

UPDATE

EQUITY RESEARCH

# Vantea Smart

Euronext Growth Milan | IT | Italy

Produzione 28/05/2024, h. 18:00

Pubblicazione 29/05/2024, h. 07:00



Rating

**BUY**

unchanged

Target Price

**€ 2,60**

prev. € 3,00

Risk



Medium

Upside potential

**31,2%**

## Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



### Stock Data

|                                  |            |
|----------------------------------|------------|
| Price                            | € 1,99     |
| Target price                     | € 2,60     |
| Upside/(Downside) potential      | 31,2%      |
| Ticker                           | VNT IM     |
| Market Cap (€/mln)               | € 25,58    |
| EV (€/mln)                       | € 23,86    |
| Free Float                       | 24,16%     |
| Share Outstanding                | 12.887.734 |
| 52-week high                     | € 3,94     |
| 52-week low                      | € 1,16     |
| Average daily volumes (3 months) | 10.133     |

| Key Financials (€/mln) | FY23A | FY24E | FY25E | FY26E |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Revenues               | 9,57  | 9,80  | 10,30 | 10,60 |
| VoP                    | 11,79 | 12,30 | 13,30 | 14,10 |
| EBITDA Adj.            | 2,54  | 2,75  | 3,20  | 3,50  |
| EBIT                   | 1,00  | 1,05  | 1,30  | 1,60  |
| Net Profit             | 0,59  | 0,60  | 0,80  | 1,00  |
| EBITDA Adj. margin     | 26,6% | 28,1% | 31,1% | 33,0% |
| EBIT margin            | 10,4% | 10,7% | 12,6% | 15,1% |
| Net Profit margin      | 6,2%  | 6,1%  | 7,8%  | 9,4%  |

Mattia Petracca | [mattia.petracca@integraesim.it](mailto:mattia.petracca@integraesim.it)  
 Alessandro Elia Stringa | [alessandro.stringa@integraesim.it](mailto:alessandro.stringa@integraesim.it)

| Stock performance      | 1M    | 3M     | 6M     | 1Y     |
|------------------------|-------|--------|--------|--------|
| Absolute               | 2,3%  | -8,1%  | -0,3%  | -49,5% |
| to FTSE Italia Growth  | 1,2%  | -8,2%  | -5,4%  | -40,3% |
| to Euronext STAR Milan | -1,1% | -11,1% | -12,0% | -52,3% |
| to FTSE All-Share      | 0,7%  | -14,3% | -18,5% | -77,9% |
| to EUROSTOXX           | 1,9%  | -11,1% | -15,8% | -65,5% |
| to MSCI World Index    | -1,3% | -12,5% | -16,0% | -72,5% |

| Main Ratios | FY23A  | FY24E  | FY25E  | FY26E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| EV/EBITDA   | 9,4 x  | 8,7 x  | 7,5 x  | 6,8 x  |
| EV/EBIT     | 23,9 x | 22,7 x | 18,4 x | 14,9 x |
| P/E         | 43,4 x | 42,6 x | 32,0 x | 25,6 x |

## FY23A Results

Al 31 dicembre 2023 il Gruppo ha generato un Valore della Produzione pari a € 11,79 mln registrando una crescita del 7,6% rispetto al periodo precedente in cui ammontava a € 10,96 mln. L'EBITDA si attesta pari ad € 2,54 mln rispetto ad un valore di € 1,62 mln del periodo precedente mostrando quindi una crescita del 56,7%. Similmente positiva è stata la crescita della marginalità, come testimoniato da un EBITDA margin che è passato dal 17,4% del 2022 al 26,6%. L'EBIT ammonta a € 1,00 mln e registra una crescita del 21,8% rispetto agli € 0,82 mln dell'esercizio precedente. Il Net Income ammonta a € 0,59 mln registrando una significativa crescita rispetto al risultato dell'esercizio precedente pari ad € 0,24 mln.

## Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY23A modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo il valore della produzione FY24E pari a € 12,30 mln ed un EBITDA Adjusted pari a € 2,75 mln, corrispondente ad una marginalità del 28,1%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 14,10 mln (CAGR 23A-26E: 6,1%) nel FY26E, con EBITDA Adjusted pari a € 3,50 mln (corrispondente ad una marginalità del 33,0%), in crescita rispetto a € 2,49 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA Adj. margin del 26,0%).

## 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 € 34,5 mln. L'equity value di Vantea utilizzando i *market multiples* risulta essere pari € 32,6 mln (incluso un *discount* pari al 25,0%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 33,6 mln. Il target price è di € 2,60, rating BUY e rischio MEDIUM.

# Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

| CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln) | FY22A        | FY23A        | FY24E        | FY25E        | FY26E        |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Revenues                              | 9,31         | 9,57         | 9,80         | 10,30        | 10,60        |
| Other revenues                        | 1,65         | 2,22         | 2,50         | 3,00         | 3,50         |
| <b>Value of Production</b>            | <b>10,96</b> | <b>11,79</b> | <b>12,30</b> | <b>13,30</b> | <b>14,10</b> |
| COGS                                  | 0,49         | 0,64         | 0,65         | 0,65         | 0,70         |
| Services                              | 1,74         | 1,41         | 1,40         | 1,45         | 1,50         |
| Use of assets owned by others         | 0,23         | 0,20         | 0,20         | 0,25         | 0,30         |
| Employees                             | 6,32         | 6,63         | 6,90         | 7,30         | 7,60         |
| Other operating costs                 | 0,56         | 0,36         | 0,40         | 0,45         | 0,50         |
| <b>EBITDA</b>                         | <b>1,62</b>  | <b>2,54</b>  | <b>2,75</b>  | <b>3,20</b>  | <b>3,50</b>  |
| EBITDA Margin                         | 17,4%        | 26,6%        | 28,1%        | 31,1%        | 33,0%        |
| Extraordinary items                   | (0,26)       | 0,05         | 0,00         | 0,00         | 0,00         |
| <b>EBITDA Adjusted</b>                | <b>1,88</b>  | <b>2,49</b>  | <b>2,75</b>  | <b>3,20</b>  | <b>3,50</b>  |
| EBITDA Adj. Margin                    | 20,1%        | 26,0%        | 28,1%        | 31,1%        | 33,0%        |
| D&A                                   | 0,80         | 1,54         | 1,70         | 1,90         | 1,90         |
| <b>EBIT</b>                           | <b>0,82</b>  | <b>1,00</b>  | <b>1,05</b>  | <b>1,30</b>  | <b>1,60</b>  |
| <i>EBIT Margin</i>                    | <i>8,8%</i>  | <i>10,4%</i> | <i>10,7%</i> | <i>12,6%</i> | <i>15,1%</i> |
| Financial management                  | (0,25)       | (0,18)       | (0,20)       | (0,20)       | (0,20)       |
| <b>EBT</b>                            | <b>0,57</b>  | <b>0,82</b>  | <b>0,85</b>  | <b>1,10</b>  | <b>1,40</b>  |
| Taxes                                 | 0,33         | 0,23         | 0,25         | 0,30         | 0,40         |
| <b>Net Income</b>                     | <b>0,24</b>  | <b>0,59</b>  | <b>0,60</b>  | <b>0,80</b>  | <b>1,00</b>  |

| CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln) | FY22A        | FY23A         | FY24E         | FY25E         | FY26E         |
|------------------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Fixed Assets</b>                | <b>8,88</b>  | <b>11,14</b>  | <b>12,30</b>  | <b>13,00</b>  | <b>13,50</b>  |
| Account receivable                 | 6,56         | 6,14          | 6,20          | 6,30          | 6,40          |
| Inventory                          | 0,21         | 0,00          | 0,00          | 0,00          | 0,00          |
| Account payable                    | 4,63         | 3,73          | 4,50          | 4,90          | 5,30          |
| <b>Operating Working Capital</b>   | <b>2,13</b>  | <b>2,41</b>   | <b>1,70</b>   | <b>1,40</b>   | <b>1,10</b>   |
| Other receivable                   | 6,96         | 1,28          | 1,35          | 1,60          | 1,85          |
| Other payable                      | 1,12         | 3,38          | 3,60          | 3,80          | 4,10          |
| <b>Net Working Capital</b>         | <b>7,97</b>  | <b>0,32</b>   | <b>(0,55)</b> | <b>(0,80)</b> | <b>(1,15)</b> |
| Severance & other provisions       | 0,60         | 1,37          | 1,50          | 1,55          | 1,65          |
| <b>NET INVESTED CAPITAL</b>        | <b>16,24</b> | <b>10,09</b>  | <b>10,25</b>  | <b>10,65</b>  | <b>10,70</b>  |
| Share capital                      | 2,58         | 2,58          | 2,58          | 2,58          | 2,58          |
| Reserves                           | 9,10         | 8,64          | 9,23          | 9,83          | 10,63         |
| Net Income                         | 0,24         | 0,59          | 0,60          | 0,80          | 1,00          |
| <b>Equity</b>                      | <b>11,92</b> | <b>11,81</b>  | <b>12,41</b>  | <b>13,21</b>  | <b>14,21</b>  |
| Cash & cash equivalents            | 7,05         | 9,27          | 9,56          | 9,66          | 10,11         |
| Short term financial debt          | 1,39         | 2,09          | 2,00          | 1,90          | 1,60          |
| M/L term financial debt            | 9,99         | 5,46          | 5,40          | 5,20          | 5,00          |
| <b>Net Financial Position</b>      | <b>4,33</b>  | <b>(1,72)</b> | <b>(2,16)</b> | <b>(2,56)</b> | <b>(3,51)</b> |
| <b>SOURCES</b>                     | <b>16,24</b> | <b>10,09</b>  | <b>10,25</b>  | <b>10,65</b>  | <b>10,70</b>  |

| CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)  | FY23A        | FY24E       | FY25E       | FY26E       |
|---------------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| EBIT                            | 1,00         | 1,05        | 1,30        | 1,60        |
| Taxes                           | 0,23         | 0,25        | 0,30        | 0,40        |
| <b>NOPAT</b>                    | <b>0,77</b>  | <b>0,80</b> | <b>1,00</b> | <b>1,20</b> |
| D&A                             | 1,54         | 1,70        | 1,90        | 1,90        |
| Change in NWC                   | 7,65         | 0,87        | 0,25        | 0,35        |
| Change in receivable            | 0,41         | (0,06)      | (0,10)      | (0,10)      |
| Change in inventory             | 0,21         | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| Change in payable               | (0,90)       | 0,77        | 0,40        | 0,40        |
| Change in others                | 7,93         | 0,15        | (0,05)      | 0,05        |
| Change in provisions            | 0,77         | 0,13        | 0,05        | 0,10        |
| <b>OPERATING CASH FLOW</b>      | <b>10,73</b> | <b>3,50</b> | <b>3,20</b> | <b>3,55</b> |
| Capex                           | (3,80)       | (2,86)      | (2,60)      | (2,40)      |
| <b>FREE CASH FLOW</b>           | <b>6,93</b>  | <b>0,64</b> | <b>0,60</b> | <b>1,15</b> |
| Financial management            | (0,18)       | (0,20)      | (0,20)      | (0,20)      |
| Change in Financial debt        | (3,82)       | (0,15)      | (0,30)      | (0,50)      |
| Change in equity                | (0,70)       | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| <b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b> | <b>2,23</b>  | <b>0,29</b> | <b>0,10</b> | <b>0,45</b> |

Source: Vantea and Integrae SIM estimates

## Company Overview

Il Gruppo Vantea SMART svolge la propria attività nel campo dei servizi di Cybersecurity e ERP. Da anni offre servizi in ambito nazionale a clientela corporate e istituzionale, generalmente su grandi progetti, iniziando la propria attività già in fase di design. Offre servizi di security consulting – risk assessment, awareness, security by design, software security assurance (SSA) – servizi in ambito Security Operation Center (SOC) – red team, blue team, incident response e vulnerability assessment/penetration test (VA/PT) con strumenti SIEM, SOAR, XOAR – e soluzioni in ambito Identity and Access Management (IAM) e Identity and Governance Administration (IGA). Negli ultimi anni, la società ha investito anche nello sviluppo di prodotti software. In particolare, tra i propri asset, figurano:

- Infosync, una piattaforma GRC che offrirà una serie di servizi di sicurezza, tra i quali: Self Assessment, Audit terze parti, Security by Design, Software Security Assurance e Risk Assessment;
- KubeX, un software di business intelligence, utilizzato per l'investigazione relativa alle frodi interne;
- SuiteX, una piattaforma ERP (Enterprise Resource Planning) cloud-native.

