

<b>Vantea</b>	<b>Italy</b>	<b>FTSE AIM Italia</b>	<b>IT, F&amp;B and Concierge</b>
<b>Rating: BUY</b>	<b>Target Price: € 7,55</b>	<b>Initiation of Coverage</b>	<b>Risk: Medium</b>

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	N/A	N/A	N/A	N/A
to FTSE AIM Italia	N/A	N/A	N/A	N/A
to FTSE STAR Italia	N/A	N/A	N/A	N/A
to FTSE All-Share	N/A	N/A	N/A	N/A
to EUROSTOXX	N/A	N/A	N/A	N/A
to MSCI World Index	N/A	N/A	N/A	N/A

Stock Data	
Price	€ 2,92
Target price	€ 7,55
Upside/(Downside) potential	158,4%
Bloomberg Code	VNT IM Equity
Market Cap (€m)	€ 35,04
EV (€m)	€ 34,43
Free Float (Greenshoe Included)	19,17%
Share Outstanding (Greenshoe Included)	12.000.000
52-week high	N/A
52-week low	N/A
Average daily volumes (3m)	N/A

Key Financials (€m)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Revenues	7,9	17,2	32,6	51,3
VoP	7,9	19,3	32,9	51,3
EBITDA	1,0	1,9	4,2	10,6
EBIT	1,0	1,5	2,8	7,9
Net Profit	1,3	1,6	1,9	5,5
EBITDA margin	12,9%	10,9%	12,9%	20,7%
EBIT margin	12,3%	8,9%	8,4%	15,3%
Net Profit margin	16,1%	9,2%	5,7%	10,7%

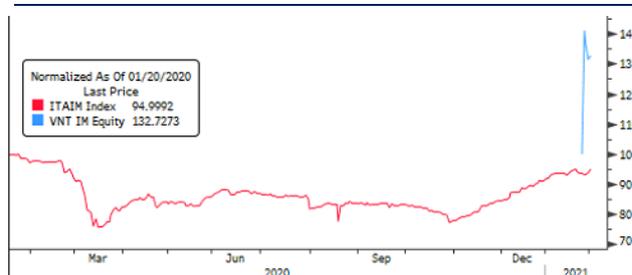
Main Ratios	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	33,8	18,3	8,2	3,2
EV/EBIT (x)	35,6	22,5	12,5	4,4
P/E (x)	27,7	22,1	18,9	6,4

### Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

### Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



### Company Overview

Il Gruppo Vantea, con sedi a Milano, Roma, Napoli e S.Cruz de Tenerife, opera sui mercati: Cybersecurity, ERP, distribuzione F&B con particolare riferimento al comparto Ho.Re.Ca e Concierge. Vantea realizza il paradigma economico della "diversificazione correlata". Le attività svolte, seppur apparentemente lontane tra loro, sono articolate in un ecosistema fortemente correlato dalla tecnologia informatica. L'Information Technology, pertanto, viene 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). Questo porta ad una redditività più elevata, meno rischiosa, più durevole e più efficiente.

### Market

Il mercato italiano della Cybersecurity dal 2016 al 2019, ha mostrato una crescita del 35%, passando da €976 mln a €1.317 mln (CAGR 16-19: 10,5%).

Riguardo il segmento ERP, il mercato italiano delle Software house produttrici di applicativi gestionali ha un valore pari a € 15 mld.

Il mercato Food and Beverage italiano, nel 2018, aveva un valore pari a € 236 mld, di questi, una quota pari al 36% riconducibile a spese per cibi e bevande consumati fuori da casa.

Il mercato globale del Concierge service, nel 2018, ha generato ricavi per \$ 540 mln. Secondo le stime questo mercato potrebbe crescere ad un CAGR 18-25 pari al 5,3%.

### 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 €93,6mln. L'equity value di Vantea utilizzando i market multiples risulta essere pari €87,5 mln (includendo un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 90,5 mln. Il target price è di € 7,55, rating BUY e rischio MEDIUM.

## Sommario

1.	Company Overview.....	3
1.1	L'attività .....	3
1.2	Storia Societaria.....	4
1.3	Azionisti.....	5
1.4	Key People.....	6
2.	Il Business Model.....	7
2.1	Diversificazione Correlata .....	7
2.2	Model.....	7
2.3	Modelli di Vendita .....	8
2.4	Portafoglio Prodotti e Servizi .....	10
2.5	Clienti.....	12
2.6	Fornitori .....	14
3.	Il mercato .....	16
3.1	Cybersecurity .....	16
3.2	Software ERP .....	18
3.3	F&B Ho.Re.Ca .....	19
3.4	Concierge .....	20
4.	Posizionamento Competitivo .....	21
4.1	Swot.....	23
5.	Economics & Financials.....	25
5.1	FY20E – FY24E Estimates Assumptions.....	26
5.2	FY20E – FY24E Estimates .....	28
5.3	Use of Proceeds.....	33
6.	Valuation.....	34
6.1	DCF Method .....	34
6.2	Market Multiples.....	36
7.	Equity Value .....	42

## 1. Company Overview

### 1.1 L'attività

Il Gruppo Vantea («Vantea»), con sedi a Milano, Roma, Napoli e S.Cruz de Tenerife è composto da: Vantea Smart SpA, Vantea SpA, Vantea Digital S.L, Vantea Smart Academy Srl e Paspartù Srl. Tramite le Società del Gruppo, le attività si sviluppano sui mercati: Cybersecurity, ERP, distribuzione F&B con particolare riferimento al comparto Ho.Re.Ca (Hotel, Restaurant and Café) e Concierge.

All'interno del Gruppo:

- **Vantea Smart SpA** opera nel settore della Cybersecurity ponendosi come punto di riferimento nello sviluppo di progetti di Identity ed Access Management e nell'evoluzione degli strumenti di Security Operations in ambito *end point* e *data center*;
- **Vantea SpA** opera nel mercato della distribuzione F&B con particolare riferimento al comparto Ho.Re.Ca. Grazie al know-how di settore e la collaborazione con gli specialisti IT di Vantea, opera tramite un modello di business innovativo, fondato sulla tecnologia;
- **Vantea Smart Academy Srl** è la Società di riferimento per risorse junior in ingresso. In collaborazione con le scuole e le università si definiscono percorsi formativi e di aggiornamento;
- **Vantea Digital S.L** è una Società neo-costituita a Tenerife, in zona ZEC, a forte vantaggio fiscale. Opera nel mercato del Digital Marketing e funge da presidio del Gruppo per il mercato spagnolo;
- **Paspartù Srl** opera principalmente nel mercato del Concierge (B2B e B2C). Le conoscenze di settore e le *skills* di comunicazione e assistenza vengono utilizzate per tutti i business del gruppo Vantea.

Vantea realizza il paradigma economico della “diversificazione correlata”. Le diverse attività svolte all'interno del Gruppo, pur essendo apparentemente molto lontane tra loro, sono articolate in un ecosistema fortemente correlato dalla tecnologia informatica. L'Information Technology, pertanto, viene 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). Questo porta ad una redditività più elevata, meno rischiosa, più durevole e più efficiente.

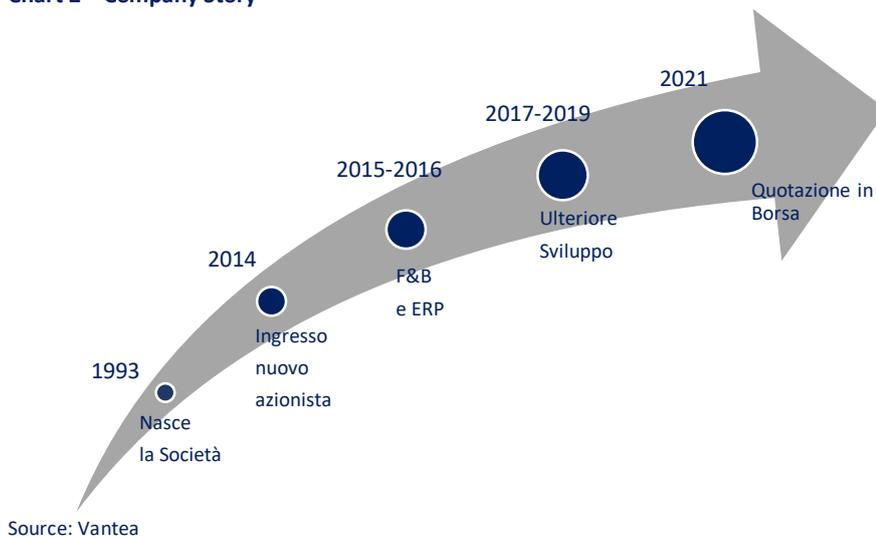
Chart 1 – Vantea



Source: Vantea

## 1.2 Storia Societaria

**Chart 2 – Company Story**



- Nel 1993, avviene la costituzione della Società Vantea.
- Nel 2014, con l'ingresso del nuovo e attuale azionista, Vantea inizia il proprio importante processo di trasformazione e crescita. Infatti, Vantea inizia il procedimento di creazione di una nuova identità IT e avvia il proprio processo di diversificazione correlata, vero segno distintivo del Gruppo.
- Nel 2015, viene acquistata una Società nel settore del Food and Beverage con valore della produzione pari a € 1,5 mln. Tale Società, all'interno del Gruppo, subisce una fondamentale trasformazione del business che passa dal tradizionale sistema monosettoriale ad un sistema multisettoriale. Nel 2016, inoltre, avviene l'acquisizione di un sistema ERP *on premise* che dà luogo ad una completa riprogettazione su architettura *cloud* a microservizi.
- Nel 2017, la Società apre la propria sede di Milano. Il 2018, invece, rappresenta un anno di profondi cambiamenti, infatti, la Società F&B acquisita nel 2015, raggiunto un valore della produzione pari a € 20 mln, viene ceduta e, all'interno del Gruppo, viene costituita una nuova società Ho.Re.Ca., la grande novità di tale Società consiste nell'abbandono della logistica interna e il passaggio alla logistica esterna, grazie al lavoro di reingegnerizzazione avviato sull'ERP proprietario. Nel 2019, Vantea apre due ulteriori sedi, una a Roma e una a Napoli, e avvia lo sviluppo di una piattaforma Software Ho.Re.Ca.
- In data 27/01/2021 Vantea ha concluso il processo di quotazione sul mercato AIM Italia al fine di reperire risorse finalizzate alla prosecuzione del processo di crescita. Inoltre, nel corso del 2020, Vantea ha acquisito il 90% di Paspertù, Società attiva nel mondo concierge, e ha avviato la realizzazione di una piattaforma per il mercato di riferimento. Nel corso dell'anno 2020, infine, è stata costituita Vantea Digital a Tenerife.

## 1.3 Azionisti

**Chart 3 – Shareholders**

Azionisti	Quota
Simone Veglioni	80,55%
Talia 2015 Srls	0,28%
Mercato	19,17%

Source: Vantea

Vantea Smart SpA è controllata per l'80,55% da Simone Veglioni, Amministratore Delegato della Società, per lo 0,28% da Talia 2015 Srls e per il restante 19,17% dal mercato.

I valori sopra indicati, sono stati calcolati assumendo l'integrale esercizio della greenshoe.

A sua volta, Vantea Smart SpA controlla il 100% di: Vantea SpA, Vantea Digital SL, Vantea SMART Academy Srl.

Infine, grazie ad un'operazione di acquisizione terminata nel corso del 2020, Vantea Smart SpA detiene una quota pari al 90% Paspartù Srl.

## 1.4 Key People

### **Simone Vegliani** – CEO

Laureato in Informatica e in Economia, ha anche conseguito un master in Legge e un Ph.D in Computer Science presso la Oxford University. Da sempre si impegna nella ricerca di un fondamento teorico all'esperienza pratica. Ha accumulato venti anni di esperienza consulenziale nel campo dell'Information Technology, della Finanza Ordinaria e dell'Organizzazione Aziendale in svariati settori (dal primario al terziario avanzato) dal 1996 al 2016. Inoltre, ha accumulato venti anni di esperienza imprenditoriale in PMI nel campo dell'Information Technology, della Moda e del Food & Beverage, dal 2000 al 2020.

### **Luciano Ricci** – Head of Business Development, Sales, Innovation, Partnership

Professionista affermato con un'esperienza internazionale di 26 anni nella fornitura di soluzioni ICT per primarie aziende italiane ed internazionali. Negli anni, infatti, è stato: Head of EMEA Networking & Security practice, E&Y Consultants dal 1998-2000, Head of EMEA Mobile Business Development, CISCO Systems dal 2000 al 2003, Head of Cybersecurity Competence Center, Telecom Italia dal 2003 al 2010, Senior Advisor board HSPI dal 2010 2012 e CEO In.Te.Ma.Co Sa (Innovation, Technology, Management Consulting), società specializzata in Homeland Security, Artificial Intelligence e sviluppo di droni, dal 2012 al 2019.

### **Paola Lepre** – Head of Delivery

Da 35 anni opera nell'ambito Information Technology. Ha dunque accumulato esperienza nella gestione di gruppi di risorse sempre più numerosi e nel rapporto con clientela enterprise. Da sempre coinvolta nell'organizzazione aziendale e nel controllo delle performance. Negli anni, è stata: Responsabile Grandi Clienti in Assioma SPA e Responsabile di Business Unit nel gruppo Nous Informatica. In Vantea dal 2011, è Membro del CdA.

### **Lara Lindozzi** – CEO di Vantea SpA e CFO del Gruppo

Inizia la propria attività lavorativa contestualmente a quella accademica. Nonostante la giovane età, ha accumulato 18 anni di esperienza in amministrazione di impresa, di cui 10 come responsabile. Ha operato sempre in imprese piccole e medie, arrivando a gestire l'amministrazione di un gruppo da 40 milioni di euro. Segue l'amministrazione di Vantea SMART dal 2013.

### **Michele Santoro** – CEO di Paspartù Srl

Ha completato studi in ambito economico in Italia, Inghilterra e Spagna. Ha avviato le sedi dello Studio Legale di famiglia a Tirana e Tunisi, affiancando imprenditori italiani e USA nell'ingresso in questi mercati, ha lanciato Paspartù, il primo servizio di Concierge in Italia, ha fondato e diretto DOLCE USA LLC: azienda specializzata nella produzione di dolci italiani premium per la grande distribuzione statunitense, tra le cinque aziende "dairy" più innovative del Nord America.

### **Annalisa Bravi** – Chief Human Resources Officer

Completati gli studi in Filosofia, ha conseguito un MBA - Master in Business Administration e un Master in Organizzazione e Sviluppo delle Risorse Umane, è Certified Assessor at Hogan Assessments e Certified ICF Coach. Lavora da 15 anni nel settore HR ed è stata: HR Specialist in Merck dal 2012 al 2016, HR Manager in Bank of Communications dal 2016 al 2017, HR Business Partner in AbbVie dal 2017 al 2019 ed è Chief Human Resources Officer in Vantea SMART dal 2019.

## 2. Il Business Model

### 2.1 Diversificazione Correlata

Vantea, nello sviluppo del proprio business, si affaccia a mercati molto differenti tra loro, perseguendo uno sviluppo aziendale di diversificazione strategica. Strategia che prevede l'espansione delle attività in nuovi mercati con nuovi prodotti/servizi rispetto a quelli tradizionalmente venduti dall'azienda. Elemento differenziante delle possibili configurazioni di diversificazione è il grado di correlazione. Correlazione che contribuisce con proporzionalità diretta a garantire il conseguimento di una redditività più elevata, meno rischiosa, più durevole e più efficiente, sfruttando le possibili situazioni di interdipendenza tra le Business Unit.

