

UPDATE

EQUITY RESEARCH

ISIM
INTEGRÆ

Vantea Smart

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

Produzione 26/10/2023, h. 18:30

Pubblicazione 27/10/2023, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 3,00

prev. € 6,00



Risk

Medium

Upside potential

78,5%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 1,68
Target price	€ 3,00
Upside/(Downside) potential	78,5%
Ticker	VNT IM Equity
Market Cap (€/mln)	€ 21,65
EV (€/mln)	€ 27,21
Free Float	24,16%
Share Outstanding	12.887.734
52-week high	€ 5,63
52-week low	€ 1,16
Average daily volumes (3 months)	32.500

Key Financials (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	50,1	16,0	18,5	21,8
VoP	52,0	18,5	21,0	24,3
EBITDA Adj.	3,8	3,1	3,7	4,5
EBIT	2,2	1,9	2,3	2,8
Net Profit	1,1	1,1	1,3	1,8
EBITDA Adj. margin	7,6%	19,1%	19,7%	20,6%
EBIT margin	4,4%	11,6%	12,2%	12,8%
Net Profit margin	2,2%	6,6%	7,0%	8,0%

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

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-37,3%	-40,8%	-52,0%	-66,0%
to FTSE Italia Growth	-28,4%	-24,8%	-34,6%	-49,7%
to Euronext STAR Milan	-33,0%	-26,6%	-34,8%	-54,4%
to FTSE All-Share	-35,0%	-35,2%	-51,9%	-86,1%
to EUROSTOXX	-35,4%	-34,0%	-45,1%	-78,3%
to MSCI World Index	-34,8%	-31,9%	-51,7%	-75,4%

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	7,1	8,9	7,5	6,0
EV/EBIT	12,4	14,7	12,1	9,7
P/E	19,8	20,6	16,7	12,4

1H23A Results

Il valore della produzione si attesta a € 9,22 mln, rispetto a un valore pari a € 31,08 mln registrato al 30 giugno 2022. L'EBITDA Adjusted pari a € 1,45 mln, registra un decremento pari al 34,2% rispetto ai € 2,21 mln dell'1H22A. L'EBITDA Adjusted Margin, risulta pari al 18,8%, attestandosi su un livello superiore rispetto al dato del primo semestre dell'esercizio precedente (7,3%). L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 0,55 mln, si attesta a € 0,91 mln (€ 1,64 mln nel 2021). Il Net Income è pari a € 0,55 mln, in diminuzione rispetto al dato dell'1H22A, pari a € 0,99 mln. La NFP mostra un miglioramento da € 7,14 mln (di debito) del FY22A a € 5,56 mln dell'1H23A.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale del 2023 modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 18,50 mln ed un EBITDA pari a € 3,05 mln, corrispondente ad una marginalità del 19,1%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 24,30 mln (CAGR 23E-25E: 14,6%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 4,50 mln (corrispondente ad una marginalità del 20,6%), in crescita rispetto a € 3,05 mln del FY23E (corrispondente ad un EBITDA Margin del 19,1%).

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 € 39,1 mln. L'equity value di Vantea utilizzando i *market multiples* risulta essere pari € 38,2 mln (inclusendo un *discount* pari al 25,0%). **Ne risulta un equity value medio pari a circa € 38,6 mln. Il target price è di € 3,00, 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	16,00	18,50	21,80
Other Revenues	1,81	1,85	2,50	2,50	2,50
Value of Production	36,32	51,95	18,50	21,00	24,30
COGS	23,48	36,50	5,55	6,25	7,10
Services	2,93	4,47	2,40	2,65	3,00
Use of assets owned by others	0,25	0,25	0,25	0,30	0,35
Employees	5,92	6,54	6,85	7,75	8,90
Other Operating Expenses	0,30	0,93	0,40	0,40	0,45
EBITDA	3,44	3,26	3,05	3,65	4,50
EBITDA Margin	10,0%	6,5%	19,1%	19,7%	20,6%
Adjustement	(0,19)	(0,56)	0,00	0,00	0,00
EBITDA Adj.	3,63	3,83	3,05	3,65	4,50
EBITDA Adj. Margin	10,5%	7,6%	19,1%	19,7%	20,6%
D&A	1,26	1,07	1,20	1,40	1,70
EBIT	2,18	2,20	1,85	2,25	2,80
EBIT Margin	6,3%	4,4%	11,6%	12,2%	12,8%
Financial Management/Extraordinary Items	(0,11)	(0,36)	(0,35)	(0,35)	(0,30)
EBT	2,06	1,84	1,50	1,90	2,50
Taxes	0,42	0,74	0,45	0,60	0,75
Net Income	1,64	1,10	1,05	1,30	1,75

