre attività.

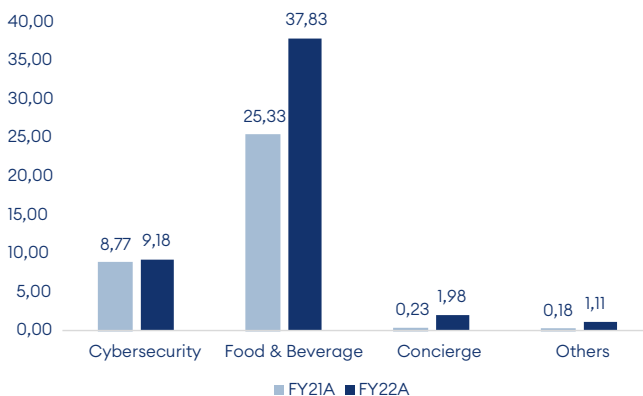
CHART 1 – REVENUES BREAKDOWN BY SEGMENT



Source: Vantea

Come si può evincere dal seguente grafico, la crescita dei ricavi, è attribuibile principalmente alla crescita del comparto Food & Beverage, che è passata da generare € 25,33 mln di ricavi nel 2021 a € 37,83 mln nel 2022, registrando una crescita del 49,4%. Allo stesso modo, la crescita è stata trainata dalla straordinaria performance delle attività di Concierge, che sono passate dagli € 0,23 mln del 2021 agli € 1,98 mln del 2022, e dalle altre attività, che dagli € 0,18 mln del 2021 hanno raggiunto gli € 1,11 mln del 2022. Per quanto concerne infine la business unit Cybersecurity, il 2022 ha rappresentato un anno di crescita seppur con percentuali più contenute. I ricavi infatti sono cresciuti del 4,6% passando da un valore pari ad € 8,77 mln nel 2021 a € 9,18 al 31 dicembre 2022.

CHART 2 – REVENUES BREAKDOWN BY BU FY21A VS FY22A



Source: Vantea

L'EBITDA Adjusted pari a € 3,83 mln, registra un incremento pari al 5,3% rispetto ai € 3,63 mln dell'esercizio precedente e risulta al di sotto delle nostre precedenti stime pari a € 6,00 mln. L'EBITDA Adjusted Margin, pari al 7,6%, risulta inferiore rispetto al dato dell'esercizio precedente (10,5%) e alle nostre stime (10,9%). La riduzione dell'EBITDA Adjusted nel corso del FY22A è dovuta principalmente all'incremento del costo delle materie prime (da € 23,48 mln nel FY21A a € 36,50 mln nel FY22A) più che proporzionale rispetto alla crescita dei ricavi, per effetto dell'aumento delle attività di acquisto relative alla merce destinata alla rivendita per l'attività Food & Beverage, e ad un incremento dei costi per servizi pari al 52,8% rispetto al periodo precedente, relativo alla crescita dei servizi rivenduti nelle attività di Concierge. Prosegue invece il decremento dell'utilizzo di servi di terzi nelle attività di Cybersecurity a vantaggio dell'utilizzo del personale interno (con relativo incremento dei costi).

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 1,07 mln, si attesta a € 2,20 mln (€ 2,18 mln nel 2021), rispetto alle nostre precedenti stime pari a € 2,60 mln. L'EBIT Margin risulta pari al 4,4%, rispetto ad un dato al FY21A del 6,3% e a nostre stime pari all'4,7%. Il Net Income si attesta a € 1,10 mln (€ 1,64 mln nel 2021), mostrando una flessione rispetto agli € 1,90 mln delle nostre precedenti stime.

A livello patrimoniale, si segnala un aumento del capitale sociale che si attesta al 31 dicembre 2022 pari a € 2,58 mln per via della conversione dell'ultima parte dei warrant in circolazione. Infine, la NFP al termine dell'esercizio risulta in peggioramento, passando dai € 4,15 mln del FY21A ai € 7,14 mln del FY22A principalmente per via dell'incremento del credito fiscale non liquidato, che ha raggiunto la soglia degli € 8,00 mln.