Tale processo si basa sull'idea secondo la quale maggiore è il grado di correlazione e maggiori sono le possibilità di perseguire una struttura efficiente.

La diversificazione non è un procedimento semplice da conseguire. L'utilizzo della Information Technology permette di raggiungere un grado di diversificazione e di correlazione soddisfacente, con maggior facilità.

### 2.2 Model

Il Gruppo Vantea sfrutta il proprio *know-how* nel comparto IT al fine di perseguire il proprio obiettivo di diversificazione correlata. Nel perseguimento di tale obiettivo, le competenze IT vengono sfruttate come fine di business ma anche come mezzo di business. L'*information technology* viene utilizzata come fine di business nell'ambito Cybersecurity, con l'offerta di servizi e consulenza in tema di *digital transformation*, tramite un approccio di *security by design* e *by default*. L'*information technology* viene, invece, utilizzata come mezzo di business in ambito sviluppo software, tramite prodotti e piattaforme e-commerce, sviluppati combinando il *know-how* IT con quello di processo dello specifico business.

#### Correlazione in entrata

Come detto, il punto di contatto di tutti i business svolti all'interno del Gruppo è rappresentato dallo sfruttamento dell'*information technology*, che viene impiegata nello sviluppo di tutti gli asset aziendali: la Suite ERP, il marketplace Ho.Re.Ca. e la app utilizzata in ambito concierge sono stati sviluppati interamente *in-house*.

Inoltre, la SuiteX ha un ruolo assolutamente centrale in tutte le Business Unit In particolare:

- è utilizzata per la gestione di tutti i processi aziendali;
- rappresenta la base su cui si è sviluppata l'esternalizzazione della logistica F&B Ho.Re.Ca.;
- è la base per la costruzione del Marketplace F&B Ho.Re.Ca.;
- è la base del *layer* di vendita di Paspartù, nell'ambito Concierge.

Infine, tutti i servizi relativi sia al monitoraggio di sicurezza, sia all'assistenza dei clienti SuiteX o Ho.Re.Ca. sia al Concierge, sono erogati da un comune service management che opera in logica ITIL e che deriva proprio dall'esperienza di Paspartù.

Queste interrelazioni rivelano la grande abilità nello sfruttamento della correlazione in entrata, grazie all'utilizzo dell'*information technology* e conducono a un importante grado di condivisione e risparmio sui costi di struttura.

### Correlazione in uscita

Oltre alla correlazione in entrata, il Gruppo presenta un forte grado di correlazione in uscita. Anche in questo caso, la correlazione, osservabile nelle possibilità di cross selling all'interno del Gruppo, è garantita dallo sfruttamento delle competenze in ambito *information technology*.

In particolare:

- i clienti della SuiteX sono tutti clienti target della Cybersecurity;
- i produttori Ho.Re.Ca. sono tutti clienti target della Cybersecurity;
- i clienti business del Concierge sono tutti clienti target della Cybersecurity;
- i clienti della Cybersecurity sono tutti clienti target del Concierge;
- i clienti della SuiteX sono tutti clienti target del Concierge;
- i produttori Ho.Re.Ca. sono tutti clienti target del Concierge;
- i produttori Ho.Re.Ca. sono tutti clienti target della SuiteX;
- i clienti F&B Ho.Re.Ca. sono tutti clienti target della SuiteX.

Le opportunità di cross selling, se adeguatamente sfruttate, possono consentire di incrementare notevolmente il valore della produzione e di creare relazioni salde e di lungo termine con i propri clienti, che vedono la possibilità di soddisfare esigenze molto diverse interfacciandosi con una sola controparte.

### 2.3 Modelli di Vendita

Il Gruppo ha adottato diversi modelli di vendita nelle diverse Business Unit, al fine di ottimizzare la propria attività.

- **Cybersecurity:** in questo business la crescita avviene attraverso due modalità: lo *scouting* di nuove tecnologie da presentare al cliente e un'articolata struttura commerciale. La vendita può derivare anche da *cross selling* nel Gruppo. Per il consolidamento del business in essere, non è necessario un grande sforzo commerciale: il rapporto con il cliente, una volta raggiunto un adeguato livello di fiducia, tende infatti a proseguire;
- **Software:** la vendita può avvenire tramite: e-commerce, partnership con rivenditori di microservizi, *lead generation* da rivenditori di altri servizi e prodotti, *lead generation* mediante call center e *cross selling* di Gruppo;
- **F&B con focus su Ho.Re.Ca.:** in questo ambito possiamo individuare due modelli di vendita, ovvero distribuzione/e-commerce e marketplace (go live previsto per il 2021).
  - Il modello di distribuzione/e-commerce è rappresentato dal tipico servizio offerto dalle Società del settore, tramite agenti, capi area, Category Manager e *hunter*. Questo sistema presenta un limite dimensionale: difficilmente, infatti, un agente può gestire più di 40/50 clienti. A differenza di altri distributori, il Gruppo si avvale di una logistica completamente esternalizzata.
  - Marketplace: una piattaforma, che sfrutta le competenze IT del Gruppo, che permette al cliente di effettuare la "spesa" quotidiana: il ristoratore, a fine serata, verifica i consumi e le giacenze e si dedica al riacquisto, utilizzando un portale completo e multisetoriale. In questo modo, il cliente non è costretto ad accedere all'e-commerce di ogni singolo produttore. Il marketplace

Ho.Re.Ca. di Vantea concede una vetrina ai produttori (soprattutto i piccoli, che non hanno facilità di accesso al mondo digitale) e sfrutta un sistema di logistica completamente in *outsourcing*.

- **Concierge:** il servizio Paspertù è vendibile B2B (per clienti che lo utilizzano come strumento di welfare aziendale o di fidelizzazione clientela) e B2C. Nella vendita B2B, il Gruppo si avvale della struttura commerciale classica, del *digital marketing* e del *cross selling* di Gruppo. Nella vendita B2C, invece, vengono sfruttati *digital marketing* e i rinnovi da *subscription business a consumer*.

## 2.4 Portafoglio Prodotti e Servizi

Vantea offre principalmente quattro diverse linee di prodotti e servizi:

- **Cybersecurity:** Vantea Smart opera nel settore della Cybersecurity ponendosi come punto di riferimento nel supportare i propri clienti nel *journey to cloud* mettendo in sicurezza processi, infrastrutture, applicazioni e dati. In una visione in cui la Cybersecurity partecipa alle performance aziendali, in uno scenario di rapida trasformazione, Vantea si è focalizzata nello sviluppo di progetti di Identity ed Access Management e nella progettazione ed implementazione di contromisure e di strumenti di Security Operations in ambito *end point* e *data center* (SIEM, SOAR, XSOAR, EDR, XDR).
- **Prodotti Software:** il Gruppo opera nel mercato degli ERP con la SuiteX, una soluzione sviluppata *in house* che presenta le seguenti innovazioni: è una soluzione Cloud native (rispetto a un'offerta attuale prevalentemente on-premise), a microservizi (rispetto a un'offerta attuale prevalentemente a moduli), è una soluzione integrata (univocità del dato tra i vari software) e fornisce una vetrina *e-commerce* nativa. La SuiteX ha concluso due anni di *testing* ed è in fase di lancio (*go live* previsto entro la fine del primo semestre 2021).
- **Food and Beverage con focus Ho.re.ca:** la conoscenza dei processi di business ed il controllo del dominio IT hanno permesso alcune importanti innovazioni del modello di business del settore: passaggio da monosettore a multisettore (dal 2014), passaggio da una *supply chain* internalizzata ad una completamente esternalizzata (dal 2019), passaggio da un mercato fisico al *digital marketplace* "menoo.com", il cui *go live* avverrà nel corso del 2021.
- **Personal Concierge:** il Gruppo, con Paspertù, è intenzionato ad innovare l'intero settore grazie al passaggio da un'assistenza telefonica ad un'assistenza su portale software con l'APP Paspertù. Il passaggio ad una infrastruttura informatica permette una migliore strutturazione del servizio ed una migliore raccolta dati. Dati che verranno utilizzati per migliorare il servizio, per prevedere alcune richieste e per suggerire opportunità.

### Cybersecurity

Nell'ambito della Cybersecurity, storica business line del Gruppo, vengono offerti servizi riguardo: Governance, Monitoraggio e Automatic Response, Contromisure e Asset. In particolare:

- **Governance:**
  - Identity Governance and Administration;
  - Access Management;
  - Security by design/Security by default;
  - GDPR Compliance.
- **Monitoraggio e Automatic Response:**
  - Api Management;
  - Incident Response Soar/Xsoar;
  - Security Data lake (SIEM, Telemetria di sicurezza);
  - Threat Intelligence Platform.
- **Contromisure:**
  - Security Engineering (Firewall, UTM, IDS/IPS, SD-WAN, SESA);
  - Endpoint Protection EDR/Xdr;

- Network Behavior Analysis & Anomaly Detection;
- Vulnerability Assessment & Penetration Test.

### Prodotti Software

Nell'ambito dei prodotti software, il Gruppo offre SuiteX, una soluzione composta da prodotti software sviluppati intorno all'ERP OneX, in grado di generare opportunità di *cross selling*:

- **OneX - ERP cloud nativo a microservizi** che genera una vetrina e-commerce e offre strumenti di *digital marketing*;
- **OrderX - APP per rete di agenti** che gestisce ordini, proposte commerciali, estratti conto, incassi e reportistica;
- **ClientX - APP per clienti business** che genera ordini in autonomia, gestendo la pianificazione della consegna e la reportistica;
- **ExpeditionX – Consegne** che coordina missioni per i trasportatori, tracciando i veicoli e gestisce ciclo degli incassi, resi e firma DDT.

### Food and Beverage con focus Ho.re.ca

Nell'ambito del food and beverage, il Gruppo presenta un'offerta caratterizzata da multisettorialità dei prodotti: questo permette ai clienti (operatori del segmento Ho.Re.Ca) di "fare la spesa" tramite i servizi offerti dal Gruppo. Tale distinzione, rispetto al tradizionale business monosettoriale, permette, infatti, al cliente di approvvigionarsi di tutto ciò di cui necessita il suo business, interfacciandosi con una sola controparte. A partire dal 2021, l'attività food and beverage sarà svolta tramite piattaforma IT.

### Personal Concierge

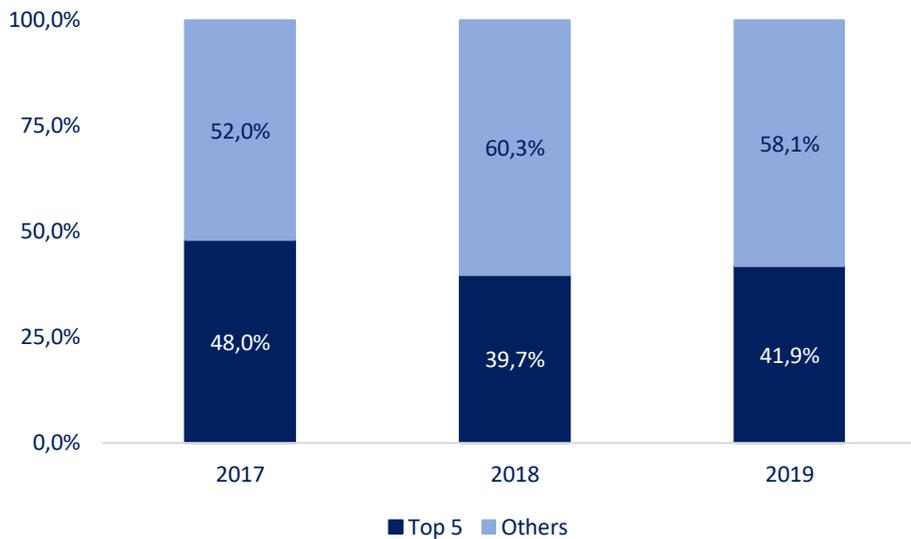
Nell'ambito Personal Concierge, la Società ha lanciato un'APP (in continuo aggiornamento) che permette di strutturare il servizio e raccogliere i numerosi dati scambiati. Può rappresentare un *layer* di vendita di prodotti. Tale linea di business, offre una gamma di servizi particolarmente diversificata. I principali servizi offerti possono essere raggruppati nelle seguenti categorie:

- **Casa**: in questo ambito vengono offerti servizi legati a: babysitter, domestici, operai e professionisti qualificati per lavori domestici;
- **Tempo Libero**: in questo ambito vengono offerti servizi legati a: ricerca e prenotazione ristoranti e locali, biglietti per teatri, eventi sportivi, concerti, cinema, attività ricreative, reperimento e consegna di fiori, regali e altro;
- **Trasporti e Viaggi**: in questo ambito vengono offerti servizi legati a: ricerca e prenotazione treni, aerei, bus, traghetti, noleggio auto, hotel, appartamenti, b&b, tour e guide turistiche;
- **Lavoro**: in questo ambito vengono offerti servizi legati a: assistente personale, ricerca informazioni, contatti, marketing, organizzazione transfer e altro;
- **Benessere e Salute**: in questo ambito vengono offerti servizi legati a: ricerca e prenotazione spa, beauty farm, massaggi, palestre e circoli sportivi, personal trainer, laboratori analisi;
- **Servizi Esclusivi**: in questo ambito vengono offerti servizi legati a: elitaxi, barche e jet, ville e chalet, auto sportive di lusso, feste ed eventi alto profilo.

## 2.5 Clienti

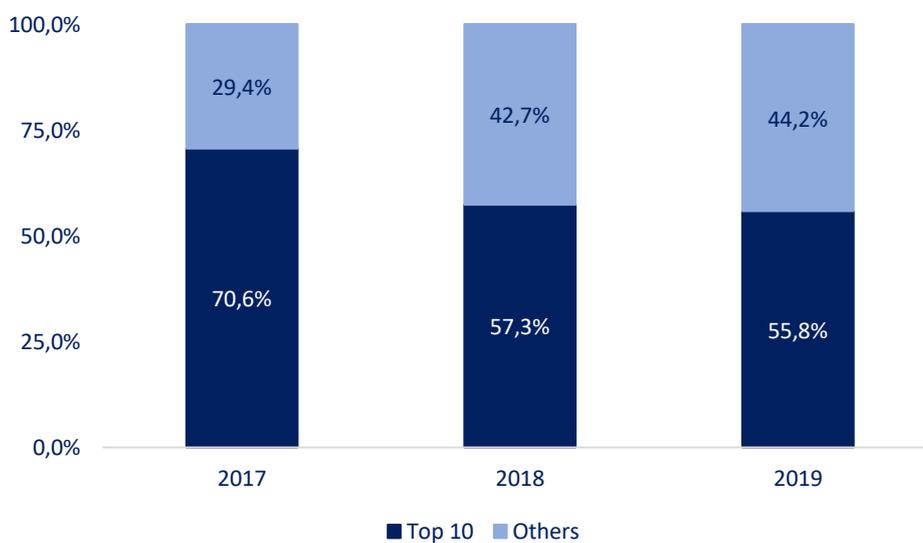
### 2.5.1 Clienti IT

**Chart 4 – Top 5 IT Client Weight**



Source: Integrae SIM

**Chart 5 – Top 10 IT Client Weight**



Source: Integrae SIM

Vantea, nel segmento Cybersecurity, nonostante le dimensioni ancora piuttosto limitate, annovera clienti di grande rilevanza in molti settori differenti, da quello industriale a quello finanziario. In ambito *security*, è fondamentale che si possa creare un rapporto di grande fiducia e di lungo periodo con i clienti. Per questo motivo, in genere i clienti, una volta testate le competenze e la capacità di essere sempre al passo con le ultime innovazioni di Vantea, tendono ad affidarsi al Gruppo, entrando in rapporti pluriennali. Questo è confermato dal fatto che molti dei clienti di maggior rilievo per Vantea, non hanno abbandonato i servizi offerti dal Gruppo negli ultimi anni. Nonostante le grandi dimensioni dei principali clienti, non si

riscontrano problemi di eccessiva concentrazione dei ricavi, i quali presentano, anzi, un buon livello di diversificazione.