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Fixed Assets	8,59	10,03	11,30	12,90	14,40
Account receivable	14,17	12,36	9,00	9,20	9,60
Inventories	0,36	0,47	0,35	0,40	0,45
Account payable	6,09	4,44	3,00	3,60	4,30
Operating Working Capital	8,43	8,39	6,35	6,00	5,75
Other receivable	4,81	8,38	2,50	2,80	3,20
Other payable	4,33	4,90	3,50	4,00	4,70
Net Working Capital	8,92	11,87	5,35	4,80	4,25
Severance Indemnities & Other Provisions	0,97	0,62	0,70	0,80	0,90
NET INVESTED CAPITAL	16,54	21,29	15,95	16,90	17,75
Share Capital	2,50	2,58	2,58	2,58	2,58
Reserves	8,25	10,47	11,05	12,10	13,40
Net Income	1,64	1,10	1,05	1,30	1,75
Equity	12,39	14,14	14,68	15,98	17,73
Cash & Cash Equivalent	8,23	7,17	12,53	11,58	10,88
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	10,80	9,90	8,70
Net Financial Position	4,15	7,14	1,27	0,92	0,02
SOURCES	16,54	21,29	15,95	16,90	17,75

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT	2,20	1,85	2,25	2,80
Taxes	0,74	0,45	0,60	0,75
NOPAT	1,45	1,40	1,65	2,05
D&A	1,07	1,20	1,40	1,70
Change in receivable	1,81	3,36	(0,20)	(0,40)
Change in inventories	(0,11)	0,12	(0,05)	(0,05)
Change in payable	(1,66)	(1,44)	0,60	0,70
Change in others	(3,00)	4,48	0,20	0,30
Change in NWC	(2,95)	6,52	0,55	0,55
Change in provisions	(0,34)	0,08	0,10	0,10
OPERATING CASH FLOW	(0,78)	9,20	3,70	4,40
Capex	(2,51)	(2,47)	(3,00)	(3,20)
FREE CASH FLOW	(3,28)	6,73	0,70	1,20
Financial Management	(0,36)	(0,35)	(0,35)	(0,30)
Change in Debt to Bank	1,93	(0,51)	(1,30)	(1,60)
Change in Equity	0,66	(0,52)	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	(1,06)	5,35	(0,95)	(0,70)

Source: Vantea and Integræ 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.

1H23A Results

TABLE 2 – 1H23A VS 1H22A

€/mln	Revenues	EBITDA	EBITDA Margin	EBIT	Net Income	NFP
1H23A	7,72	1,45	18,8%	0,91	0,55	5,56
1H22A	30,25	2,21	7,3%	1,64	0,99	7,14*
Change	-74,5%	-34,2%	11,5%	-44,7%	-44,8%	n/a

Source: Integrae SIM

*NFP al 31/12/2022

Tramite comunicato stampa, Simone Veglioni, CEO di Vantea SMART, commentando i risultati del primo semestre del 2023, ha dichiarato: *“Durante l’anno 2022, la concomitanza di alcuni fenomeni ha imposto un cambio di strategia nello sviluppo del business del Gruppo. (...) Al fine di prevenire eventuali tensioni finanziarie, anche astratte o solo potenziali, si è scelto di procedere secondo un ordine che bilanciassse il valore strategico dell’asset con il fabbisogno finanziario. (...) Il risultato della strategia adottata ha portato ad una netta decrescita dei ricavi ed una contenuta decrescita dei margini operativi, ma ha anche ad un solido rafforzamento finanziario. L’azienda, peraltro, ha avviato l’iter per il rimborso dei crediti tributari che la dovrebbe portare, entro la fine dell’anno in corso, ad aver azzerato l’indebitamento netto (attualmente di circa 5 milioni di Euro) e ad avere una disponibilità di cassa superiore a 10 milioni di euro. In mancanza di altre risorse (escludendo un aumento di capitale e un ulteriore indebitamento bancario) reperibili con eventuale cessione di asset o con ingresso di partner, la dotazione finanziaria sarà sufficiente a:*