Per quanto concerne le altre business unit, si segnalano alcuni eventi rilevanti avvenuti nel corso dell'anno e che riguardano la SuiteX, operante nel mercato degli ERP e Paspartù, per il Personal Concierge, entrambe attualmente in fase di start-up. In particolare, con riferimento a SuiteX, sono state implementate nuove funzioni propedeutiche alla correlazione con la BU Food & Beverage, come la gestione dei ristoranti. Inoltre, sono state instaurate nuove collaborazioni commerciali e avviati una serie di corsi on-line rivolti agli utenti per l'installazione e l'utilizzo della suite. Similmente, per Paspartù sono state ampliate le partnership, continuando a garantire il servizio per gli utenti rientranti nel caso studio necessario al fine dell'eventuale validazione del piano industriale, ad oggi in corso di elaborazione. In conclusione, tali continui sviluppi delle due business unit, hanno consentito alle relative società di essere ormai pronte per essere introdotte sul mercato lasciando quindi al Gruppo la possibilità di decidere come effettuare gli ultimi investimenti necessari, se tramite partner industriali o finanziari o se finanziandoli in proprio.

FY23E – FY25E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY23E-25E

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues			
New	70,0	100,0	140,0
Old	83,0	118,0	N/A
Change	-15,7%	-15,3%	N/A
EBITDA Adj.			
New	5,2	7,5	10,7
Old	10,5	18,2	N/A
Change	-50,2%	-59,1%	N/A
EBITDA Adj. %			
New	7,4%	7,5%	7,6%
Old	12,6%	15,4%	N/A
Change	-5,2%	-8,0%	N/A
EBIT			
New	3,4	5,6	8,7
Old	6,6	13,6	N/A
Change	-48,1%	-59,0%	N/A
Net Income			
New	2,15	3,70	5,95
Old	5,10	10,70	N/A
Change	-57,8%	-65,4%	N/A
NFP			
New	6,5	6,0	5,4
Old	0,3	(5,7)	N/A
Change	N/A	N/A	N/A

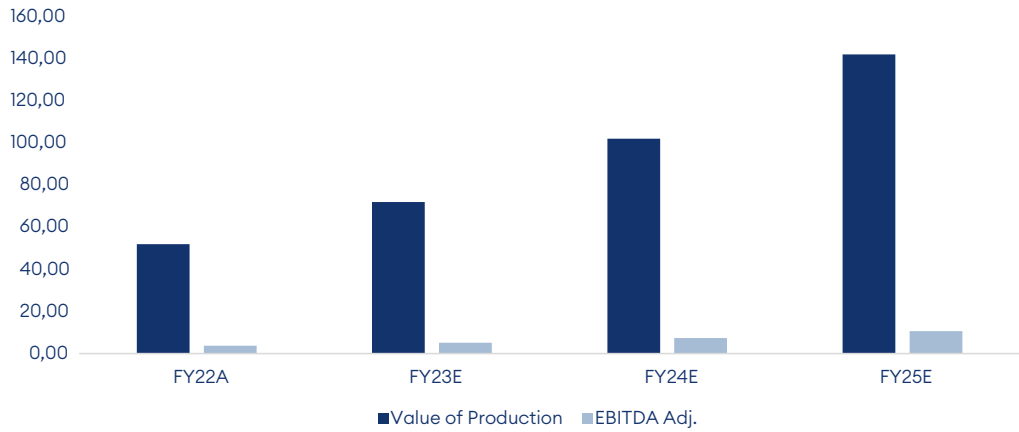
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY22A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 72,00 mln ed un EBITDA Adjusted pari a € 5,20 mln, corrispondente ad una marginalità del 7,4%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 142,00 mln (CAGR 22A-25E: 39,8%) nel FY25E, con EBITDA Adjusted pari a € 10,70 mln (corrispondente ad una marginalità del 7,6%), in crescita rispetto a € 3,83 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA Adjusted margin del 7,6%).

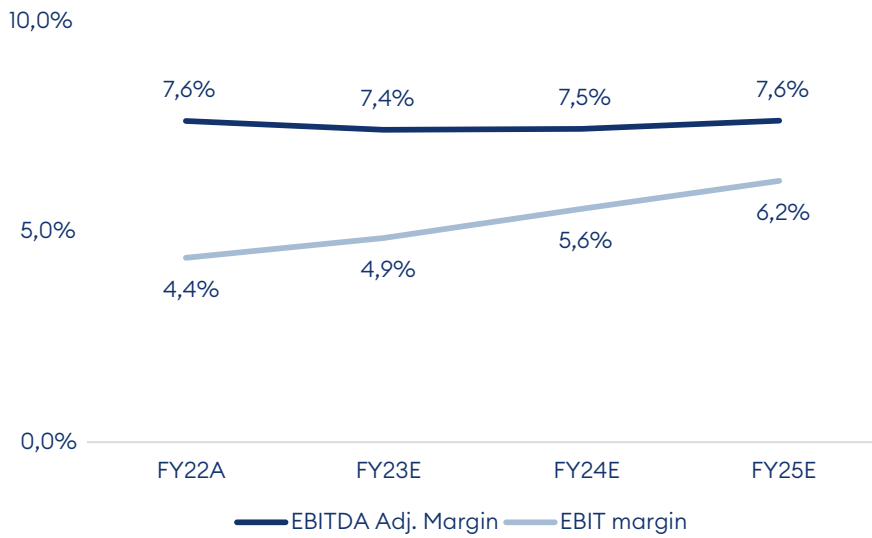
A livello patrimoniale, in ragione del corso del rimborso dei debiti finanziari da parte della Società e della scelta di non acquisire nuove linee di finanziamento, stimiamo, per il FY25E, una PFN pari a € 5,42 mln, in miglioramento rispetto ai € 7,14 mln del FY22A.