Nel segmento software, la platea di potenziali clienti è in continua evoluzione (500.000 nuove partite IVA l'anno) e mostra crescente interesse verso prodotti innovativi (ad esempio integrati con la comunicazione social, il *digital marketing* e le piattaforme di *e-commerce*, oppure con servizi di fatturazione elettronica e servizi di firma digitale). La numerosità delle microimprese richiede un elevato numero di verticalizzazioni. L'approccio a micro-servizi (SaaS) risulta ideale per il Gruppo e per i propri clienti di riferimento.

#### 2.5.2 Clienti F&B focus Ho.re.ca.

Il Gruppo, nell'ambito food and beverage, è in grado di fornire ai propri clienti un servizio multiprodotto e con supply chain completamente esternalizzata. La clientela del Gruppo risulta molto variegata per tipologia e dimensione. È possibile, infatti, trovare nel portafoglio clienti quali ristoranti, bar, hotel, club, circoli e scuole. In crescita anche la componente relativa alle catene, che spesso prevedono acquisti centralizzati.

Per quanto riguarda i clienti del futuro marketplace, è ragionevole aspettarsi una clientela del tutto simile a quella del servizio di distribuzione, con questi che avranno la possibilità di interfacciarsi con una sola piattaforma per completare tutti gli acquisti necessari. Non escludiamo che la piattaforma possa estendersi anche ad una clientela retail alla ricerca di prodotti professionali.

#### 2.5.3 Clienti Concierge

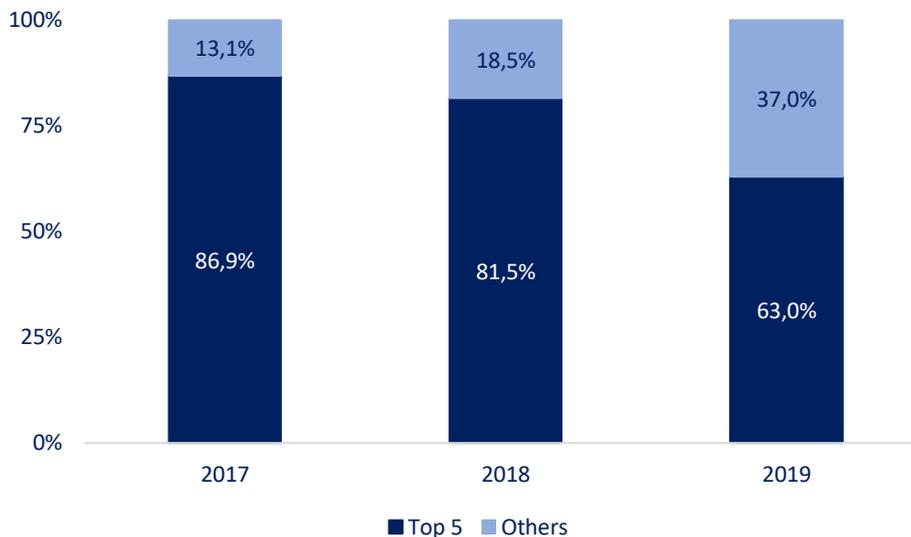
Ad oggi, non esiste alcun *player* in grado di soddisfare le richieste di tutti i potenziali clienti nell'ambito concierge. Per questo motivo, alcune grandi Società stanno iniziando a sviluppare *in house*, per i propri dipendenti, questo tipo di servizio. Cresce, infatti, per le aziende la necessità di offrire ai dipendenti benefit orientati al miglioramento del rapporto vita-lavoro. Proprio a questi soggetti si rivolge Vantea nello sviluppo di tale business.

Oltre alla clientela business, esiste anche una clientela retail composta da: privati, clienti e dipendenti di aziende, membri di associazioni che vengono a conoscenza del servizio poiché appartenenti a strutture comprese nella clientela corporate. Il servizio di personal concierge, infatti, riscontra un alto gradimento e un'alta *retention*, a prescindere dal ceto sociale.

## 2.6 Fornitori

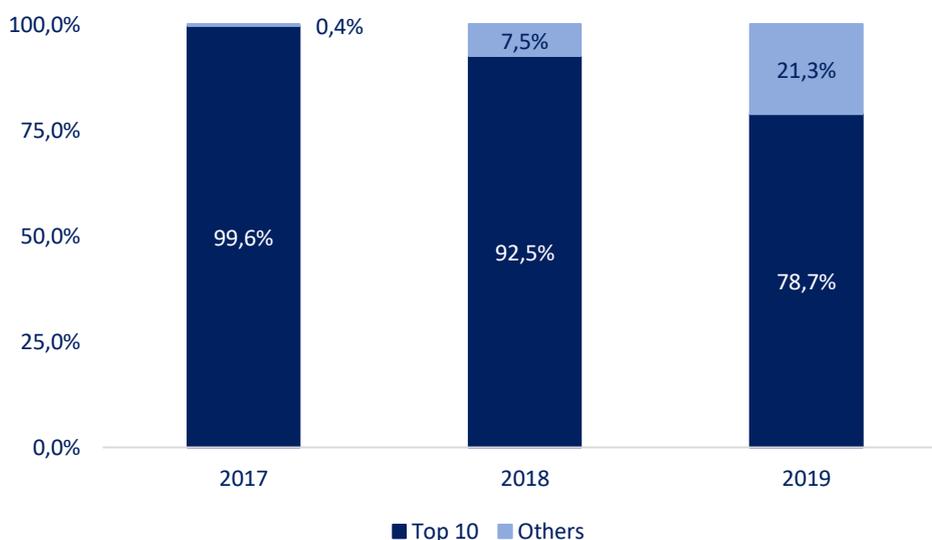
### 2.6.1 Fornitori IT

**Chart 6 – Top 5 IT Provider Weight**



Source: Integrae SIM

**Chart 7 – Top 10 IT Provider Weight**



Source: Integrae SIM

Per quanto riguarda il business relativo alla Cybersecurity, data l'importanza che i prodotti venduti hanno per i clienti, è fondamentale per il Gruppo fare riferimento ai maggiori player del mercato (IBM, Oracle, Broadcom, TrendMicro, Microsoft, Google e altri) per quanto riguarda la fornitura di prodotti e servizi. Un approccio moderno alla Cybersecurity prevede la costruzione di soluzioni che integrano le tecnologie presenti sul mercato. Vantea, oltre alle partnership con i maggiori *vendor* del settore, investe costantemente in ricerca di prodotti innovativi non ancora presenti sul territorio nazionale. L'adozione di nuovi prodotti permette di creare un vantaggio competitivo (un maggior potere tecnologico amplia il ventaglio delle soluzioni) e più alta marginalità (assenza di concorrenza). Tale struttura di business è in grado

di giustificare gli alti livelli di incidenza dei maggiori cinque e dei maggiori dieci fornitori sul totale. Infatti, la volontà è quella di rifornirsi dai principali player del mercato costruendo delle partnership in grado di generare migliori condizioni di acquisto.

Per quanto riguarda il mercato Software, i *player* del mercato ERP sviluppano principalmente in *insourcing*, avvalendosi in maniera solo residuale di fornitori. La tendenza è quella di aggiornare i software mantenendone l'architettura e migrandoli su piattaforme cloud.

#### 2.6.2 Fornitori F&B focus Ho.re.ca.

Nel segmento distribuzione F&B con particolare riferimento al comparto Ho.Re.Ca, i fornitori sono i principali produttori del mercato Food and Beverage globale. In Italia, inoltre, si contano numerosi piccoli produttori, in grado spesso di garantire prodotti di alta qualità. Nell'ambito del marketplace, la piattaforma del Gruppo può essere uno strumento importante, dal punto di vista dello sviluppo del business, anche per fornitori di piccole dimensioni che, senza un aiuto, non sarebbero in grado di emergere nel mondo digitale. Questo offre a Vantea la possibilità di ottenere ottime condizioni contrattuali nei confronti di tali fornitori.

#### 2.6.3 Fornitori Concierge

Nel mercato Concierge, i fornitori sono principalmente rappresentati dai fornitori dei prodotti e dei servizi erogati ai clienti. In particolare, i fornitori di Paspertù rispondono alle esigenze più disparate, tra mercato dei servizi e dei prodotti. La metodologia prevede accordi di partnership con i fornitori, basati sull'alto numero di *member* e sulla possibilità di pubblicare l'offerta nello spazio digitale fornito dalla APP. Le principali categorie di servizi e prodotti sono: benessere e salute, casa, trasporti e viaggi, lavoro, tempo libero e servizi esclusivi.

### 3. Il mercato

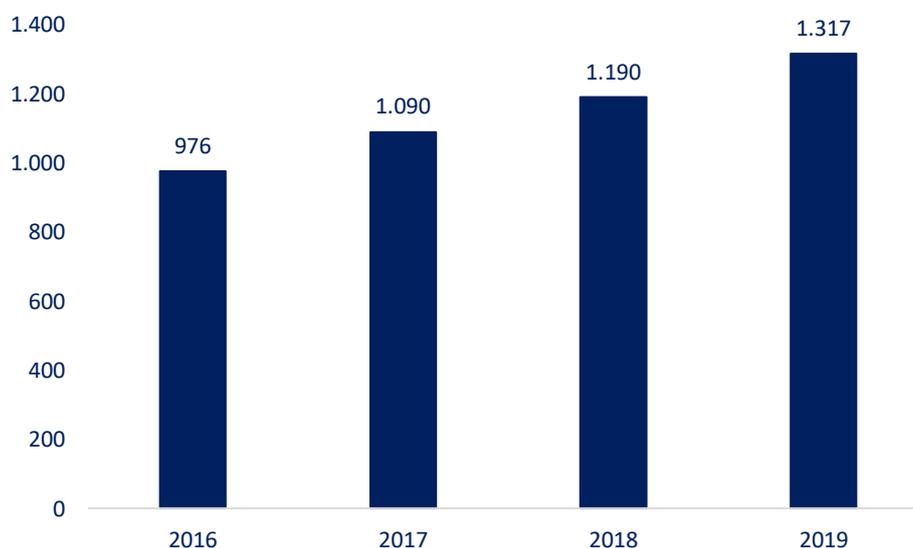
Vantea grazie alla diversificazione delle proprie attività, opera su quattro mercati differenti: Cybersecurity, Software ERP, distribuzione F&B con particolare riferimento al comparto Ho.Re.Ca. e Concierge.

#### 3.1 Cybersecurity

Nel mercato delle Cybersecurity, è possibile individuare alcuni elementi centrali:

- l'identità degli utenti: nel rispetto della privacy, i dati degli utenti sono il principale *asset* a disposizione della *cybersecurity*;
- i comportamenti anomali degli utenti: capire il comportamento standard di ogni utente consente di rilevare sul nascere anomalie pericolose;
- la reazione agli incidenti di sicurezza che possono coinvolgere qualsiasi asset sia aziendale che personale: l'Artificial Intelligence consente di circoscrivere molto velocemente attacchi malevoli mitigandone gli effetti.

**Chart 8 – Cybersecurity Expenses 2016-2019**

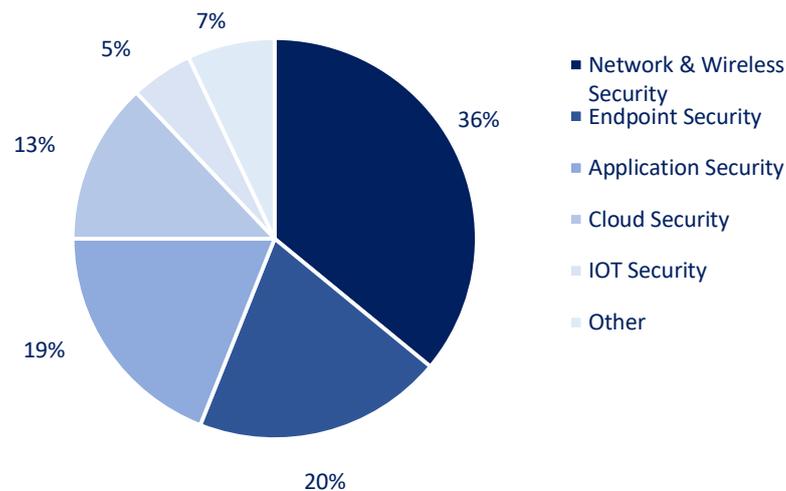


Source: Osservatori.net, Cybersecurity e Data Protection: Lo Scenario di Mercato in Italia, 2019

Il mercato italiano della Cybersecurity mostra importanti livelli di crescita, il valore complessivo del mercato, infatti, dal 2016 al 2019, ha mostrato una crescita del 35%, passando da €976 mln a €1.317 mln (CAGR 16-19: 10,5%). La crescita 2018-2019, invece, è stata pari a circa 11%: infatti, il valore del mercato nel 2018 era pari a € 1.180 mln.

La crescita, negli ultimi anni, è stata supportata da diversi fattori, tra i quali: una sempre maggior rilevanza del mondo digitale nella vita quotidiana, la trasformazione dei processi di *business corporate*, la trasformazione del rapporto tra lavoratori e aziende, la diffusione dell'epidemia Covid 19 (con conseguente aumento dello *smart working*) e l'ampliamento del perimetro da difendere.

**Chart 9 – Cybersecurity Expenses by Market Segment**



Source: Osservatori.net, Cybersecurity e Data Protection: Lo Scenario di Mercato in Italia, 2019

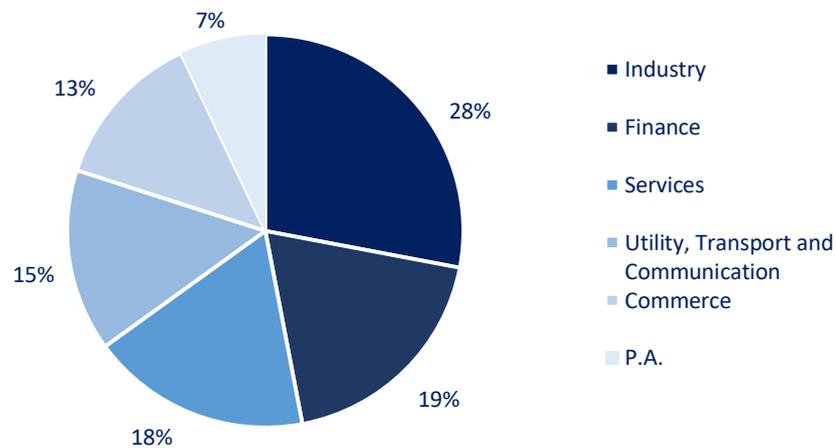
Nell’ambito Cybersecurity, è possibile individuare diversi segmenti di mercato. In particolare, il segmento più rilevante, in termini di ricavi generati, è quello del Network and Wireless Security, in grado di generare circa il 36% dei ricavi. Seguono, in termini di ricavi generati, i segmenti Endpoint Security ed Application Security, con quote rispettivamente pari al 20% e al 19%. Infine, esistono i segmenti Cloud Security e IOT Security che generano rispettivamente il 13% e il 5% dei ricavi del settore. Il restante 7% è generato tramite altri segmenti di minor rilevanza.