- *continuare lo sviluppo dell’area dei servizi cyber;*
- *continuare lo sviluppo informatico di tutte le piattaforme software;*
- *avviare il piano delle partnership dei prodotti di cybersecurity;*
- *lanciare il piano marketing della piattaforma SuiteX;*
- *mantenere una riserva di disponibilità finanziaria.*

L’area del Food & Beverage verrà mantenuta ai livelli attuali. Anche lo sviluppo del Personal Concierge, un asset indubbiamente promettente, ma che richiede un significativo fabbisogno finanziario, verrà necessariamente rimandato.”

Segnaliamo che il piano di sviluppo del progetto di diversificazione correlata di Vantea Smart prevedeva l’ottenimento di ingenti risorse finanziarie, da reperirsi attraverso tre passaggi consecutivi:

- la quotazione in borsa e la relativa raccolta;
- l’indebitamento finanziario;
- un ulteriore ingresso di capitali derivante dalla sottoscrizione di ulteriori linee di credito e/o mediante un aumento di capitale.

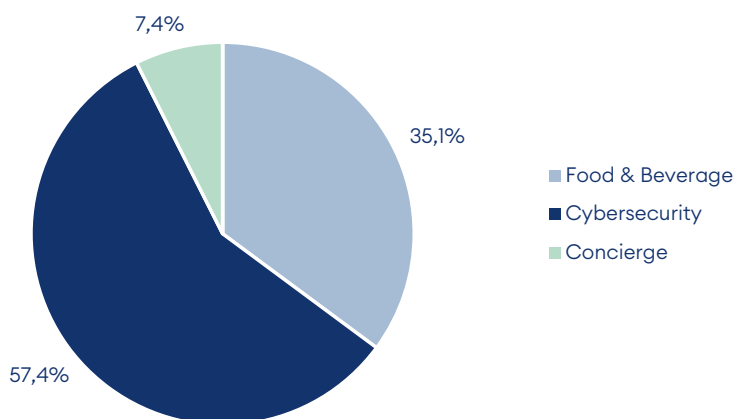
Benché le prime due fasi siano state realizzate con successo appare evidente che, in un contesto macroeconomico caratterizzato dal repentino incremento dei tassi di interesse, la sottoscrizione di ulteriore indebitamento finanziario o di un aumento di capitali risultino, di fatto, impraticabili. Inoltre, nel corso degli anni il Gruppo ha ampliato il ventaglio dei suoi progetti in modo sostanziale, includendo nei propri piani:

- lo sviluppo di una piattaforma software di sicurezza informatico. Nello specifico, l'acquisizione di Infosync (mediante l'acquisto del 100,0% di ESC 2 S.r.l.), e di KubeX, oltre al rinnovato interesse politico per quanto concerne le piattaforme nazionali di software security, il know-how aziendale sui temi e la capacità dei propri tecnici di sviluppare prodotti software, hanno determinato un significativo e rinnovato impegno dell'azienda nello sviluppo di tali piattaforme;
- una non prevista ristrutturazione dell'area Food & Beverage, la quale aveva raggiunto una capacità di generazione di fatturato tale da non poter più essere gestita mediante le risorse organizzative e finanziarie disponibili.

Risulta pertanto evidente che il fabbisogno finanziario originario della Società abbia subito un sostanziale incremento, il quale, contrastando con la sfavorevole situazione macroeconomica globale, ha imposto la necessità di una selezione strategica di natura temporanea rispetto ai progetti *in pipeline* da valorizzare nel breve termine.

Il valore della produzione al termine dell'1H23A si attesta pari a € 9,22 mln e risulta in diminuzione rispetto agli € 31,08 mln registrati al 30 giugno del 2022. Di questi, € 7,72 mln si riferiscono a ricavi delle vendite e € 1,50 mln da altri ricavi. Analizzando nel dettaglio la contribuzione di ciascuna area di business al fatturato del Gruppo, dal seguente grafico emerge come nel 1H23A l'apporto più importante provenga dalla linea di business Cybersecurity, che è responsabile di circa il 57,4% del totale. Seguono la linea Food & Beverage con il 35,1% e il Concierge con il 7,4% del totale.