## FY23A Results

Tramite comunicato stampa, Simone Vegliani, CEO di Vantea SMART, commentando i risultati annuali, ha dichiarato: *“Grazie alla naturale propensione dell’azienda ad incrementare il proprio organico tecnico, anche quest’anno abbiamo potuto destinare quasi due milioni di euro allo sviluppo di prodotti software, riuscendo nel contempo a crescere sul lato servizi. Prodotti che, da quest’anno beneficeranno di finanziamenti pubblici, grazie ai bandi di finanza agevolata che abbiamo vinto. I prodotti software saranno sempre più al centro degli investimenti del Gruppo e continueranno a beneficiare di finanziamenti pubblici per altri bandi a cui abbiamo già partecipato e a cui intendiamo partecipare. Nel secondo semestre di quest’anno, alcuni prodotti affronteranno il mercato (l’ERP SuiteX e i servizi di audit di Infosync 2.0) e inizieranno a produrre ricavi netti. La componente dei ricavi da prodotti propri, negli anni a venire, sarà sempre più preponderante. Con il completamento della ristrutturazione della controllata ESC 2 S.r.l. abbiamo raggiunto margini operativi tra i più alti del settore, mentre, sul versante finanziario, con l’esclusione degli asset non IT tra il novero di quelli strategici e con l’anticipazione di crediti tributari, abbiamo registrato un miglioramento della posizione finanziaria di quasi 6 milioni di euro. Relativamente al mercato EGM, ci poniamo come un’azienda che crede e produce asset di alto valore tecnologico”.*

Si segnala innanzitutto che il perimetro del bilancio consolidato dell’Emittente al 31 dicembre 2023 è stato modificato rispetto al bilancio redatto al 31 dicembre 2022 e pertanto è stata effettuata una pro-formazione dei risultati dell’esercizio 2022 a fini comparativi. In particolare, attualmente il perimetro di consolidamento include Vantea SMART Academy Srl (detenuta al 100,0%) e ESC2 Srl (detenuta al 100,0% dal 1/07/2021, mentre sono state escluse Vantea SpA (detenuta al 100,0%), Menoo Srl (detenuta da Vantea SpA all’80,0%), Paspартu Srl (detenuta al 90,0%) e MQ Smart Srl (detenuta al 50,0% e sostanzialmente inattiva).

Le partecipazioni nelle varie società rimangono tuttavia iscritte tra le immobilizzazioni finanziarie del Gruppo al costo storico e non generano, pertanto, un impatto di natura economica sul bilancio consolidato. Nel dettaglio, Vantea SpA è iscritta ad un valore di carico pari a € 1,00 mln, Paspартu Srl ad un valore di € 1,05 mln e MQ Smart Srl ad un valore di € 0,01 mln circa.

Al 31 dicembre 2023 il Gruppo ha generato un Valore della Produzione pari a € 11,79 mln registrando una crescita del 7,6% rispetto al periodo precedente in cui ammontava a € 10,96 mln. La crescita ha riguardato sia i ricavi delle vendite e delle prestazioni, che con una crescita del 2,4%, sono passati da € 9,31 mln dell’esercizio 2022 a € 9,57 mln dell’ultimo periodo; che gli altri ricavi che sono invece cresciuti del 12,4% attestandosi a € 2,22 mln. La differente crescita tra le due voci è attribuibile al fatto che nel corso dell’esercizio 2023 il Gruppo ha deciso di destinare una quota significativa dei propri fattori produttivi allo sviluppo di prodotti software propri, rinunciando quindi a rivolgerli direttamente sul mercato.

L'EBITDA al termine dell'esercizio si attesta pari ad € 2,54 mln rispetto ad un valore di € 1,62 mln del periodo precedente mostrando quindi una crescita del 56,7%. Similmente positiva è stata la crescita della marginalità, come testimoniato da un EBITDA margin (calcolato sui ricavi) che è passato dal 17,4% del 2022 al 26,6%. Al netto, poi, delle componenti straordinarie e non ricorrenti, l'EBITDA Adjusted risulta pari a € 2,49 mln in aumento del 32,8% rispetto al dato dell'esercizio precedente di € 1,88 mln. Anche in questo caso, si evidenzia un incremento della marginalità che raggiunge il 26,0% dal 20,1% del periodo precedente e si attesta tra i più alti del settore. Tale crescita è ascrivibile principalmente al completamento della ristrutturazione di ESC 2 Srl che ha permesso di allineare i margini delle attività ad essa connessa a quelli del Gruppo.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per complessivi € 1,54 mln, ammonta a € 1,00 mln e registra una crescita del 21,8% rispetto agli € 0,82 mln dell'esercizio precedente. L'EBIT Adjusted, al netto delle componenti straordinarie e non ricorrenti risulta pari a € 0,95 mln rispetto al dato del 2022 pari a € 1,08 mln. Si segnala, al tal proposito, che il Gruppo ha provveduto a registrare un accantonamento di € 0,50 mln per attenuare il rischio di eventuali rettifiche negative del valore della partecipazioni delle società uscite dal perimetro di consolidamento. Il Net Income al termine del periodo analizzato ammonta a € 0,59 mln registrando una significativa crescita rispetto al risultato dell'esercizio precedente pari ad € 0,24 mln.