Secondo uno studio portato a termine da Osservatori.net, ci sono alcuni particolari elementi della Cybersecurity nei quali potrebbe aumentare di molto la spesa dei clienti. Questi sono: Vulnerability Management/Penetration Testing, Risk and Compliance Management, Security Information and Event Management, Identity Access Management/Privileged Access Management. Questi sono tutti elementi su cui Vantea opera.

### 3.2 Software ERP

Nel comparto IT, oltre che nella Cybersecurity, il Gruppo Vantea si occupa anche di Software ERP.

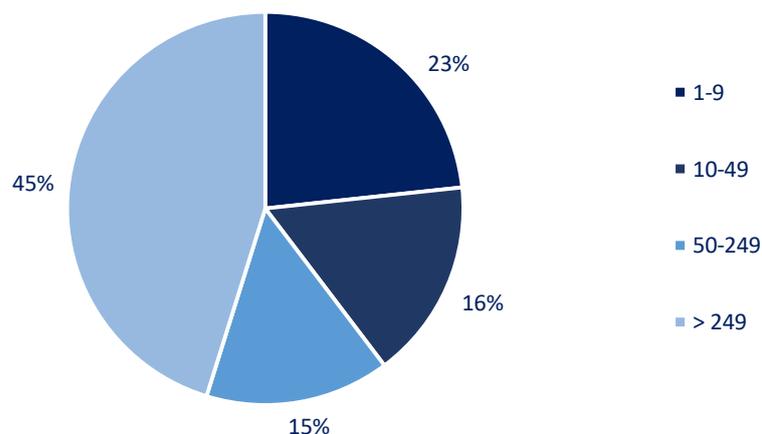
**Chart 10 – Software Expenses by Sector 2020**



Source: Assintel 2020

Il report Assintel 2020 ha scomposto le spese per Software sul mercato italiano per settore di appartenenza delle aziende clienti. Dei € 7,3 mld di spese previste per Software per il 2020: il 28% è legato al settore Industria, il 19% al settore Finanza, il 18% al settore Servizi, il 15% ai settori Utility, Trasporti e Comunicazione, il 13% al Commercio e il restante 7% alla Pubblica Amministrazione.

**Chart 11 – Software Expenses by Company Size Category 2020**



Source: Assintel 2020

Secondo le stime Assintel, le spese per Software, nel 2020, in Italia, riguarderanno tutte le tipologie di imprese, dalle più piccole (imprese con un numero di addetti compreso tra 1 e 9) che saranno responsabili per una quota pari a 23% del totale, alle più grandi (individuate da Assintel come le imprese con un numero di addetti superiore a 249) che saranno responsabili per una quota pari al 45% del totale. Le imprese comprese tra queste due categorie spenderanno, invece, una quota pari al 32% circa dei € 7,3 mld previsti.

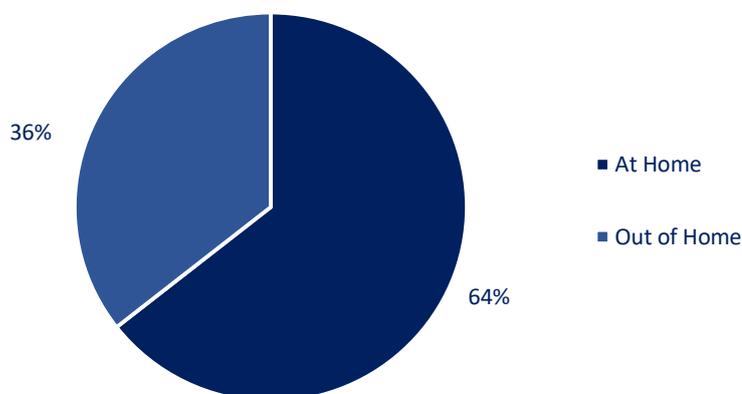
Più nello specifico, parlando di Software ERP, è possibile sottolineare alcune importanti evidenze:

- Il mercato italiano delle Software *house* produttrici di applicativi gestionali ha un valore pari a € 15 mld;
- Il 42% delle aziende utilizza il *multi-cloud*;
- Il 40% delle aziende afferma che una strategia *multi-cloud* semplifica e velocizza il ripristino in caso di emergenza;
- Il 47% delle aziende utilizza ERP *on-premise* ma, per estenderli al cloud, utilizza le API;
- Il 22% delle organizzazioni utilizza ERP *on-premise* ma cerca *hosting gestito/laaS*;
- Nel 2017, meno della metà delle aziende e organizzazioni ha implementato soluzioni basate su *cloud* o SaaS, mentre le restanti utilizzano piattaforme *on-premise*. Tale valore è cresciuto dal 2018, con implementazioni *cloud* e SaaS che hanno raggiunto l'85%;
- Il 76% delle aziende prevede di trasferirsi o è già passato al *cloud*;
- Nel 2020, il 30% di tutti i budget IT è destinato al *cloud computing*, per la maggior parte SaaS (48%), IaaS (30%) e PaaS (21%);
- L'ERP ospitato nel *cloud* è più economico del 30% rispetto alle soluzioni *on-premise*.

### 3.3 F&B Ho.Re.Ca

Secondo il Rapporto FIPE sulla ristorazione del 2019, il numero di imprese attive nel segmento del consumo di cibi e bevande fuori da casa è pari a 340.000. I consumi nella ristorazione sono in crescita, mentre quelli in casa risultano in diminuzione: tra il 2008 ed il 2018, la variazione della domanda nel mercato della ristorazione in Italia è stata positiva € 4,9 mld, a fronte di un taglio nei consumi alimentari in casa di oltre € 8 mld.

**Chart 12 – Food Expenses by Location**



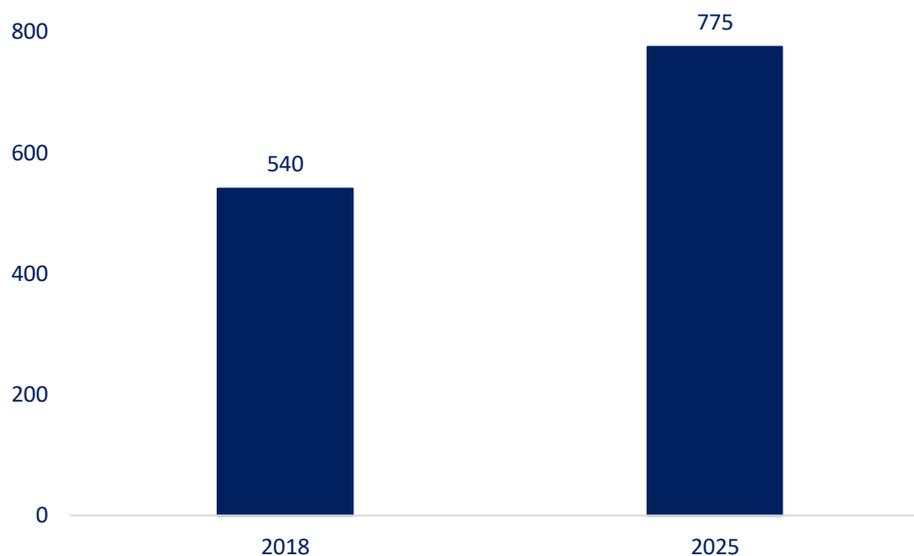
Source: FIPE su dati Istat, 2018

Secondo le stime, il mercato Food and Beverage italiano, nel 2018, aveva un valore pari a € 236 mld, di questi: una quota pari al 64% sono riconducibili a spese per cibi e bevande (escluse quelle alcoliche) consumate a casa, mentre, una quota pari al 36% è riconducibile a spese per cibi e bevande consumati fuori da casa. Il valore del mercato food and beverage fuori da casa è stato dunque pari a € 84 mld, in crescita dell'1,7% rispetto all'anno precedente.

Oltre al classico mercato della distribuzione B2B, il Gruppo ha in piano il lancio di un innovativo marketplace per la vendita nel settore Ho.Re.Ca di prodotti appartenenti al segmento merceologico food and beverage. Il mercato B2B, e-commerce, in Italia, grazie ad una crescita del 17%, ha raggiunto quota € 47 mld. L'e-commerce del segmento food and beverage, grazie al food delivery e al largo consumo, ha mostrato una crescita superiore di quella di mercato, pari al 19%. Nel 2020, con la diffusione dell'epidemia Covid-19, l'alimentare si è molto concentrato sul commercio online e tutto il mercato Ho.Re.Ca ha aumentato la propria attenzione sul mondo digitale.

### 3.4 Concierge

**Chart 13 – Concierge Revenues (Data in \$ mln)**



Source: Grand View Research, 2019

Il mercato globale del Concierge service, nel 2018, ha generato ricavi per circa \$ 540 mln. Secondo le stime di Grand View Research, questo mercato potrebbe crescere ad un CAGR 18-25 pari al 5,3%, arrivando a generare ricavi per \$775 mln.

Tuttavia, il mercato italiano è ancora in fase embrionale e non esistono Società in grado di soddisfare a pieno le esigenze di una clientela posizionata su fasce di prezzo accessibili. Per questo motivo, in Italia questo mercato è idealmente associato al segmento luxury. Vantea, con Paspertù, risponde alla crescente domanda business di *personal assistance* e gestione di *loyalty program* e concorsi a premi, offrendo il proprio servizio di concierge multiplatform. I servizi non si limitano alla fascia di prezzo premium/luxury ed accolgono richieste di ogni tipo (dall'esperienza wellness ai servizi per la casa).

#### 4. Posizionamento Competitivo

**Table 1 – Main Competitor Cybersecurity (2019 data)\***

	Revenues 2019	EBITDA 2019	EBITDA Margin 2019	EBIT 2019	EBIT Margin 2019	Net Income 2019	Net Income Margin 2019	NFP 2019	NFP/EBITDA 2019
Accenture	39.827,40	8.094,30	20,32%	5.852,40	14,69%	4.338,10	10,89%	-3.172,00	N/A
Reply	1.205,70	191,30	15,87%	154,10	12,78%	113,00	9,37%	-101,70	N/A
NTT Data	18.765,30	2.751,90	14,66%	1.103,10	5,88%	637,80	3,40%	4.956,40	180,11%
Engineering	878,76	90,22	10,27%	33,63	3,83%	14,73	1,68%	265,81	294,63%
<b>MEDIAN</b>	<b>9.985,50</b>	<b>1.471,60</b>	<b>15,27%</b>	<b>628,60</b>	<b>9,33%</b>	<b>375,40</b>	<b>6,39%</b>	<b>82,05</b>	<b>237,37%</b>
Vantea BU IT	6,50	0,95	14,65%	0,92	14,11%	1,25	19,21%	-0,40	N/A

\*Accenture 31/8/20, NTT Data 31/3/2020

Source: AIDA, elaborazione Integrae SIM

Vantea Smart si posiziona sul mercato Cybersecurity con un'offerta che abbraccia tutto il ciclo di vita delle tecnologie e della *governance* (*scouting* tecnologico ed *advisory*, progettazione, realizzazione, gestione e monitoraggio delle soluzioni offerte e dei processi implementati attraverso strumenti di mercato o cruscotti di monitoraggio di KRI, KPI, KFS). Il *target*, per quanto riguarda la clientela, è tipicamente rappresentato dall'azienda *enterprise* privata. Con il probabile aumento della domanda di *cybersecurity* da parte delle PMI, Vantea Smart potrà avvicinarsi a nuovi clienti tramite *cross-selling* sul mercato della SuiteX e della distribuzione F&B con particolare riferimento al comparto Ho.Re.Ca. In termini di completezza della propria offerta e di dimensione della clientela, il posizionamento di mercato di Vantea è simile a quello dei maggiori *player* del mercato, quali Accenture, Reply, NTT Data ed Engineering.

**Table 2 – Main Competitor Software (2019 data)**

	Revenues 2019	EBITDA 2019	EBITDA Margin 2019	EBIT 2019	EBIT Margin 2019	Net Income 2019	Net Income Margin 2019	NFP 2019	NFP/EBITDA 2019
Oracle	35.334,30	16.056,30	45,44%	12.844,70	36,35%	9.368,40	26,51%	28.616,70	178,23%
Sap	27.554,00	8.111,00	29,44%	6.239,00	22,64%	4.577,20	16,61%	10.756,00	132,61%
Team System	251,83	72,59	28,82%	-5,61	-2,23%	-28,43	-11,29%	745,58	1027,16%
Zucchetti	278,32	95,03	34,14%	84,39	30,32%	60,15	21,61%	207,26	218,10%
Bitage	0,62	0,04	6,50%	0,04	6,05%	0,03	4,70%	N/A	N/A
<b>MEDIAN</b>	<b>278,32</b>	<b>95,03</b>	<b>29,44%</b>	<b>84,39</b>	<b>22,64%</b>	<b>60,15</b>	<b>16,61%</b>	<b>5.750,79</b>	<b>198,16%</b>
Vantea BU IT	6,50	0,95	14,65%	0,92	14,11%	1,25	19,21%	-0,40	N/A

Source: AIDA, elaborazione Integrae SIM

Vantea si posiziona sul mercato ERP con la propria linea SuiteX, prodotti software gestionali, *cloud native*, su base SaaS. SuiteX è in grado di rispondere alle richieste dei clienti riguardo al presidio online, in maniera nativa, infatti: la vetrina viene generata automaticamente dall'ERP OneX e i dati anagrafici (articolazione dei prodotti e *pricing*), le logiche di funzionamento (ciclo attivo e ciclo passivo) e gli *analytics* sono quelli di OneX. Il prodotto Vantea, si posiziona ad un livello di ottimizzazione delle vendite online simile a quello dei maggiori competitor (SAP, Oracle e Teamsystem) ed è caratterizzato da una architettura Cloud Native che soltanto Oracle, con Netsuite, è in grado di garantire.

**Table 3 – Main Competitor Distribuzione F&B focus Ho.Re.Ca (2019 data)**

	Revenues 2019	EBITDA 2019	EBITDA Margin 2019	EBIT 2019	EBIT Margin 2019	Net Income 2019	Net Income Margin 2019	NFP 2019	NFP/EBITDA 2019
Doreca	183,67	6,21	3,38%	2,64	1,44%	1,25	0,68%	10,29	165,66%
Bernabei	9,93	0,10	0,97%	0,06	0,58%	0,02	0,02%	-0,65	N/A
Partesa	389,62	21,78	5,59%	6,37	1,64%	-4,07	-1,05%	20,55	94,36%
Birimport	18,40	0,80	4,34%	0,64	3,50%	0,32	1,74%	2,70	337,84%
<b>MEDIAN</b>	<b>101,03</b>	<b>3,50</b>	<b>3,86%</b>	<b>1,64</b>	<b>1,54%</b>	<b>0,17</b>	<b>0,35%</b>	<b>6,49</b>	<b>165,66%</b>
Vantea BU F&B	1,79	0,02	0,84%	0,01	0,34%	0,00	0,11%	-0,19	N/A

Source: AIDA, elaborazione Integrae SIM

Vantea ha introdotto due importanti innovazioni sul tradizionale modello distributivo F&B nel mercato Ho.Re.Ca.: la multisetorialità (ciclo del secco: bevande, gastronomia secca, detergenza, ciclo del fresco: ittica, carne, ortofrutta, gastronomia fresca e ciclo del surgelato: principalmente ittica) e logistica interamente *outsourced* (virtualmente a zero giacenze). Dette innovazioni permettono a Vantea di presentarsi al cliente come unico fornitore di riferimento, semplificando così la fase di approvvigionamento. Il modello di business multisetoriale permette a Vantea di acquisire distributori monosettoriali, per poi saturare la clientela su tutti i settori. Il servizio di Vantea, rispetto ai *competitor*, rappresenta un unicum in termini di multisetorialità ed esternalizzazione della logistica.