CHART 1 – REVENUES BY BUSINESS LINE



Source: Integrae SIM

Nel corso del semestre, Vantea Smart si è focalizzata sulla linea di business dei servizi di sicurezza informatica continuando ad effettuare investimenti per lo sviluppo della piattaforma software di cybersecurity. Le ragioni a supporto di tale decisione risultano essere le seguenti:

- la piattaforma software è arrivata ad un grado di sviluppo che, già a partire dal semestre in corso, sta riscontrando un particolare apprezzamento dal mercato;
- la vendita delle licenze realizza una diretta sinergia con il *branch consulting* dei servizi informatici, il quale risulta essere il segmento caratterizzato dalla più elevata marginalità);
- la vendita di licenze software rappresenta la migliore frontiera strategica per l'incremento dei margini e la scalabilità del business;
- la piattaforma software permetterà la standardizzazione dei servizi di consulenza da poter offrire "a scaffale".

Per quanto concerne gli asset e i progetti a cui non è stata data priorità con le nuove linee strategiche, segnaliamo che la Società ha intenzione di operare al fine di non svalutare le piattaforme, riducendo, però, al minimo, l'operatività delle stesse. Nello specifico:

- l'area Food&Beverage, pur avendo un'importante capacità potenziale di generazione del fatturato, sarà interessata da una riduzione al minimo dell'impegno finanziario, mantenendo però attive le relazioni con i principali clienti e fornitori;
- il piano di marketing per il lancio della piattaforma software è stato rinviato al prossimo anno. Si segnala che, benchè i ricavi nel semestre sono scesi ad € 2,70 mln (rispetto ad € 24,9 mln dell'1H22A), il volume produttivo stabilito ha permesso di mantenere intesi i cicli di produzione. Inoltre, l'EBITDA Margin dell'area, nonostante la maggior incidenza dei costi fissi, ha raggiunto il 6,7% (rispetto al 6,1% del primo semestre 2022), avvicinandosi alla marginalità target pari all'8,0%;
- la piattaforma SuiteX, sarà interessata dal continuo mantenimento evolutivo e il piano di marketing ad essa riferito verrà avviato nel prossimo anno;
- per quanto riguarda l'area del Personal Concierge, il servizio continuerà ad essere erogato in modalità testing. Vantea Smart si riserva di procedere all'avvio entro il prossimo anno.

L'EBITDA pari a € 1,45 mln, registra un decremento pari al 34,2% rispetto ai € 2,21 mln del primo semestre dell'esercizio precedente. L'EBITDA Margin è invece interessato da un trend di crescita. Il dato inerente all'1H23A, pari al 18,8%, risulta ben al di sopra rispetto al dato dell'1H22A (7,3%). Tale risultato beneficia, in primo luogo, di un cambiamento del mix di ricavi che ha registrato un maggiore contributo delle linee di business a più alta marginalità. In particolare, il risultato del periodo risulta dalla combinazione di una marginalità pari al 22,1%

dell'area cyber security e dal dato registrato dall'area Food & Beverages pari al 6,7% (vs. 6,1% all'1H22A).

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 0,55 mln, si attesta a € 0,91 mln (€ 1,64 mln nel 1H22A) segnando una decrescita pari al 44,7% rispetto al primo semestre dell'esercizio precedente ma attestandosi ben al di sopra rispetto al secondo semestre del 2022 in cui ammontava a € 0,55 mln. L'EBIT Margin risulta pari al 11,8%, rispetto ad un dato all'1H22A del 5,4%. Il Net Income si attesta a € 0,55 mln (€ 0,99 mln nell'1H22A).

A livello patrimoniale, alla luce della rinnovata strategia adottata dalla Società, risulta evidente che ad una netta decrescita dei ricavi ed una contenuta decrescita dei margini operativi, si affianchi, tuttavia, un importante rafforzamento dal punto di vista finanziario. Si evidenzia, pertanto, un miglioramento della NFP che, nell'1H23A risulta pari a € 5,56 mln, a fronte di un dato equivalente per il FY22A che si attestava su € 7,14 mln. Segnaliamo che la Società ha, inoltre, avviato l'iter per il rimborso di circa € 4,80 mln di crediti tributari.