CHART 3 – VOP AND EBITDA ADJUSTED FY22A-25E



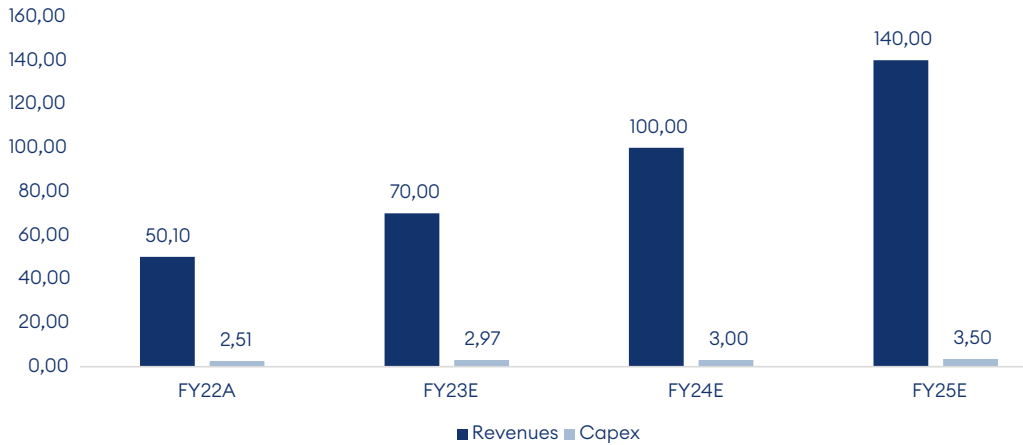
Source: Integrae SIM

CHART 4 – MARGIN FY22A-25E



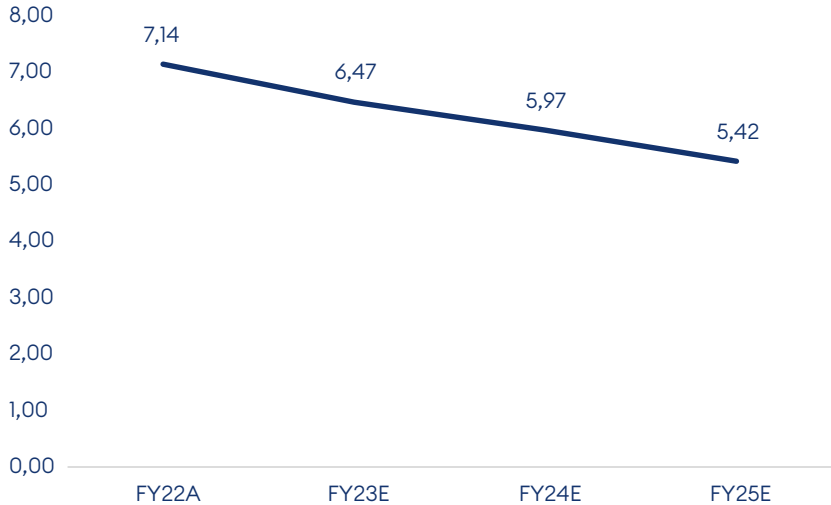
Source: Integrae SIM

CHART 5 – CAPEX FY22A-25E



Source: Integrae SIM

CHART 6 – NFP FY22A-25E



Source: Integrae SIM

Valuation

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

DCF Method

TABLE 4 – WACC

WACC			8,61%
D/E 100,00%	Risk Free Rate 3,54%	β Adjusted 1,0	α (specific risk) 2,50%
K_d 2,50%	Market Premium 9,73%	β Relevered 1,7	K_e 15,41%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 8,61%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF	% of EV
FCFO actualized	11,5 14%
TV actualized DCF	72,9 86%
Enterprise Value	84,4 100%
NFP (FY22A)	6,5
Equity Value	77,9