**Table 4 – Main Competitor Marketplace (2019 data)**

	Revenues 2019	EBITDA 2019	EBITDA Margin 2019	EBIT 2019	EBIT Margin 2019	Net Income 2019	Net Income Margin 2019	NFP 2019	NFP/EBITDA 2019
Tannico	20,25	-1,54	-7,62%	-1,59	-7,86%	-1,62	-7,98%	-2,87	N/A
Gustavo	0,03	0,02	60,71%	0,01	42,86%	0,01	35,71%	N/A	N/A
Officine Gastronomiche	1,19	0,06	5,36%	0,06	4,77%	0,04	3,60%	0,02	26,6%
<b>MEDIAN</b>	<b>0,61</b>	<b>0,00</b>	<b>5,36%</b>	<b>-0,01</b>	<b>4,77%</b>	<b>-0,01</b>	<b>3,60%</b>	<b>0,01</b>	<b>26,6%</b>
Vantea BU F&B	1,79	0,02	0,84%	0,01	0,34%	0,00	0,11%	-0,19	N/A

Source: AIDA, elaborazione Integrae SIM

Il marketplace di Vantea permetterà all'utente di effettuare, in un'unica sessione di acquisto, la spesa quotidiana: il ristorante, a fine serata, verifica i consumi e le giacenze e si dedica al riacquisto. Il marketplace Ho.Re.Ca. di Vantea è multisetoriale, concede una vetrina ai produttori (soprattutto i piccoli, che non hanno facilità di accesso al mondo digitale) e utilizza una logistica Ho.Re.Ca. in completo *outsourcing*. Ad oggi, sul mercato, non esiste un marketplace in grado di garantire un livello di multisetorialità simile a quello di Vantea. Infine, il servizio del Gruppo, a differenza di quello offerto da molti competitor, è in grado di offrire un servizio di logistica.

**Table 5 – Main Competitor Concierge (2019 data)\***

	Revenues 2019	EBITDA 2019	EBITDA Margin 2019	EBIT 2019	EBIT Margin 2019	Net Income 2019	Net Income Margin 2019	NFP 2019	NFP/EBITDA 2019
Quintessentially	2,24	0,13	5,62%	0,08	3,61%	0,01	0,22%	-0,86	N/A
Toplife Concierge	0,22	0,01	2,51%	0,00	0,20%	0,00	-0,58%	N/A	N/A
<b>MEDIAN</b>	<b>1,23</b>	<b>0,07</b>	<b>4,06%</b>	<b>0,04</b>	<b>1,91%</b>	<b>0,00</b>	<b>-0,18%</b>	<b>-0,86</b>	<b>N/A</b>
Vantea Concierge	0,19	0,07	38,54%	0,07	35,42%	0,04	18,23%	-0,06	N/A

\*Toplife Concierge 31/12/18

Source: AIDA, elaborazione Integrae SIM

Paspartù introduce una grande innovazione tecnologica nel mercato del Concierge mediante la App in fase di sviluppo. La App di Concierge diventa un *layer* a cui collegare altri servizi di vendita. La digitalizzazione del servizio permette la gestione di un più ampio *range* di clientela, rispondendo anche a richieste *basic*. Rispetto ai competitor, Vantea si colloca ad un livello inferiore in termini di prezzo e ad un maggior livello di personalizzazione del servizio.

#### 4.1 Swot

##### Strengths:

- Sfruttamento della diversificazione correlata;
- Forti competenze in ambito IT;
- Appetibilità nei confronti dei dipendenti, grazie a valori aziendali focalizzati sulla crescita della persona;
- Capacità di creare un ambiente di lavoro molto apprezzato;
- Cybersecurity:
  - Progetti *attractive* per il mercato del lavoro;
  - Approccio integrato ed eterogeneo;
  - *Scouting* e ricerca nuove tecnologie da portare sul mercato italiano;
- Software:
  - Architettura software integrata e a microservizi;
  - Soluzione cloud nativa;
  - Possibilità di sfruttamento dell'e-commerce;
- Distribuzione F&B focus Ho.Re.Ca:
  - Offerta multisettoriale;
  - Logistica completamente esternalizzata;
  - Giacenze di magazzino sostanzialmente nulle;
- Marketplace Ho.Re.Ca:
  - Offerta multisettoriale;
  - Possibilità di offrire una vetrina ai produttori;
  - Integrazione delle competenze informatiche;
- Concierge:
  - Utilizzo innovativo della tecnologia;
  - Flessibilità del servizio;
  - Possibilità di integrazione con le iniziative dei clienti.

##### Weaknesses:

- Cybersecurity:
  - Dimensione ancora limitata;
  - Presidio geografico ancora limitato;
- Software:
  - Servizio ancora in fase di startup;
- Distribuzione F&B focus Ho.Re.Ca:
  - Dimensione ancora limitata;
  - Presidio geografico ancora limitato;
- Marketplace Ho.Re.Ca:
  - Servizio ancora in fase di startup;
- Concierge:
  - Dimensione ancora limitata.

##### Opportunities:

- Possibilità di *cross selling* all'interno del Gruppo;
- Cybersecurity:
  - Opportunità derivanti dalla nuova *digital transformation wave*;
  - Ampliamento ad altri mercati verticali ed al mercato della PMI in logica servizi gestiti;
- Software:
  - Scalabilità delle funzioni;

- Integrazione con altri sistemi;
- Funzionalità di *digital marketing* e *business intelligence*;
- Distribuzione F&B focus Ho.Re.Ca:
  - Scalabilità del modello;
- Marketplace Ho.Re.Ca:
  - Scalabilità del modello;
  - Sviluppo sui mercati esteri;
- Concierge:
  - Vendita di prodotti;
  - Gestione di *loyalty program*;
  - Sfruttamento della crescente importanza del welfare aziendale.

**Threats:**

- Cybersecurity:
  - Avvio di un processo di consolidamento dei *player* attualmente presenti sul mercato italiano ancora troppo frammentato;
  - Totale messa in sicurezza della rete;
- Software:
  - Internazionalizzazione di principi, processi e lingua;
- Distribuzione F&B focus Ho.Re.Ca:
  - Ingresso sul mercato dei marketplace digitali;
- Marketplace Ho.Re.Ca:
  - Ingresso di importanti *player* sul mercato;
- Concierge:
  - Utilizzo di home devices;
  - Diffusione di portali specializzati.

## 5. Economics & Financials

**Table 6 – Economics & Financials**

<b>INCOME STATEMENT (€/mIn)</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>	<b>FY24E</b>
Revenues	7,87	17,20	32,60	51,30	79,30	116,80
Other Revenues	0,00	2,10	0,25	0,00	0,00	0,00
<b>Value of Production</b>	<b>7,87</b>	<b>19,30</b>	<b>32,85</b>	<b>51,30</b>	<b>79,30</b>	<b>116,80</b>
COGS	5,69	15,60	26,50	38,15	56,35	81,95
Services	0,73	0,80	1,05	1,25	1,50	1,80
Use of assets owned by others	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Employees	0,40	0,60	1,05	1,25	1,40	1,55
Other Operating Expenses	0,03	0,42	0,05	0,05	0,05	0,05
<b>EBITDA</b>	<b>1,02</b>	<b>1,88</b>	<b>4,20</b>	<b>10,60</b>	<b>20,00</b>	<b>31,45</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>12,9%</i>	<i>10,9%</i>	<i>12,9%</i>	<i>20,7%</i>	<i>25,2%</i>	<i>26,9%</i>
D&A	0,05	0,35	1,45	2,75	3,25	4,00
<b>EBIT</b>	<b>0,97</b>	<b>1,53</b>	<b>2,75</b>	<b>7,85</b>	<b>16,75</b>	<b>27,45</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>12,3%</i>	<i>8,9%</i>	<i>8,4%</i>	<i>15,3%</i>	<i>21,1%</i>	<i>23,5%</i>
Financial Management	0,67	0,65	(0,10)	0,00	0,05	0,10
<b>EBT</b>	<b>1,63</b>	<b>2,18</b>	<b>2,65</b>	<b>7,85</b>	<b>16,80</b>	<b>27,55</b>
Taxes	0,37	0,60	0,80	2,35	4,90	7,90
<b>Net Income</b>	<b>1,27</b>	<b>1,58</b>	<b>1,85</b>	<b>5,50</b>	<b>11,90</b>	<b>19,65</b>
<b>BALANCE SHEET (€/mIn)</b>						
<b>Fixed Assets</b>	<b>1,51</b>	<b>2,80</b>	<b>5,05</b>	<b>8,10</b>	<b>10,65</b>	<b>11,80</b>
Account receivable	4,79	3,45	8,40	11,40	16,20	22,80
Inventories	0,06	0,10	0,35	0,45	0,65	1,00
Account payable	1,84	1,20	4,75	6,60	10,00	15,30
<b>Operating Working Capital</b>	<b>3,01</b>	<b>2,35</b>	<b>4,00</b>	<b>5,25</b>	<b>6,85</b>	<b>8,50</b>
Other receivable	0,49	0,55	0,10	0,15	0,20	0,25
Other payable	1,52	0,80	0,90	2,55	3,95	4,75
<b>Net Working Capital</b>	<b>1,98</b>	<b>2,10</b>	<b>3,20</b>	<b>2,85</b>	<b>3,10</b>	<b>4,00</b>
Severance Indemnities & Other Provisions	0,31	0,35	0,75	1,40	2,15	2,95
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>3,19</b>	<b>4,55</b>	<b>7,50</b>	<b>9,55</b>	<b>11,60</b>	<b>12,85</b>
Share Capital	1,54	1,50	2,40	2,40	2,40	2,40
Reserves	0,99	2,29	7,37	9,23	14,73	26,63
Net Income	1,27	1,58	1,85	5,50	11,90	19,65
<b>Equity</b>	<b>3,80</b>	<b>5,37</b>	<b>11,63</b>	<b>17,13</b>	<b>29,03</b>	<b>48,68</b>
Cash & Cash Equivalent	1,66	2,33	5,23	8,28	17,73	35,88
Short Term Debt to Bank	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
M/L Term Debt to Bank	1,06	1,50	1,10	0,70	0,30	0,05
<b>Net Financial Position</b>	<b>(0,61)</b>	<b>(0,83)</b>	<b>(4,13)</b>	<b>(7,58)</b>	<b>(17,43)</b>	<b>(35,83)</b>
<b>SOURCES</b>	<b>3,19</b>	<b>4,55</b>	<b>7,50</b>	<b>9,55</b>	<b>11,60</b>	<b>12,85</b>
<b>CASH FLOW (€/mIn)</b>						
EBIT		1,53	2,75	7,85	16,75	27,45
Taxes		0,60	0,80	2,35	4,90	7,90
<b>NOPAT</b>		<b>0,93</b>	<b>1,95</b>	<b>5,50</b>	<b>11,85</b>	<b>19,55</b>
D&A		0,35	1,45	2,75	3,25	4,00
Change in receivable		1,34	(4,95)	(3,00)	(4,80)	(6,60)
Change in inventories		(0,04)	(0,25)	(0,10)	(0,20)	(0,35)
Change in payable		(0,64)	3,55	1,85	3,40	5,30
Change in others		(0,77)	0,55	1,60	1,35	0,75
<i>Change in NWC</i>		<i>-0,11</i>	<i>-1,10</i>	<i>0,35</i>	<i>-0,25</i>	<i>-0,90</i>
Change in provisions		0,04	0,40	0,65	0,75	0,80
<b>OPERATING CASH FLOW</b>		<b>1,21</b>	<b>2,70</b>	<b>9,25</b>	<b>15,60</b>	<b>23,45</b>
Capex		(1,6)	(3,7)	(5,8)	(5,8)	(5,2)
<b>FREE CASH FLOW</b>		<b>(0,43)</b>	<b>(1,00)</b>	<b>3,45</b>	<b>9,80</b>	<b>18,30</b>
Financial Management		0,65	(0,10)	0,00	0,05	0,10
Change in Debt to Bank		0,44	(0,40)	(0,40)	(0,40)	(0,25)
Change in Equity		(0,00)	4,40	0,00	0,00	0,00
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>		<b>0,66</b>	<b>2,90</b>	<b>3,05</b>	<b>9,45</b>	<b>18,15</b>

Source: stime Integrae SIM

## 5.1 FY20E – FY24E Estimates Assumptions

### 5.1.1 Business Unit IT

Per quanto riguarda la business unit IT, possiamo individuare due principali canali di generazione dei ricavi: IT e SuiteX.

Per i ricavi e la marginalità derivanti dal segmento **IT**, le nostre stime sono basate sulle seguenti *assumption*:

- CAGR 19-24 dei ricavi pari al 21%, sostanzialmente in linea con il CAGR di mercato atteso per i primi anni di piano, pari al 19% (fonte: Netconsulting);
- Margine, rispetto ai costi di produzione, del 35% per gli anni 2020E, 2021E, del 36% per gli anni 2022E e 2023E e del 37% per il 2024E (assumendo una maggior forza contrattuale del Gruppo), in linea con i dati storici;
- Numero di addetti che, secondo le nostre stime prudenziali, passerà dai circa 85 attuali ad oltre 200 nel 2024E. Crediamo che questo sarà possibile grazie a:
  - Un ambiente di lavoro disegnato intorno al benessere della persona, sia come ambiente fisico (bar, ristorante, sala giochi, area relax, un ambiente interamente circondato da arte), sia come ambiente sociale;
  - Un ambiente sempre stimolante in cui la formazione ha grande importanza;

Per i ricavi derivanti e la marginalità dalla **SuiteX**, le nostre stime sono basate sulle seguenti *assumption*:

- Mercato di riferimento composto da circa 4,6 mln di soggetti giuridici: numero di partite IVA in Italia (fonte: Osservatorio sulle Partite IVA);
- Numero di clienti prospect nel 2021E, pari all'1,5% circa del mercato. Tale valore, nelle nostre stime, cresce fino al 5,0% nel 2024E: questi valori possono essere considerati prudenziali, dato l'alto livello di innovazione del prodotto;
- Tasso di conversione della clientela piuttosto basso, pari allo 0,6% nel 2021E, in crescita fino ad un massimo dell'1% nel 2024E, rispetto ad una mediana del mercato e-commerce prossima al 2,5% (fonte: Digital Commerce 360, 2020);
- Churn rate posto in via prudenziale pari a 25% nel 2021E, in diminuzione fino a 10% nel 2024E;
- Ricavi medi mensili per cliente pari a € 100 nei primi anni di piano, in crescita a € 110 negli anni successivi, stimati in base al prezzo fissato dal Gruppo.

### 5.1.2 Business Unit F&B

Per quanto riguarda la business unit F&B, possiamo individuare due principali canali di generazione dei ricavi per gli anni di piano: distribuzione/e-commerce e Marketplace.