FY23E – FY25E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY23E-25E

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues			
New	16,0	18,5	21,8
Old	70,0	100,0	140,0
Change	-77,1%	-81,5%	-84,4%
EBITDA			
New	3,1	3,7	4,5
Old	4,7	7,0	10,2
Change	-35,1%	-47,5%	-55,9%
EBITDA Margin			
New	19,1%	19,7%	20,6%
Old	6,7%	7,0%	7,3%
Change	12,3%	12,8%	13,4%
EBIT			
New	1,9	2,3	2,8
Old	3,4	5,6	8,7
Change	-45,6%	-59,5%	-67,8%
Net Income			
New	1,1	1,3	1,8
Old	2,2	3,7	6,0
Change	-51,2%	-64,9%	-70,6%
NFP			
New	1,3	0,9	0,0
Old	6,5	6,0	5,4
Change	n/a	n/a	n/a

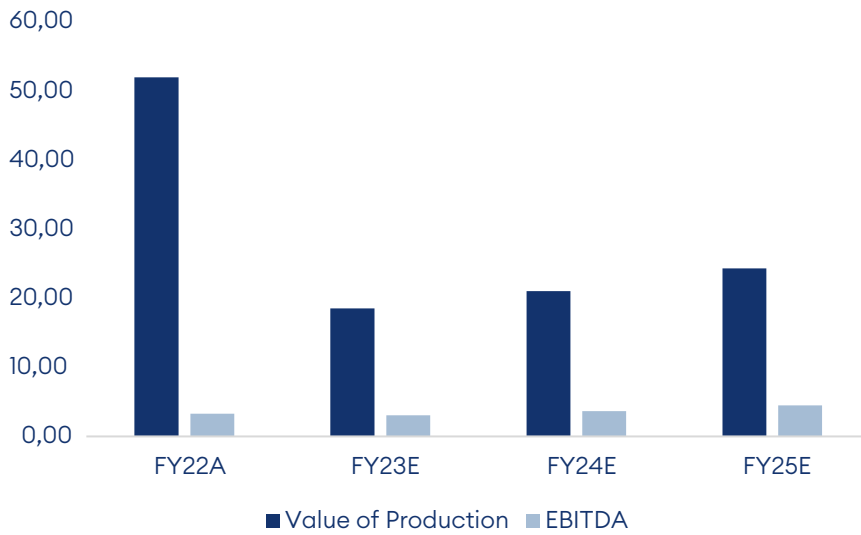
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale del 2023 modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 18,50 mln ed un EBITDA pari a € 3,05 mln, corrispondente ad una marginalità del 19,1%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 24,30 mln (CAGR 23E-25E: 14,6%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 4,50 mln (corrispondente ad una marginalità del 20,6%), in crescita rispetto a € 3,05 mln del FY23E (corrispondente ad un EBITDA Margin del 19,1%).

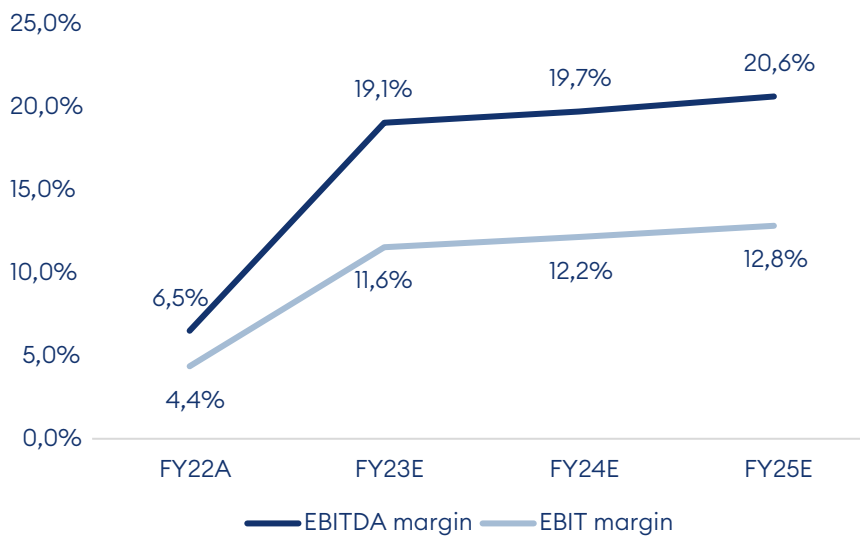
A livello patrimoniale riteniamo che il Gruppo possa beneficiare degli effetti delle iniziative di ristrutturazione intraprese già nel corso del primo semestre del 2023 e del rimborso dei crediti tributari. Pertanto, stimiamo che la NFP raggiungerà nel FY25E un valore pari a € 0,02 mln di debito, in netto miglioramento rispetto al dato del FY22A pari ad € 7,14 mln di debito.