Infine, a livello patrimoniale, la NFP si attesta ad un valore di € 1,72 mln (*cash positive*) risultando in miglioramento rispetto al valore dell'esercizio precedente pari a € 4,33 mln di debito grazie principalmente alla cessione di crediti tributari che ha portato un incasso netto di circa € 4,00 mln e all'interruzione del flusso di investimenti verso le partecipate non più strategiche.

A tal proposito, si evidenzia che nel fascicolo di bilancio dell'esercizio 2023 viene presentato uno schema alternativo per la composizione della NFP che vede tale voce attestarsi alla fine dell'anno a € 0,35 mln di debito. Tale schema alternativo, a differenza del precedente, include i debiti fiscali scaduti all'interno della voce "Debiti commerciali e altri debiti non correnti" anche se compensabili con crediti fiscali.

## FY24E – FY26E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY24E-26E

| €/mln                     | FY24E  | FY25E  | FY26E |
|---------------------------|--------|--------|-------|
| <b>Revenues</b>           |        |        |       |
| New                       | 9,8    | 10,3   | 10,6  |
| Old                       | 18,5   | 21,8   | n/a   |
| Change                    | -47,0% | -52,8% | n/a   |
| <b>EBITDA Adjusted</b>    |        |        |       |
| New                       | 2,8    | 3,2    | 3,5   |
| Old                       | 3,7    | 4,5    | n/a   |
| Change                    | -24,7% | -28,9% | n/a   |
| <b>EBITDA Adj. Margin</b> |        |        |       |
| New                       | 28,1%  | 31,1%  | 33,0% |
| Old                       | 19,7%  | 20,6%  | n/a   |
| Change                    | 8,3%   | 10,4%  | n/a   |
| <b>EBIT</b>               |        |        |       |
| New                       | 1,1    | 1,3    | 1,6   |
| Old                       | 2,3    | 2,8    | n/a   |
| Change                    | -53,3% | -53,6% | n/a   |
| <b>Net Income</b>         |        |        |       |
| New                       | 0,6    | 0,8    | 1,0   |
| Old                       | 1,3    | 1,8    | n/a   |
| Change                    | -53,8% | -54,3% | n/a   |
| <b>NFP</b>                |        |        |       |
| New                       | (2,2)  | (2,6)  | (3,5) |
| Old                       | 0,9    | 0,0    | n/a   |
| Change                    | n/a    | n/a    | n/a   |

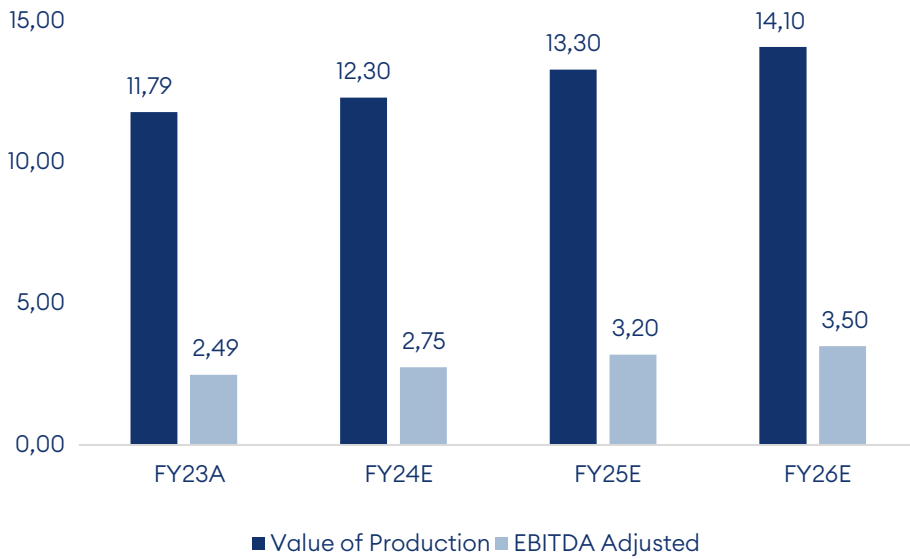
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY23A e della modifica del perimetro di consolidamento precedentemente commentati, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo il valore della produzione FY24E pari a € 12,30 mln ed un EBITDA Adjusted pari a € 2,75 mln, corrispondente ad una marginalità del 28,1%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 14,10 mln (CAGR 23A-26E: 6,1%) nel FY26E, con EBITDA Adjusted pari a € 3,50 mln (corrispondente ad una marginalità del 33,0%), in crescita rispetto a € 2,49 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA Adj. margin del 26,0%).