Per i ricavi e la marginalità derivanti dalla **distribuzione/e-commerce**, le nostre stime sono basate sulle seguenti *assumption*:

- Incremento del presidio geografico, grazie all'aumento del numero di città servite: oltre a Roma, negli anni di piano, ci aspettiamo l'inserimento di: Milano, Bologna, Torino, Genova e altre tre città;
- Aumento del numero di agenti a Roma, fino a 9 nel 2024E;
- Numero di agenti nelle nuove città presidiate che segue l'andamento storico e prospettico di Roma;

- Numero di clienti medio per agente pari a 35: tale valore è stimato in via prudenziale, la saturazione degli agenti si presenta intorno ai 40/50 clienti;
- Spesa mensile media per cliente compresa prudenzialmente tra € 2.000 e € 4.000 nelle città minori e tra € 4.000 e € 6.000 a Milano e Roma: tale valore risulta in crescita negli anni di piano, grazie alla fidelizzazione dei clienti;
- Marginalità sui prodotti in linea con quella storica per il 2020E: Beverage 26,00%, C/P/D/GS 30,00%, Ittica e Congelato 21,00%, Ortofrutta 26,00%, Carne 21,00% e Gastronomia fresca 24%. A tale marginalità abbiamo applicato un incremento dell'1% annuo, in funzione della crescita dei volumi commercializzati e della maggiore forza contrattuale con i fornitori;
- Incidenza media del costo per il servizio logistico del 9,00% per la consegna dei prodotti secchi e del 7,00% per i prodotti freschi, in linea con i valori storici;
- Provvigioni per gli agenti pari al 5%, in linea con la quota storica e riduzione fino al 2,5% negli anni di piano, considerando l'ampliamento dei ricavi gestiti da ciascun agente e le facilitazioni dovute alla progressiva affermazione sul mercato della piattaforma IT F&B.

Per i ricavi e la marginalità derivanti dal **Marketplace**, le nostre stime sono basate sulle seguenti *assumption*:

- Numero di clienti target leggermente inferiore al 50% del mercato, pari a circa 160.000 utenti, ipotizzando nella prima fase un focus su una parte del territorio nazionale. Per il 2021E, primo anno di operatività del marketplace, tale valore è stato prudenzialmente stimato a 100.000 (fonte: Camera di Commercio);
- Tasso di conversione della clientela in crescita da 0,33% del 2021E a 0,5% negli anni successivi, con un tasso cumulato pari all'1,8% nel 2024E, grazie ai continui investimenti in *digital marketing*. Tale valore risulta prudenziale rispetto ad una mediana dell'e-commerce food and beverage del 5,4% (fonte: Digital Commerce 360, 2020);
- Fatturato medio annuo per cliente in linea con i valori stimati, per la distribuzione, nelle città di minor rilevanza: pari a €27.000 il primo anno, in crescita fino a € 48.000, grazie ad una maggiore fidelizzazione del cliente;
- Churn rate del 25% il primo anno, in diminuzione fino a 10% nel 2024E, grazie alle azioni di fidelizzazione e al progressivo miglioramento del servizio;
- Incidenza media del costo per il servizio logistico del 9,00% per la consegna dei prodotti secchi e del 7,00% per i prodotti freschi, in linea con i valori storici.

### 5.1.3 Business Unit Concierge

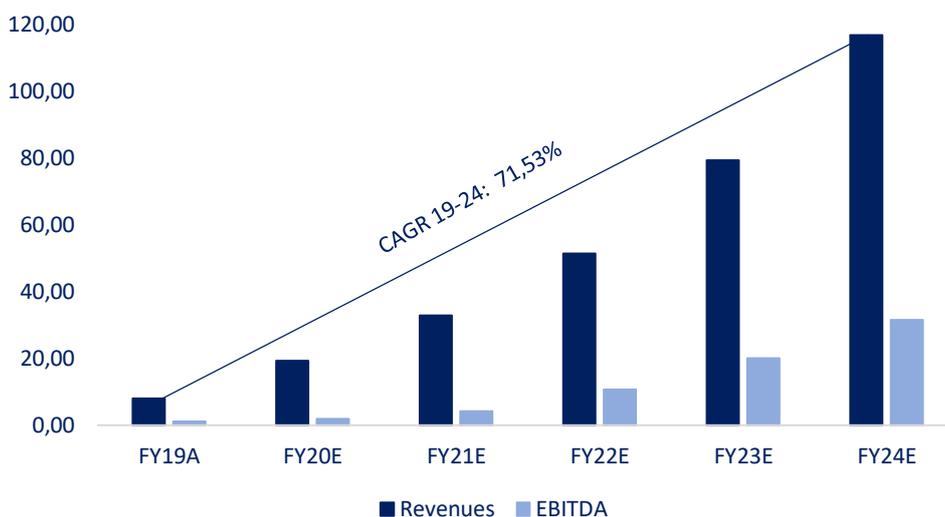
Per i ricavi e la marginalità derivanti dal servizio di **Concierge**, le nostre stime sono basate sulle seguenti *assumption*:

- I ricavi Corporate potenziali sono stati stimati sulla base di contrattazione già in essere;
- Sui ricavi Corporate potenziali è stato applicato un tasso di riduzione, prudenziale, pari al 4% nel 2020E, in crescita fino a 20% nel 2023E e 2024E;
- Numero di clienti privati prospect pari a 100.000 nel 2020E e in crescita fino a 300.000 nel 2024E, in base a contrattazione già in essere;
- Tasso di conversione della clientela pari a 0,16% nel 2021E, in crescita fino a 1,20% nel 2024E, rispetto ad una mediana del mercato e-commerce prossima al 2,5% (fonte: Digital Commerce 360, 2020);
- Churn rate pari al 30% il primo anno (2021E), in diminuzione fino a 15% nel 2024E;

- Ricavo medio per cliente pari a € 200, in base al prezzo per il servizio fissato dal Gruppo;
- Provvigioni per gli agenti pari al 5%, sui soli ricavi corporate, in linea con la quota storica degli agenti del Gruppo.

## 5.2 FY20E – FY24E Estimates

Chart 14 – VoP, EBITDA19A-24E



Source: elaborazione Integræ SIM

Per i prossimi anni, ci aspettiamo un incremento del valore della produzione che, secondo le nostre stime, passerà da € 7,87 mln del 2019A a € 116,80 mln del 2024E (CAGR19A-24E: 71,53%), grazie principali driver di crescita riportati di seguito:

### Business Unit IT

- **Cybersecurity e servizi IT.** Uno dei temi principali del segmento IT è l'attrazione di risorse in un mercato in cui la domanda è maggiore dell'offerta. Considerando questa situazione, crediamo che la Società potrà crescere grazie a:
  - Investimenti mirati all'acquisizione di risorse tecniche senior e junior in formazione, finalizzati al rafforzamento dell'offerta;
  - Focus su ricerca e sviluppo e sulla formazione delle risorse in appoggio ad istituti tecnici e università, grazie anche all'academy aziendale;
  - Maggior stabilità dei ricavi grazie a rapporti pluriennali con i clienti di maggiori dimensioni;
  - Nuova clientela, sfruttando anche sinergie ed alleanze, con altri *player* di settore, con focus, nell'ambito di tali *partnership*, sull'erogazione di servizi di cybersecurity;
  - Sviluppo di nuova clientela anche nel mercato delle Società di medie dimensioni e PMI: tale mercato, infatti, risulta in grande crescita e sarà sempre più rilevante nel mondo della Cybersecurity.

- **Software.** La crescita del business sarà possibile, secondo noi, grazie a:
  - Lancio sul mercato dell'ERP in cloud del prodotto SuiteX, sfruttando il focus commerciale della Società anche sul segmento PMI;
  - Azioni di *digital marketing* per la vendita delle licenze in modalità *e-commerce*;
  - Sfruttamento delle potenzialità di *cross selling* nel Gruppo, soprattutto con riferimento ai clienti dell'area food and beverage (possibili target della linea software);
  - Partnership con società o gruppi in grado di creare sinergie per il mercato target di SuiteX.
- **Rivendita prodotti IT.** Ci aspettiamo che la linea possa crescere grazie al completamento dell'offerta, affiancando i servizi IT e la vendita dell'ERP, con la rivendita di prodotti di terzi. I clienti target sono sia Società di grandi dimensioni sia PMI.

#### Business Unit F&B

La linea food and beverage, secondo le nostre stime, sarà in crescita grazie ad un ulteriore sviluppo del mercato di distribuzione/e-commerce già presidiato e al lancio del marketplace. I principali driver di crescita di tale business unit risultano essere:

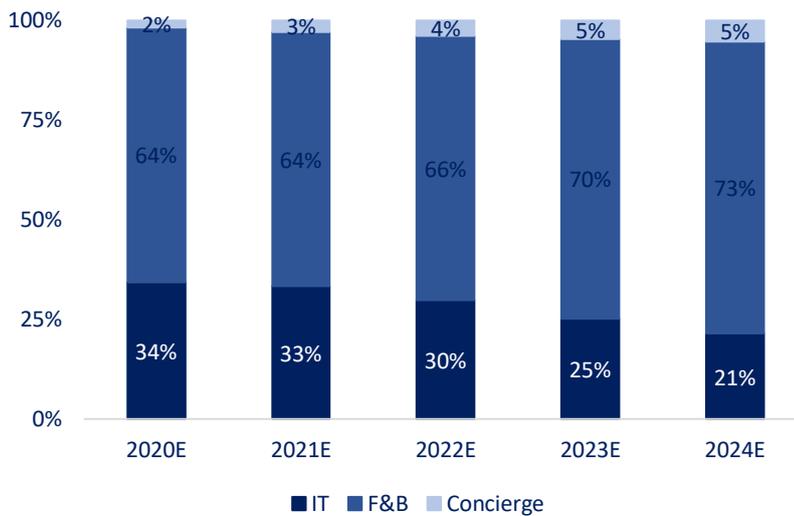
- Rafforzamento dei processi operativi già in essere, grazie al potenziamento della rete commerciale nei confronti dei clienti già acquisiti, ampliamento dei comparti dell'offerta e accordi privilegiati con operatori di logistica (dato il completo *outsourcing* della funzione);
- Ampliamento della presenza geografica su alcune delle principali città italiane ad alto tasso di crescita, grazie alla definizione di rapporti stabili con nuovi agenti e alla clientela già acquisita;
- Piena implementazione di una piattaforma IT dedicata: l'utilizzo di una piattaforma IT potrebbe avere effetti *disruptive* sul mercato di riferimento;
- Crescita dell'azione commerciale supportata sia dagli agenti sia dallo sviluppo di azioni di *digital marketing*, finalizzate ad acquisire e fidelizzare la clientela;
- Sfruttamento delle potenzialità di *cross selling* nel Gruppo, soprattutto con riferimento ai clienti di SuiteX.

#### Business Unit Concierge

La linea concierge opera in un mercato, quello italiano, ancora poco sviluppato. Crediamo che i ricavi di tale linea potranno crescere grazie ai seguenti principali driver:

- Definizione di contratti ed accordi con alcune grandi aziende e rafforzamento dell'azione commerciale sulle grandi aziende e sui grandi istituti finanziari e assicurativi;
- Azione commerciale sulla clientela privata, anche utilizzando i *feedback* dei contatti acquisiti tramite i rapporti con gli utilizzatori sopra descritti;
- Forte azione di marketing, anche digitale, per il rafforzamento e la diffusione del *brand*;
- Sfruttamento delle potenzialità di *cross selling* nel Gruppo.

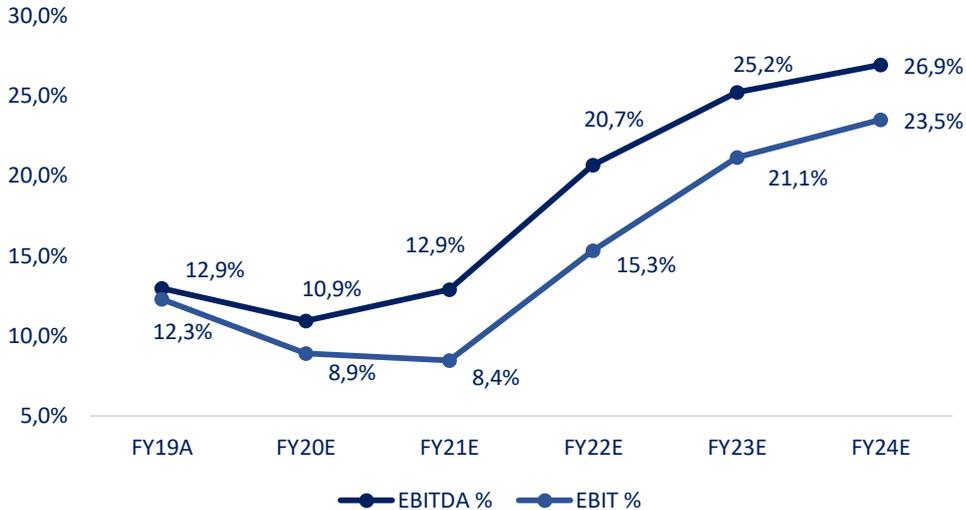
**Chart 15 – Revenues by BU 20E-24E**



Source: elaborazione Integrae SIM

Come è possibile osservare dal grafico precedente, in termini di ricavi generati, la Business Unit F&B sarà sempre più rilevante negli anni di piano. Allo stesso modo, anche la linea Concierge ci aspettiamo che incrementi la propria incidenza sul totale. L'aumento di queste due Business Unit porterà ad una riduzione relativa dell'incidenza della Business Unit IT.

**Chart 16 - EBITDA% and EBIT% 19A-24E**

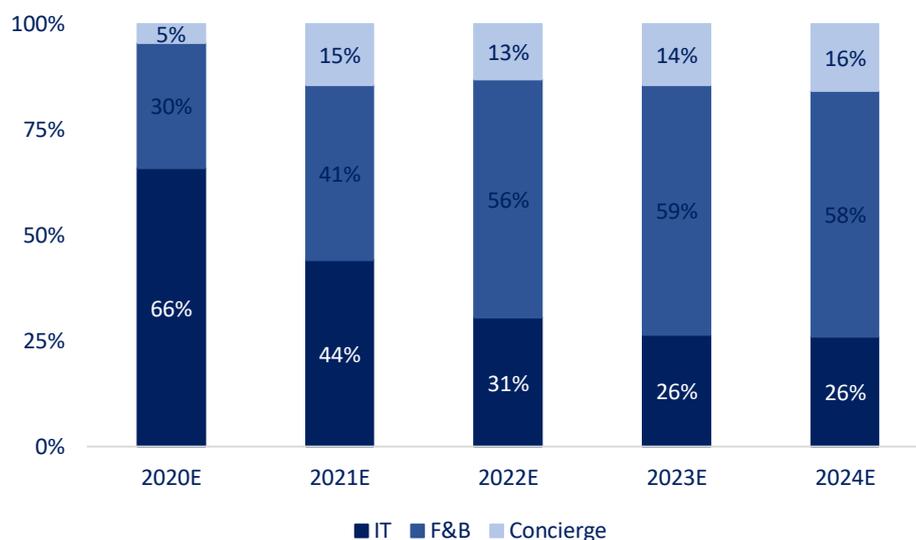


Source: elaborazione Integrae SIM

Ci aspettiamo un incremento dell'EBITDA che, secondo le nostre stime, passerà da € 1,02 mln del 2019A a € 31,45 mln del 2024E, con conseguente incremento della marginalità che, secondo le nostre stime, passerà dal 12,9% registrato nel 2019A al 26,9% nel 2024E. Crediamo che la Società sarà in grado di aumentare la propria marginalità in ognuna delle linee di business:

- **Business Unit IT:**
  - Nel comparto Cybersecurity, ci aspettiamo una crescita del numero degli addetti e del numero di progetti che porta all'incremento delle sinergie di costo. Alcuni *task* possono infatti essere svolti da *team* che lavorano su progetti differenti, portando alla creazione di economie di scala;
  - Nel comparto Software, la possibilità di sfruttare economie di scala risulta ancora più rilevante: il prodotto venduto può essere infatti replicato con costi prossimi allo zero.
- **Business Unit F&B:**
  - Nel comparto di distribuzione, crediamo che la marginalità crescerà soprattutto in relazione alla maggior forza contrattuale, considerato che l'attività è caratterizzata da costi in prevalenza variabili;
  - Per quanto riguarda il marketplace, crediamo che la sua introduzione avrà effetti positivi sulla marginalità della business unit;
  - La marginalità della business unit beneficerà della sempre maggior incidenza del marketplace, che presenta una maggior redditività rispetto all'attività distributiva/e-commerce.
- **Business Unit Concierge:** essendo un business in via di sviluppo, ad oggi alcuni costi fissi risultano molto rilevanti sulla marginalità. Va da sé che la crescita dei volumi porti ad evidenti economie di scala. Inoltre, ci aspettiamo anche una crescita della forza contrattuale che potrà avere ulteriori e positivi effetti sulla marginalità.