CHART 2 – VOP AND EBITDA ADJUSTED FY22A-25E



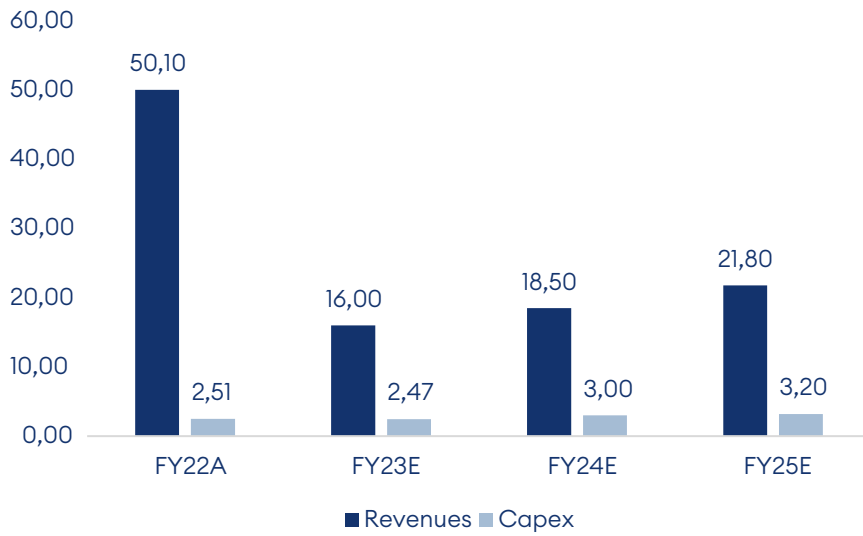
Source: Integrae SIM

CHART 3 – MARGIN FY22A-25E



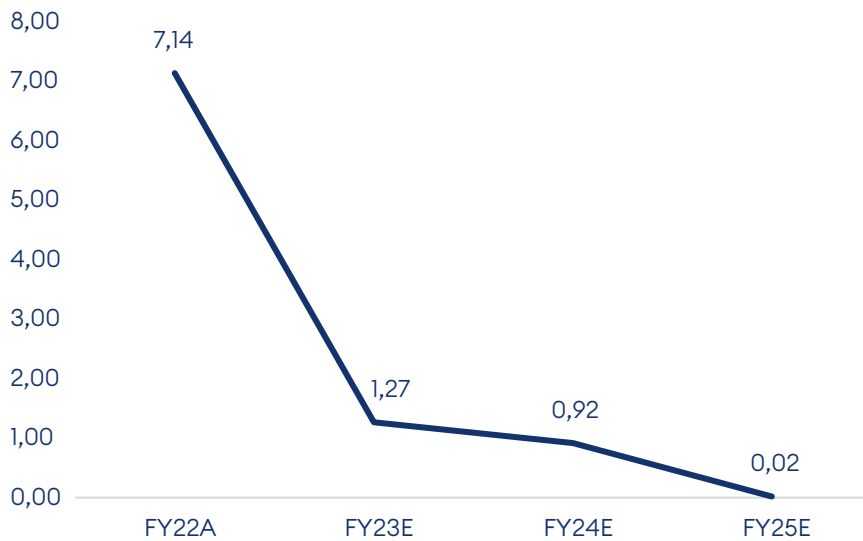
Source: Integrae SIM

CHART 4 – CAPEX FY22A-25E



Source: Integrae SIM

CHART 5 – 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				8,23%
D/E 100,00%	Risk Free Rate 3,64%	β Adjusted 1,0	α (specific risk) 2,50%	
K_d 2,75%	Market Premium 8,33%	β Relevered 1,7	K_e 14,47%	