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 77,9 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		7,1%	7,6%	8,1%	8,6%	9,1%	9,6%	10,1%
	2,5%	133,7	118,6	106,2	95,8	87,0	79,5	73,0
	2,0%	121,2	108,5	97,9	88,9	81,3	74,6	68,8
	1,5%	110,8	100,0	90,9	83,0	76,2	70,3	65,0
	1,0%	102,2	92,9	84,8	77,9	71,8	66,5	61,7
	0,5%	94,9	86,7	79,6	73,4	67,9	63,1	58,7
	0,0%	88,6	81,4	75,0	69,4	64,5	60,0	56,1
	-0,5%	83,2	76,7	71,0	65,9	61,4	57,3	53,6

Source: Integrae SIM

Market multiples

Il nostro *panel* è formato 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 – MARKET MULTIPLES F&B

Company Name	EV/EBITDA			EV/EBIT		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
Performance Food Group	8,9x	8,1x	7,6x	11,6x	10,4x	9,9x
US FOODS HOLDING CORP	9,6x	8,6x	8,1x	13,0x	11,3x	10,6x
Sysco Corporation	10,8x	10,1x	9,3x	13,4x	12,3x	11,3x
MARR SpA	8,7x	7,6x	7,1x	12,4x	10,3x	9,6x
Premium Brands Holdings Corp.	11,9x	11,0x	9,6x	16,7x	16,0x	N/A
Metcash Limited	5,5x	5,3x	4,9x	7,7x	7,5x	6,7x
Axfood AB	9,4x	9,0x	8,7x	17,6x	16,6x	15,6x
Hormel Foods Corp.	15,9x	14,9x	14,5x	19,4x	17,9x	16,8x
Peer median	9,5x	8,8x	8,4x	13,2x	11,8x	10,6x

Source: *Infinancials*

TABLE 7 – MARKET MULTIPLES IT

Company Name	EV/EBITDA			EV/EBIT		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
Reply S.p.A.	11,1x	10,1x	9,3x	13,5x	12,2x	10,9x
Cyberoo SpA	8,4x	5,4x	N/A	10,7x	6,4x	N/A
CY4Gate SpA	7,8x	7,0x	6,4x	12,7x	10,7x	9,5x
Fortinet Inc.	35,6x	29,1x	24,3x	38,8x	31,9x	26,4x
Palo Alto Networks Inc.	38,8x	32,1x	26,1x	45,8x	36,8x	30,1x
SAP SE	15,1x	13,3x	11,7x	17,5x	15,3x	13,5x
TENABLE HOLDINGS INC.	42,3x	30,8x	22,2x	48,6x	35,7x	29,0x
OneSpan, Inc.	N/A	N/A	N/A	N/M	N/M	N/A
Rapid7 Inc.	36,5x	27,5x	18,5x	50,3x	33,5x	27,3x
Peer median	25,4x	20,4x	18,5x	28,2x	23,6x	26,4x

Source: *Infinancials*

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	81,8	101,5	136,9
EV/EBIT	70,3	98,3	160,8
Equity Value			
EV/EBITDA	75,4	95,6	131,5
EV/EBIT	63,8	92,3	155,4
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	56,5	71,7	98,6
EV/EBIT	47,8	69,3	116,5
Average	52,2	70,5	107,6

Source: *Integrae SIM*

L'*equity value* di Vantea, utilizzando i market multiple EV/EBITDA e EV/EBIT, risulta essere pari a circa € 102,32 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. Pertanto, ne risulta un **equity value di € 76,74 mln.**

Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	77,3
Equity Value DCF (€/mln)	77,9
Equity Value multiples (€/mln)	76,7
Target Price (€)	6,00

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 77,3 mln. Il **target price** è quindi di € 6,00 (prev. €10,00). Confermiamo rating **BUY** e rischio **MEDIUM**.

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	25,9x	18,0x	12,2x	8,3x
EV/EBIT	38,5x	24,8x	15,2x	9,7x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	13,3x	9,8x	6,8x	4,8x
EV/EBIT	23,1x	15,0x	9,2x	5,8x

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 Alessandro Elia Stringa 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
10/08/2022	6,84	Buy	10,25	Medium	Flash Note
17/10/2022	5,00	Buy	10,00	Medium	Update
29/03/2023	4,25	Buy	10,00	Medium	Flash Note

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

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

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has 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 \geq 7.5%	ETR \geq 10%	ETR \geq 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR \leq -5%	ETR \leq -5%	ETR \leq 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRAE SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integrae SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies).

The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

In order to disclose its possible interest conflict Integrae SIM states that:

- It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of the Vantea SMART SpA;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Vantea SMART SpA.