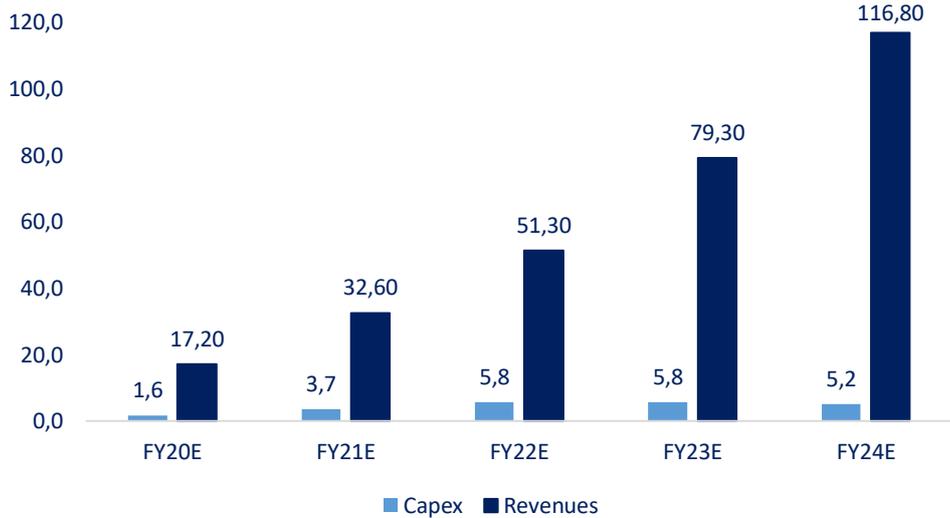
Chart 17 – EBITDA by BU 20E-24E



Source: elaborazione Integrae SIM

Come per i ricavi, secondo le nostre stime, anche in termini di marginalità, sarà possibile osservare un incremento del contributo delle Business Unit F&B e Concierge.

**Chart 18 – Revenues, Capex 20E-24E**



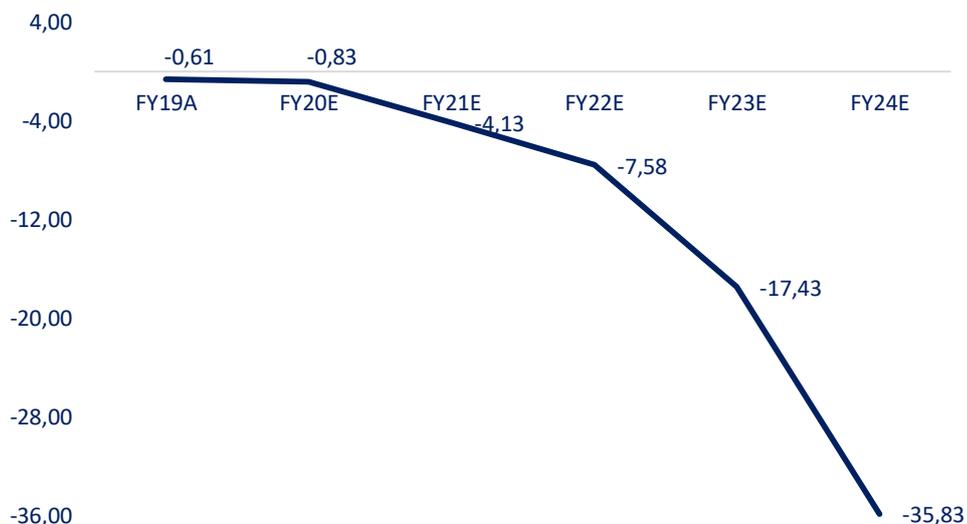
Source: elaborazione Integrae SIM

A livello di Capex, per i prossimi anni, ci aspettiamo che il Gruppo possa continuare i propri investimenti su tutte le linee di business:

- **Business Unit IT.** Ci aspettiamo investimenti per la realizzazione della piattaforma IT (30% circa degli investimenti totali);
- **Business Unit F&B.** Ci aspettiamo investimenti in: logistica, per l'espansione territoriale, acquisizione di nuovi agenti e *digital marketing* (55% circa degli investimenti totali);
- **Business Unit Concierge.** Ci aspettiamo soprattutto investimenti in *digital marketing* (15% circa degli investimenti totali).

I capex 2021E, comprendono inoltre i costi sostenuti per la quotazione.

**Chart 19 - NFP 19A-24E**



Source: elaborazione Integrae SIM

Crediamo che il Gruppo possa continuare a migliorare la propria NFP nei prossimi anni, grazie ai flussi di cassa positivi generati dalla gestione caratteristica di ognuna delle Business Unit di Vantea. La NFP mostra un sensibile miglioramento nel 2021E, grazie alla raccolta derivante dall'operazione di IPO.

### 5.3 Use of Proceeds

Vantea ha concluso la quotazione sul mercato AIM Italia al fine di reperire risorse finalizzate a dare maggiore impulso al processo di crescita. In particolare, crediamo che la Società potrà investire i proventi della quotazione per continuare la propria crescita sia per linee esterne sia per linee interne.

- Per quanto riguarda la crescita per linee interne:
  - **IT:** crediamo che l'obiettivo principale sia lo sviluppo del mercato estero. Il primo obiettivo potrebbe per esempio essere costituito dal potenziamento e dall'accelerazione dei progetti legati alla neo-costituita Vantea Digital SL con sede in Tenerife in zona ZEC (area con forti agevolazioni fiscali), per facilitare la penetrazione sul mercato iberico;
  - **F&B:** crediamo che l'obiettivo principale possa essere l'accelerazione del progetto Marketplace, tramite un *boost* allo sviluppo di nuove funzionalità della piattaforma e soprattutto all'incremento del budget di spesa destinato all'attività di *digital marketing*;
  - **Concierge:** crediamo che l'obiettivo principale sia l'accelerazione della crescita B2C mediante un incremento di budget destinato al *digital marketing*. Inoltre, in via residuale, crediamo che Vantea possa anche considerare di attivare lo sviluppo di una soluzione di Artificial Intelligence per la risposta automatica al *member*. Il *know-how* acquisito potrà essere trasferito agli altri servizi d'assistenza dei business del Gruppo.
- Per quanto riguarda la crescita per linee esterne:
  - **IT:** crediamo che l'obiettivo principale possa essere rappresentato da una Società di Cybersecurity con competenze e mercati complementari a quello di Vantea Smart. Potranno anche essere prese in considerazione Società che operano con approccio *time & material*, idealmente con prevalenza di addetti di giovane età da formare su competenze di Cybersecurity. Altro obiettivo è potenzialmente rappresentato da Società che hanno sviluppato servizi a consumo da integrare nell'HUB SuiteX, per un'integrazione di tipo verticale.
  - **F&B:** crediamo che l'obiettivo principale sia rappresentato da investimenti sul mercato estero come quello iberico e quello sud-est europeo, teste di ponte su cui avviare lo sviluppo estero del marketplace. Anche nel F&B potrebbe essere presa in considerazione un'integrazione di tipo verticale, mediante l'acquisizione di produttori di F&B ad alta marginalità potenziale;
  - **Concierge:** crediamo che l'obiettivo principale sia rappresentato dall'acquisizione di competitor, in grado di favorire la crescita grazie all'incremento dei fattori produttivi. Disponendo, grazie alla App Paspertù, di un mercato di sbocco per prodotti e servizi, anche in questo caso, il Gruppo potrebbe prendere in considerazione un'integrazione di tipo verticale mediante l'acquisizione di aziende di servizi (*network marketing*).

## 6. Valuation

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

### 6.1 DCF Method

**Table 7 – WACC**

<b>WACC</b>		<b>8,51%</b>
Risk Free Rate	-0,17% $\alpha$ (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,85% Beta Adjusted	1,0
D/E (average)	11,11% Beta Relevered	1,1
Ke	9,34% Kd	1,50%

Source: Integrae SIM

In particolare:

- Il Risk-Free Rate è rappresentato dal Rendistato di dicembre 2020 con scadenza compresa tra i 3 anni e 7 mesi e 4 anni e 6 mesi;
- Il Market Premium coincide con il premio per il rischio del mercato italiano calcolato dal Professor A. Damodaran;
- D/E è calcolato in base alle stime di Integrae SIM;
- Ke è stato calcolato tramite CAPM;
- Alfa, ovvero rischio specifico aggiuntivo, tipico degli investimenti azionari in imprese caratterizzati da ridotte dimensioni operative. Trattandosi di piccole dimensioni, lo small cap risk addizionale è stato assunto pari al 2.5%, valore medio tra quelli suggeriti dai principali studi in materia (Massari Zanetti, Valutazione Finanziaria, McGraw-Hill, 2004, pag. 145, A. Damodaran, Cost of Equity and Small Cap Premium in Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets, III edizione 2012, Guatri Bini, Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende, 2009 pag. 236);
- Il Beta è stato calcolato come media dei Beta dei due Panel utilizzati nella metodologia dei multipli;
- Il tasso di crescita  $g$ , per prudenza, è stato fissato all'1%;
- Kd coincide con l'attuale costo del debito della Società.

Utilizzando questi dati, risulta un WACC di 8,51%.

**Table 8 – DCF Valuation**

<b>DCF Equity Value</b>		<b>93,6</b>
FCFO actualized	23,6	26%
TV actualized DCF	65,9	74%
<b>Enterprise Value</b>	<b>89,4</b>	100%
NFP (FY21E)	(4,1)	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, ne risulta un *equity value* di **€ 93,6 mln.**

**Table 9 – Equity Value – Sensitivity Analysis**

€/mln		WACC						
		7,0%	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%
Growth Rate (g)	2,5%	144,8	130,9	119,6	110,1	102,0	95,1	89,1
	2,0%	133,2	121,6	111,9	103,7	96,7	90,6	85,2
	1,5%	123,7	113,9	105,5	98,3	92,1	86,6	81,7
	1,0%	115,8	107,3	100,0	93,6	88,0	83,1	78,7
	0,5%	109,2	101,7	95,2	89,5	84,5	80,0	75,9
	0,0%	103,4	96,8	91,0	85,9	81,3	77,2	73,5
	-0,5%	98,5	92,5	87,3	82,6	78,4	74,7	71,2

Source: Integrae SIM

## 6.2 Market Multiples

Al fine di catturare al meglio la diversificazione del Gruppo, abbiamo condotto la valutazione utilizzando i multipli di due diversi Panel:

- Il primo contenente Società appartenenti al mercato IT;
- Il secondo contenente Società appartenenti al mercato F&B.

### 6.2.1 Composizione del Panel "IT"

**Reply SpA (Italy)** è specializzata nella progettazione e nella realizzazione di soluzioni basate sui nuovi canali di comunicazione e media digitali. Costituita da un modello a rete di aziende altamente specializzate, Reply affianca i principali gruppi industriali europei appartenenti ai settori Telco & Media, Industria e Servizi, Banche e Assicurazioni e Pubblica Amministrazione nella definizione e nello sviluppo di modelli di business abilitati dai nuovi paradigmi del Big Data, Cloud Computing, Digital Media e Internet degli Oggetti. I servizi di Reply includono: Consulenza, System Integration e Digital Services.

**Cyberoo SpA (Italy)** PMI Innovativa emiliana specializzata in *cybersecurity* per le imprese, nasce nel 2008 all'interno di un retaggio aziendale più ampio, consolidando l'odierno business nel 2019. L'azienda si occupa di sicurezza informatica a 360°, intesa non solo come protezione dei sistemi informatici dagli attacchi esterni ma come realizzazione di una vera e propria strategia in grado proteggere, monitorare e gestire il valore inestimabile delle informazioni.

**Cy4gate SpA (Italy)** si impegna nella progettazione, nello sviluppo e nella produzione di tecnologie, prodotti, sistemi e servizi per fornire soluzioni in ambito: cyber intelligence, sicurezza informatica e minacce elettroniche. Opera attraverso le divisioni di business Cyber Intelligence e Cyber Security. La divisione Cyber Intelligence crea e vende, in licenza, programmi che raccolgono e analizzano informazioni provenienti da open source in Internet o dai social media, attraverso l'uso di dispositivi elettronici e digitali. La divisione Cyber Security è specializzata in prodotti e servizi che proteggono i sistemi informatici e che analizzano, catalogano e contrastano le minacce.

**Fortinet Inc (USA)** fornisce soluzioni di sicurezza informatica a diverse tipologie di aziende, come enterprise, fornitori di servizi di comunicazione e piccole imprese. Opera attraverso i seguenti segmenti: Sicurezza di rete, Fortinet Security Fabric, Cloud Security e IOT e Tecnologia Operativa.

**Palo Alto Networks Inc (USA)** si impegna a fornire soluzioni di sicurezza di rete a imprese, fornitori di servizi ed enti governativi. Opera all'interno dei seguenti segmenti geografici: Americhe, Europa, Medio Oriente e Africa, Asia-Pacifico e Giappone.

**Check Point Technology Inc (USA)** opera nello sviluppo di soluzioni software e nel mercato hardware per la sicurezza informatica. Gli ambiti operativi dell'azienda comprendono: la prevenzione delle minacce, i *firewall* di nuova generazione, la sicurezza mobile e la gestione della sicurezza. Le sue soluzioni si rivolgono a: sistemi per punti vendita, sportelli automatici, cloud privati e pubblici e fornitori di servizi di telecomunicazioni.

**NCC Group Plc (UK)** è una holding che fornisce servizi di sicurezza informatica, software per la sicurezza e servizi di consulenza. Opera attraverso i segmenti Escrow e Assurance. Il segmento Escrow sviluppa, fornisce e utilizza applicazioni software aziendali per la protezione degli utenti finali. Il segmento Assurance comprende la consulenza in materia di sicurezza.

**F-Secure Oyj (Finland)** sviluppa prodotti per la sicurezza dei dati. L'azienda fornisce soluzioni di sicurezza gestite centralmente per le imprese. I prodotti F-Secure includono antivirus, crittografia dei file e soluzioni di sicurezza di rete per desktop, server, laptop e palmari. L'azienda vende in tutto il mondo servendosi di rivenditori specializzati.