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,50%. Ne risulta quindi un WACC di 8,23%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	10,7	24%
TV actualized DCF	33,9	76%
Enterprise Value	44,6	100%
NFP	5,56	
Equity Value	39,1	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 39,1 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		6,7%	7,2%	7,7%	8,2%	8,7%	9,2%	9,7%
	3,0%	69,3	60,8	54,2	48,8	44,4	40,7	37,5
	2,5%	61,7	54,9	49,5	45,0	41,2	38,0	35,3
	2,0%	55,7	50,2	45,6	41,8	38,6	35,7	33,3
	1,5%	50,9	46,3	42,4	39,1	36,2	33,8	31,6
	1,0%	46,9	43,0	39,6	36,7	34,2	32,0	30,1
	0,5%	43,6	40,2	37,2	34,7	32,4	30,5	28,7
	0,0%	40,7	37,8	35,2	32,9	30,9	29,1	27,5

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	8,4x	7,7x	7,1x	10,9x	9,7x	9,1x
US FOODS HOLDING CORP	9,1x	8,2x	7,7x	12,1x	10,8x	10,1x
Sysco Corporation	13,6x	12,8x	12,0x	16,7x	15,7x	14,8x
MARR SpA	6,9x	6,1x	5,4x	10,0x	8,2x	6,9x
Premium Brands Holdings Corp.	11,3x	10,2x	9,1x	15,4x	14,7x	14,7x
Flowers Foods Inc.	9,9x	9,4x	9,1x	14,3x	13,4x	12,9x
Compass Group PLC	12,8x	11,5x	10,6x	17,8x	15,9x	14,5x
Axfood AB	9,5x	8,9x	8,5x	17,2x	16,5x	15,6x
Hormel Foods Corp.	12,9x	12,2x	11,7x	16,0x	15,0x	13,8x
Peer median	9,9x	9,4x	9,1x	15,4x	14,7x	13,8x

Source: *Infinancials*

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES IT

Company Name	EV/EBITDA			EV/EBIT		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
Reply S.p.A.	9,6x	8,6x	8,0x	11,8x	10,5x	9,5x
Cyberoo SpA	10,0x	7,1x	5,3x	13,7x	9,1x	6,7x
CY4Gate SpA	6,3x	5,6x	5,1x	11,4x	9,8x	8,9x
Fortinet Inc.	27,8x	23,1x	19,2x	30,5x	25,6x	21,2x
Palo Alto Networks Inc.	38,4x	32,4x	26,2x	44,9x	36,1x	28,9x
Check Point Software Technology	12,9x	12,7x	12,2x	13,3x	12,9x	12,4x
SAP SE	15,2x	13,5x	11,8x	17,7x	15,5x	13,3x
TENABLE HOLDINGS INC.	42,9x	32,8x	25,0x	47,5x	37,1x	28,6x
OneSpan, Inc.	268,1x	5,6x	N/A	N/M	10,9x	N/A
Rapid7 Inc.	30,8x	24,4x	20,2x	39,1x	24,8x	20,9x
ZSCALER INC	77,4x	56,0x	41,1x	95,3x	68,3x	50,0x
Peer median	27,8x	13,5x	15,7x	24,1x	15,5x	17,1x

Source: *Infinancials*

TABLE 9 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	57,6	41,9	55,6
Equity Value			
EV/EBITDA	56,3	41,0	55,6
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	42,2	30,7	41,7
Average	42,2	30,7	41,7

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di Vantea, utilizzando il market multiple EV/EBITDA, risulta essere pari a circa € 50,95 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. Pertanto, ne risulta un **equity value di € 38,21 mln.**

Equity Value

TABLE 10 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	38,6
Equity Value DCF (€/mln)	39,1
Equity Value multiples (€/mln)	38,2
Target Price (€)	3,00

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 38,6 mln. **Il target price è quindi di € 3,00 (prev. € 6,00). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 11 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	13,5x	14,5x	12,1x	9,8x

Source: Integrae SIM

TABLE 12 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	7,1x	8,9x	7,5x	6,0x

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
29/03/2023	4,25	Buy	10,00	Medium	Flash Note
26/06/2023	3,39	Buy	6,00	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. 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.