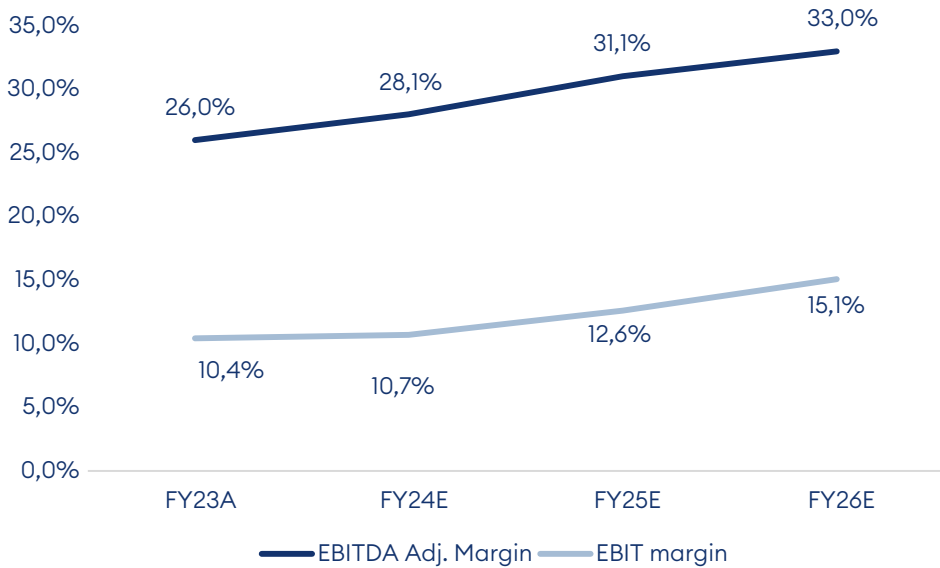
A livello patrimoniale, stimiamo, per il FY26E, una PFN pari a € 3,51 mln *cash positive*.