**SAP SE (Germany)** lavora nella fornitura di software applicativi aziendali e dei servizi relativi al funzionamento del software. Opera attraverso i seguenti settori: Applicazioni, Tecnologia e Servizi, Intelligent Spending e Qualtrics. Il segmento Applicazioni, Tecnologia e Servizi comprende licenze software, abbonamenti cloud e servizi correlati. Il segmento Intelligent Spending comprende le reti aziendali basate sul cloud, gli abbonamenti all'offerta cloud e i relativi servizi professionali e didattici. Il segmento Qualtrics vende soluzioni cloud.

**Table 10 – IT Companies Comparables 2019 (data in € mln)\***

FY2019A	Reply S.p.A.	Cyberroo SpA	CY4Gate SpA	Fortinet Inc.	Palo Alto Networks Inc.	Check Point Software Techno	NCC Group plc	F-Secure Oyj	SAP SE	Peer Median	Vantea IT
Country	Italy	Italy	Italy	USA	USA	USA	UK	Finland	Germany		
Mkt Cap	2.598,2	37,2	60,6 (current)	16.261,1	20.937,6	15.043,6	474,8	483,5	147.813,6	2.598,2	
EV	2.496,5	34,0	61,4 (current)	14.462,6	20.709,3	11.553,7	521,9	499,4	158.569,6	2.496,5	
<b>Profitability</b>											
Sales	1.205,7	5,6	7,1	1.926,3	3.077,0	1.782,1	300,8	217,3	27.554,0	1.205,7	6,5
EBITDA	191,3	2,4	3,0	376,2	111,7	819,2	50,3	23,2	8.111,0	111,7	1,0
EBIT	154,1	1,1	2,4	307,5	-147,0	787,8	21,8	5,6	6.239,0	21,8	0,9
Net Profit	113,0	0,7	1,9	293,6	-169,4	737,3	13,3	3,3	4.557,2	13,3	1,2
EBITDA Margin	15,9%	42,9%	42,3%	19,5%	3,6%	46,0%	16,7%	10,7%	29,4%	19,5%	14,7%
EBIT Margin	12,8%	19,6%	33,8%	16,0%	-4,8%	44,2%	7,2%	2,6%	22,6%	16,0%	14,1%
Net Profit Margin	9,4%	12,5%	26,8%	15,2%	-5,5%	41,4%	4,4%	1,5%	16,5%	12,5%	19,2%
<b>Capital Structure</b>											
NFP	-101,7	-3,2	-0,8	-1.798,5	-228,3	-3.489,9	47,1	15,9	10.756,0	-3,2	-0,4
NFP/EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0,9x	0,7x	1,3x	0,9x	N/A

\* Dati Palo Alto 31/07/20, Dati NCC Group 31/05/20

Source: Bloomberg

### 6.2.2 Composizione del Panel "F&B"

**Performance Food Group (USA)** si occupa del mercato e della distribuzione di prodotti alimentari. Opera attraverso i seguenti segmenti: Foodservice, Vistar, e Corporate. Il segmento Foodservice fornisce cibo e prodotti alimentari a ristoranti, catene di ristoranti e altri operatori della ristorazione. Il segmento Vistar offre caramelle, snack e bevande ai clienti del settore vending, ai servizi di distribuzione di caffè per gli uffici, ai cinema e ai teatri. Il segmento Corporate comprende le attività amministrative generali e alcune operazioni che non sono considerate negli altri segmenti.

**US Food Holding Corp (USA)** opera come distributore di prodotti alimentari. I suoi prodotti includono prodotti alimentari surgelati e secchi e prodotti non alimentari per i clienti del foodservice in tutti gli Stati Uniti. La società offre servizi con i marchi Chef's Line, Pasado, Glenview Farms, Cattleman's Selection, Cross Valley Farms, Harbor Banks, Hilltop Hearth, Devonshire e Metro Deli.

**Sysco Corporation (USA)** si occupa della vendita, del marketing e della distribuzione di prodotti alimentari a ristoranti, strutture sanitarie e educative e strutture ricettive. Opera attraverso i seguenti segmenti: U.S. Foodservice Operations, International Foodservice Operations, SYGMA, e Corporate. U.S. Foodservice Operations è costituito da: U.S. Broadline Operations, aziende che si occupano di carne e frutti di mare, FreshPoint ed European Imports. Il segmento International Foodservice Operations comprende le attività svolte in: Canada, Europa, Bahamas, Messico, Costa Rica e Panama. Il segmento SYGMA si occupa, infine, della filiera di distribuzione personalizzata. Gli altri segmenti comprendono le attività di fornitura alberghiera e Sysco Labs, che si occupa di una suite di soluzioni tecnologiche.

**MARR SpA (Italy)** fondata nel 1972, è una società leader in Italia nella distribuzione specializzata di prodotti alimentari alla ristorazione extra domestica ed è controllata da Cremonini SpA. Attraverso un'organizzazione composta da circa 800 dipendenti e oltre 850 tecnici commerciali, MARR serve oltre 45.000 clienti (principalmente ristoranti, hotel, pizzerie, resort, mense aziendali), con un'offerta che include oltre 15.000 prodotti alimentari, tra cui pesce, carne, alimentari vari, ortofrutta con diversa tipologia di conservazione (congelato, fresco e secco). La società opera su tutto il territorio nazionale attraverso una rete logistico-distributiva costituita da 35 centri di distribuzione, incluse 2 piattaforme di stoccaggio e 5 cash&carry, 3 agenti con deposito e si avvale di oltre 750 automezzi. La struttura operativa è organizzata con l'obiettivo di consegnare, ogni giorno ed entro 24 ore dal ricevimento dell'ordine, i prodotti richiesti.

**Premium Brands Holdings Corp. (Canada)** produce e distribuisce una grande varietà di prodotti alimentari. Si tratta, infatti, di un'azienda di trasformazione alimentare con impianti di produzione in Canada e negli Stati Uniti. L'azienda commercializza carni lavorate, panini e hamburger preconfezionati e surgelati. Premium Brands fornisce prodotti ai clienti del settore alimentare, al dettaglio e all'ingrosso in Canada e negli Stati Uniti.

**Metcash Limited (Australia)** si occupa della distribuzione e della commercializzazione di beni di consumo. Opera principalmente attraverso i seguenti segmenti: Food e Liquor. Il segmento Food comprende la distribuzione di un'ampia gamma di prodotti e servizi a supermercati e punti vendita al dettaglio indipendenti. Il segmento Liquor offre alcolici e superalcolici ai punti vendita indipendenti e agli alberghi.

**Table 11 – F&B Companies Comparables (data in € mln)**

FY2019A	Performance Food Group	US Food Holding Corp	Sysco Corporation	MARRSpA	Premium Brands Holdings Corp.	Metcash Limited	Peer Median	Vantea F&B
Country	USA	USA	USA	Italy	Canada	Australia		
Mkt Cap	3.289,0	8.195,0	23.640,6	1.353,8	2.349,3	1.509,7	2.819,2	
EV	5.701,7	12.700,5	31.731,5	1.553,3	2.972,9	1.995,4	4.337,3	
<b>Profitability</b>								
Sales	22.691,6	23.172,0	47.844,1	1.651,4	2.456,5	7.935,1	15.313,4	1,79
EBITDA	457,0	1.047,9	2.431,4	112,4	198,1	450,3	453,7	0,02
EBIT	106,4	698,6	1.591,1	96,8	125,1	354,6	239,9	0,01
Net Profit	51,6	396,9	933,5	65,7	63,7	117,3	91,5	0,00
EBITDA Margin	2,0%	4,5%	5,1%	6,8%	8,1%	5,7%	5,4%	0,8%
EBIT Margin	0,5%	3,0%	3,3%	5,9%	5,1%	4,5%	3,9%	0,3%
Net Profit Margin	0,2%	1,7%	2,0%	4,0%	2,6%	1,5%	1,8%	0,1%
<b>Capital Structure</b>								
NFP	2.412,7	4.505,5	8.090,9	199,5	623,6	485,7	1.518,2	-0,2
NFP/EBITDA	5,3x	4,3x	3,3x	1,8x	3,1x	1,1x	3,2x	N/A

\*Dati Performance Food e Sysco 27/06/20, Dati Metcash 30/04/20  
Source: Bloomberg

## 6.2.3 Multiples Method

**Table 12.1 – Market Multiples – Panel IT Companies**

Company Name	EV/EBITDA (x)				EV/EBIT (x)				P/E (x)			
	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Reply S.p.A.	18,1	15,8	14,3	13,3	22,5	19,3	17,2	16,0	34,0	29,9	26,3	N/A
Cyberoo SpA	18,3	9,6	5,2	4,2	80,9	15,2	7,2	5,2	89,3	24,4	10,9	7,7
CY4Gate SpA	19,0	16,7	13,7	N/A	27,9	27,5	24,1	N/A	38,4	36,8	33,2	N/A
Fortinet Inc.	29,2	25,3	21,8	18,1	32,4	28,5	24,2	20,8	44,8	40,3	35,3	30,3
Palo Alto Networks Inc.	40,6	33,2	27,9	24,6	54,5	43,7	35,0	28,2	68,6	58,1	48,4	40,3
Check Point Software Technology	16,3	16,1	16,0	N/A	16,7	16,6	16,4	16,5	19,8	19,3	18,3	17,8
NCC Group plc	15,3	14,2	13,3	N/A	22,5	19,2	17,7	N/A	29,9	24,8	23,2	N/A
F-Secure Oyj	17,4	18,3	15,9	14,1	27,4	30,8	25,1	21,3	44,4	42,1	33,3	25,2
SAP SE	15,0	15,3	15,0	13,2	17,1	17,5	17,1	15,1	20,7	22,4	21,9	19,2
<b>Peer median</b>	<b>18,1</b>	<b>16,1</b>	<b>15,0</b>	<b>13,7</b>	<b>27,4</b>	<b>19,3</b>	<b>17,7</b>	<b>16,5</b>	<b>38,4</b>	<b>29,9</b>	<b>26,3</b>	<b>22,2</b>

Source: elaborazione Integrae SIM e consensus di mercato

**Table 12.2 – Market Multiples – F&B Companies**

Company Name	EV/EBITDA (x)				EV/EBIT (x)				P/E (x)			
	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Performance Food Group	15,9	12,2	10,9	N/A	28,0	18,0	14,7	N/A	38,5	21,1	17,2	N/A
US Food Holding Corp	17,7	10,9	9,2	8,5	40,7	16,9	13,3	12,9	145,1	20,6	14,8	12,3
Sysco Corporation	17,5	12,7	11,8	12,1	24,9	16,7	15,1	15,9	39,6	22,4	19,4	20,6
MARR SpA	30,7	12,0	11,2	10,6	300,3	16,6	14,1	12,2	N/M	20,9	17,4	14,9
Premium Brands Holdings Corp.	17,4	13,3	11,2	N/A	29,2	18,1	15,8	N/A	35,1	24,1	19,3	N/A
Metcash Limited	7,5	8,0	7,9	7,3	10,4	11,4	11,2	10,7	13,9	15,2	14,7	14,3
<b>Peer median</b>	<b>17,5</b>	<b>12,1</b>	<b>11,0</b>	<b>9,6</b>	<b>28,6</b>	<b>16,8</b>	<b>14,4</b>	<b>12,6</b>	<b>38,5</b>	<b>21,0</b>	<b>17,3</b>	<b>14,6</b>

Source: elaborazione Integrae SIM e consensus di mercato

**Table 13 – Market Multiples Valuation**

€/mln	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>Enterprise Value (EV)</b>				
EV/EBITDA	33,7	60,7	135,2	225,4
EV/EBIT	42,4	50,1	123,1	236,9
P/E	60,8	47,9	114,3	210,1
<b>Equity Value</b>				
EV/EBITDA	34,5	64,8	142,8	242,8
EV/EBIT	43,2	54,3	130,7	254,3
P/E	60,8	47,9	114,3	210,1
<b>Equity Value post 25% discount</b>				
EV/EBITDA	25,9	48,6	107,1	182,1
EV/EBIT	32,4	40,7	98,0	190,7
P/E	45,6	35,9	85,7	157,6
<b>Average</b>	<b>34,6</b>	<b>41,7</b>	<b>96,9</b>	<b>176,8</b>

Source: elaborazione Integrae SIM e consensus di mercato

L'equity value di Vantea utilizzando la media ponderata tra i *market multiple* EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E dei due Panel, risulta essere pari a circa € 116,7 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità che presumibilmente caratterizzerà il titolo Vantea rispetto ai comparables: ne risulta un equity value di € 87,5 mln.

## 7. Equity Value

**Table 14 – Equity Value**

<b>Average Equity Value (€/mln)</b>	<b>90,5</b>
Equity Value DCF (€/mln)	93,6
Equity Value multiples (€/mln)	87,5
<b>Target Price (€)</b>	<b>7,55</b>

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a circa € 90,5 mln. Il target price è quindi di € 7,55, rating BUY e rischio MEDIUM.

**Table 15 – Implied Multiples – Sensitivity Analysis**

Equity Value (€/mln)	EV/EBITDA				EV/EBIT			
	2020E	2021E	2022E	2023E	2020E	2021E	2022E	2023E
88,0	46,5x	20,8x	8,2x	4,4x	57,1x	31,7x	11,1x	5,2x
89,0	47,0x	21,0x	8,3x	4,4x	57,8x	32,1x	11,3x	5,3x
90,0	47,5x	21,3x	8,4x	4,5x	58,4x	32,5x	11,4x	5,3x
91,0	48,1x	21,5x	8,5x	4,5x	59,1x	32,8x	11,5x	5,4x
92,0	48,6x	21,7x	8,6x	4,6x	59,7x	33,2x	11,6x	5,5x
93,0	49,1x	22,0x	8,7x	4,6x	60,4x	33,6x	11,8x	5,5x
94,0	49,7x	22,2x	8,8x	4,7x	61,0x	33,9x	11,9x	5,6x

Source: Integrae SIM

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

**Analyst/s certification**

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. INTEGRÆ SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRÆ and other intermediaries: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integrae SIM's current Head of Research, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalists guild. Mattia Petracca is current financial analyst.

**Disclaimer**

This publication was produced by INTEGRÆ SIM SpA. INTEGRÆ SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of March 29th 2011. INTEGRÆ SIM SpA performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

INTEGRÆ SIM SpA is distributing this report in Italian and in English, starting from the date indicated on the document, to approximately 300 qualified institutional investors by post and/or via electronic media, and to non-qualified investors through the Borsa Italiana website and through the leading press agencies.

Unless otherwise indicated, the prices of the financial instruments shown in this report are the prices referring to the day prior to publication of the report. INTEGRÆ SIM SpA will continue to cover this share on a continuing basis, according to a schedule which depends on the circumstances considered important (corporate events, changes in recommendations, etc.), or useful to its role as specialist.

The table below, shows INTEGRÆ SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

<b>Date</b>	<b>Price</b>	<b>Recommendation</b>	<b>Target Price</b>	<b>Risk</b>	<b>Comment</b>
-------------	--------------	-----------------------	---------------------	-------------	----------------

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

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

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRÆ SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRÆ SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRÆ SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site ([www.integraesim.it](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. INTEGRÆ SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

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

**Rating system (long term horizon: 12 months)**

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

Equity Total Return (ETR) for different risk categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR >= 7.5%	ETR >= 10%	ETR >= 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR <= -5%	ETR <= -5%	ETR <= 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

**Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)**

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

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

**Conflict of interest**

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

- Integrae SIM S.p.A. It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Nominated Adviser of the Vantea SpA;
- Integrae SIM S.p.A. It pays, or has paid in the past 12 months inside of the engagement of specialist, research services in favor of Vantea SpA;
- Integrae SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Vantea SpA;
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.

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