CHART 3 – VOP AND EBITDA ADJUSTED FY23A-26E



Source: Integrae SIM

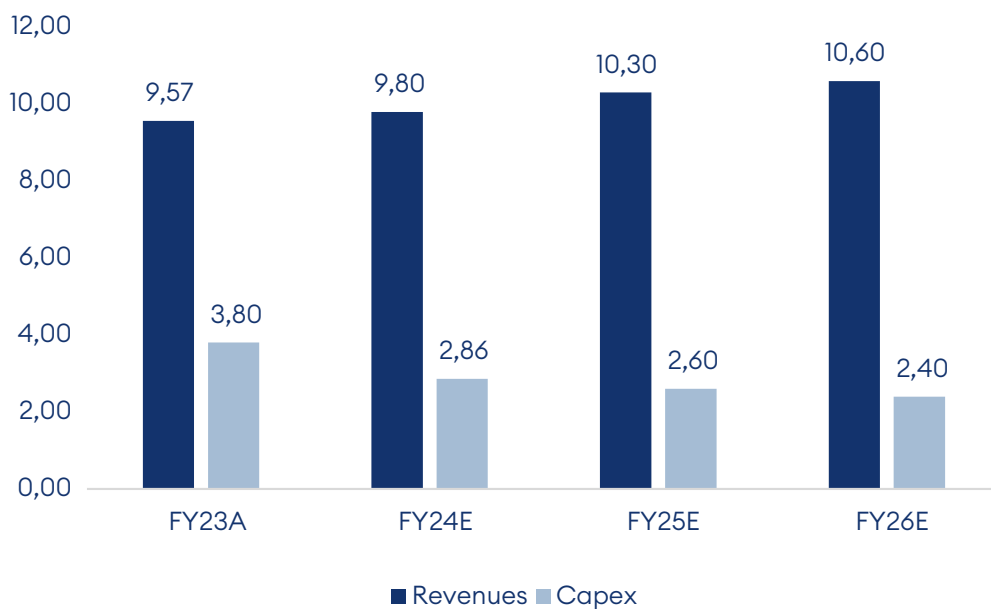
CHART 4 – MARGIN FY23A-26E



Source: Integrae SIM

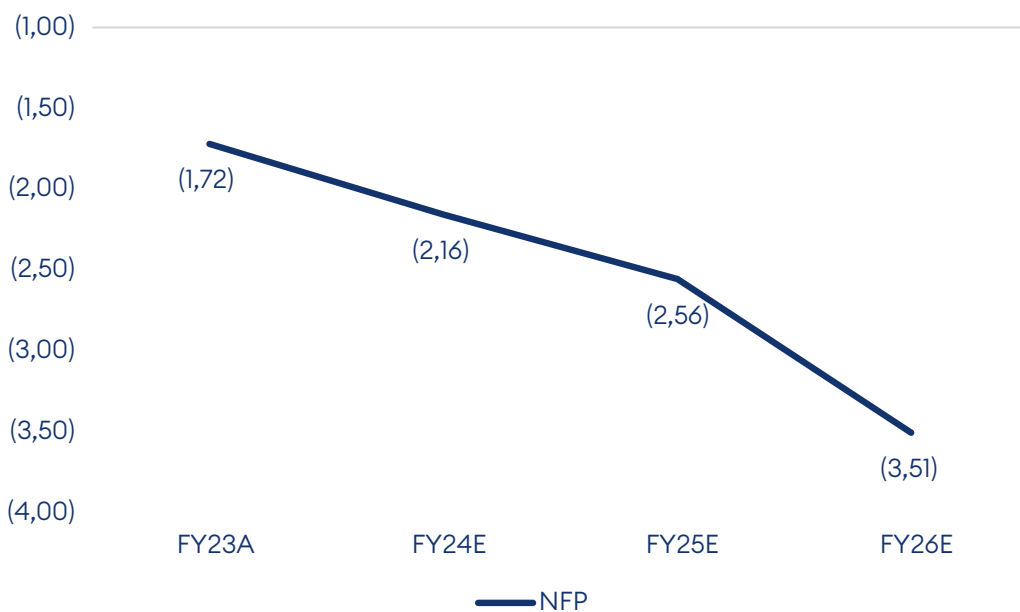


CHART 5 – CAPEX FY23A-26E



Source: Integrae SIM

CHART 6 – NFP FY23A-26E



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          |                        |                          |                                  | 9,1% |
|---------------|------------------------|--------------------------|----------------------------------|------|
| D/E<br>81,8%  | Risk Free Rate<br>3,2% | $\beta$ Adjusted<br>1,2  | $\alpha$ (specific risk)<br>2,5% |      |
| $K_d$<br>2,5% | Market Premium<br>7,8% | $\beta$ Relevered<br>1,3 | $K_e$<br>15,1%                   |      |

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 9,1%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

| DCF                     | % of EV                    |
|-------------------------|----------------------------|
| FCFO actualized         | 5,4<br>17%                 |
| TV actualized DCF       | 27,4<br>83%                |
| <b>Enterprise Value</b> | <b>32,8</b><br><b>100%</b> |
| NFP (FY23A)             | (1,7)                      |
| <b>Equity Value</b>     | <b>34,5</b>                |

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value** di € 34,5 mln.

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

| €/mln | Growth Rate (g) | WACC |      |      |      |      |       |       |
|-------|-----------------|------|------|------|------|------|-------|-------|
|       |                 | 7,6% | 8,1% | 8,6% | 9,1% | 9,6% | 10,1% | 10,6% |
|       | 3,0%            | 55,5 | 49,8 | 45,1 | 41,2 | 37,9 | 35,1  | 32,7  |
|       | 2,5%            | 50,8 | 46,0 | 42,0 | 38,7 | 35,8 | 33,3  | 31,1  |
|       | 2,0%            | 46,9 | 42,8 | 39,4 | 36,4 | 33,9 | 31,6  | 29,7  |
|       | 1,5%            | 43,7 | 40,2 | 37,1 | 34,5 | 32,2 | 30,2  | 28,4  |
|       | 1,0%            | 40,9 | 37,9 | 35,2 | 32,8 | 30,8 | 28,9  | 27,3  |
|       | 0,5%            | 38,6 | 35,8 | 33,5 | 31,3 | 29,5 | 27,8  | 26,3  |
|       | 0,0%            | 36,5 | 34,1 | 31,9 | 30,0 | 28,3 | 26,8  | 25,4  |

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

| Company Name                           | EV/EBITDA     |               |               | EV/EBIT       |               |               | P/E           |               |               |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|  | FY24E         | FY25E         | FY26E         | FY24E         | FY25E         | FY26E         | FY24E         | FY25E         | FY26E         |
| Cyberoo S.p.A.                         | 11,2 x        | 8,4 x         | 7,1 x         | 14,9 x        | 11,2 x        | 8,9 x         | 23,8 x        | 17,2 x        | 13,5 x        |
| Fortinet, Inc.                         | 26,1 x        | 23,0 x        | 19,5 x        | 28,3 x        | 24,8 x        | 21,1 x        | 34,0 x        | 30,8 x        | 27,2 x        |
| Palo Alto Networks, Inc.               | 45,2 x        | 39,8 x        | 33,4 x        | 50,7 x        | 43,4 x        | 35,9 x        | 56,0 x        | 50,2 x        | 43,1 x        |
| Check Point Software Technologies Ltd. | 14,1 x        | 13,3 x        | 12,6 x        | 14,5 x        | 13,7 x        | 12,8 x        | 16,6 x        | 15,0 x        | 13,3 x        |
| Tenable Holdings, Inc.                 | 28,0 x        | 22,6 x        | 17,7 x        | 30,8 x        | 25,2 x        | 19,2 x        | 39,4 x        | 32,3 x        | 25,5 x        |
| Rapid7 Inc.                            | 17,7 x        | 15,9 x        | 13,8 x        | 20,5 x        | 17,6 x        | 15,1 x        | 17,5 x        | 16,1 x        | 15,5 x        |
| Zscaler, Inc.                          | 50,6 x        | 38,5 x        | 29,1 x        | 58,5 x        | 44,6 x        | 33,6 x        | 60,5 x        | 51,6 x        | 41,1 x        |
| <b>Peer median</b>                     | <b>26,1 x</b> | <b>22,6 x</b> | <b>17,7 x</b> | <b>28,3 x</b> | <b>24,8 x</b> | <b>19,2 x</b> | <b>34,0 x</b> | <b>30,8 x</b> | <b>25,5 x</b> |

Source: FactSet

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

| €/mln                                     | FY24E        | FY25E        | FY26E        |
|---|--------------|--------------|--------------|
| <b>Enterprise Value (EV)</b>              |              |              |              |
| EV/EBITDA                                 | 71,74        | 72,34        | 61,82        |
| EV/EBIT                                   | 29,72        | 32,25        | 30,67        |
| P/E                                       | 20,40        | 24,68        | 25,52        |
| <b>Enterprise Value post 25% discount</b> |              |              |              |
| EV/EBITDA                                 | 53,81        | 54,25        | 46,37        |
| EV/EBIT                                   | 22,29        | 24,19        | 23,00        |
| P/E                                       | 15,30        | 18,51        | 19,14        |
| <b>Equity Value</b>                       |              |              |              |
| EV/EBITDA                                 | 55,96        | 56,81        | 49,88        |
| EV/EBIT                                   | 24,45        | 26,75        | 26,51        |
| P/E                                       | 15,30        | 18,51        | 19,14        |
| <b>Average</b>                            | <b>31,90</b> | <b>34,02</b> | <b>31,84</b> |

Source: Integrae SIM

L'equity value di Vantea, utilizzando i market multiple EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E, dopo aver applicato uno sconto del 25,0% risulta pari a € 32,6 mln.

# Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

|                                |             |
|--------------------------------|-------------|
| Average Equity Value (€/mln)   | 33,6        |
| Equity Value DCF (€/mln)       | 34,5        |
| Equity Value Multiples (€/mln) | 32,6        |
| <b>Target Price (€)</b>        | <b>2,60</b> |

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 33,6 mln. Il **target price** è quindi di € 2,60 (prev. €3,00). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

| Implied Multiples | FY23A  | FY24E  | FY25E  | FY26E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| EV/EBITDA         | 12,5 x | 11,6 x | 9,9 x  | 9,1 x  |
| EV/EBIT           | 31,9 x | 30,3 x | 24,5 x | 19,9 x |
| P/E               | 56,9 x | 55,9 x | 41,9 x | 33,6 x |

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

| Implied Multiples | FY23A  | FY24E  | FY25E  | FY26E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| EV/EBITDA         | 9,4 x  | 8,7 x  | 7,5 x  | 6,8 x  |
| EV/EBIT           | 23,9 x | 22,7 x | 18,4 x | 14,9 x |
| P/E               | 43,4 x | 42,6 x | 32,0 x | 25,6 x |

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 Rivello, Alessandro Colombo, Edoardo Luigi Pezzella, Alessandro Elia Stringa and Alessia Di Florio 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 |
|------------|-------|----------------|--------------|--------|---------|
| 26/06/2023 | 3,39  | Buy            | 6,00         | Medium | Update  |
| 26/10/2023 | 1,68  | Buy            | 3,00         | 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](http://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 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, the role of broker in charge of the share buyback activity of Vantea SMART;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Vantea SMART SpA;
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.