

<b>WEBSOLUTE</b>	<b>Italy</b>	<b>FTSE AIM Italia</b>	<b>Digital Company</b>
<b>Rating: BUY</b> (unch.)	<b>Target Price: € 2,20</b> (prev. 3,34)	<b>Update</b>	<b>Risk: Medium</b>

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	12,33%	-29,91%	-34,14%	N/A
to FTSE AIM Italia	14,60%	-15,02%	-19,84%	N/A
to FTSE STAR Italia	6,66%	-9,99%	-21,00%	N/A
to FTSE All-Share	11,56%	2,48%	-6,05%	N/A
to EUROSTOXX	13,76%	-1,75%	-8,71%	N/A
to MSCI World Index	10,80%	-11,79%	-21,32%	N/A

#### Stock Data

Price	€ 1,64
Target price	€ 2,20
Upside/(Downside) potential	33,9%
Bloomberg Code	WEB IM EQUITY
Market Cap (€m)	€ 14,18
EV (€m)	€ 15,06
Free Float	23,17%
Share Outstanding	8.648.950
52-week high	€ 2,87
52-week low	€ 0,96
Average daily volumes (3m)	20.000

Key Financials (€m)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Sales	12,8	13,3	14,5	16,5
EBITDA	2,1	2,2	2,4	2,9
EBIT	0,9	0,8	1,0	1,5
Net Profit	0,5	0,5	0,6	0,9
EPS (€)	0,06	0,05	0,07	0,11
EBITDA margin	16,6%	16,2%	16,6%	17,6%
EBIT margin	6,8%	5,7%	6,9%	9,1%
Net Profit margin	3,9%	3,4%	4,3%	5,7%

Main Ratios	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	7,1	7,0	6,3	5,2
EV/EBIT (x)	17,3	20,1	15,1	10,0
P/E (x)	28,5	31,5	22,9	15,1

#### Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

#### Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



#### FY19A Results

Il valore della produzione, nel 2019, è stato pari a € 14,1 mln, registrando un incremento del +10,3% rispetto a 12,8 € mln del 2018. Il valore della produzione risulta, tuttavia, leggermente inferiore alle nostre precedenti stime.

L'EBITDA si attesta a € 2,1 mln, in crescita del +28,0% rispetto al 2018 (pari a € 1,7 mln).

Migliora anche l'EBITDA Margin che risulta pari al 16,6%, rispetto al 13,5% nel 2018. La marginalità risulta inferiore alle stime del nostro precedente report (18,3%).

#### Estimates Update

Per quanto riguarda la diffusione dell'epidemia di Covid-19, il business di Websolute rientra tra le esenzioni della sospensione dell'attività previste dal DPCM 22 marzo 2020. Per questo motivo e, grazie anche alla natura "cross sector" che caratterizza il Gruppo, crediamo che non ci saranno rallentamenti significativi né dell'operatività né dell'azione commerciale.

Crediamo che la Società sarà in grado di continuare a crescere in termini di valore della produzione, passando da € 14,07 mln del 2019A a € 17,50 mln del 2022E (CAGR 19A-22E: 7,53%) e continuando il processo di crescita della marginalità.

#### Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Websolute 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 €22,2 mln. L'equity value di Websolute utilizzando i market multiples risulta essere pari €15,8 mln. Ne risulta un equity value medio pari a circa € 19,0 mln. Il target price è di € 2,20, confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM invariato.

## 1. Economics & Financials

**Table 1 – Economics & Financials**

<b>CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)</b>	<b>FY17A*</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>
Sales	7,49	12,34	12,82	13,25	14,50	16,50
Other Revenues	0,05	0,42	1,25	1,25	1,00	1,00
<b>Value of Production</b>	<b>7,55</b>	<b>12,76</b>	<b>14,07</b>	<b>14,50</b>	<b>15,50</b>	<b>17,50</b>
COGS	0,43	0,51	0,46	0,50	0,55	0,60
Use of Asset owned by Others	0,17	0,27	0,27	0,25	0,30	0,35
Services	2,80	5,29	5,34	5,50	5,80	6,50
Employees	3,25	4,83	5,71	5,90	6,25	6,90
Other Operating Expenses	0,27	0,20	0,17	0,20	0,20	0,25
<b>EBITDA</b>	<b>0,62</b>	<b>1,67</b>	<b>2,13</b>	<b>2,15</b>	<b>2,40</b>	<b>2,90</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>8,3%</i>	<i>13,5%</i>	<i>16,6%</i>	<i>16,2%</i>	<i>16,6%</i>	<i>17,6%</i>
D&A	0,21	0,54	1,26	1,40	1,40	1,40
<b>EBIT</b>	<b>0,41</b>	<b>1,13</b>	<b>0,87</b>	<b>0,75</b>	<b>1,00</b>	<b>1,50</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>5,5%</i>	<i>9,2%</i>	<i>6,8%</i>	<i>5,7%</i>	<i>6,9%</i>	<i>9,1%</i>
Financial Management	0,10	(0,07)	(0,07)	(0,05)	(0,03)	(0,01)
<b>EBT</b>	<b>0,52</b>	<b>1,06</b>	<b>0,80</b>	<b>0,70</b>	<b>0,97</b>	<b>1,49</b>
Taxes	0,14	0,36	0,31	0,25	0,35	0,55
<b>Net Income</b>	<b>0,37</b>	<b>0,69</b>	<b>0,50</b>	<b>0,45</b>	<b>0,62</b>	<b>0,94</b>
<b>Minorities Income</b>		<b>0,18</b>	<b>0,16</b>	<b>0,14</b>	<b>0,20</b>	<b>0,30</b>
<b>CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)</b>	<b>FY17A*</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>
<b>Fixed Asset</b>	<b>1,64</b>	<b>3,18</b>	<b>5,39</b>	<b>5,00</b>	<b>4,60</b>	<b>4,20</b>
Accounts receivable	2,43	3,80	4,04	4,35	4,60	5,10
Inventories	0,00	0,03	0,08	0,05	0,05	0,05
Accounts payable	0,60	1,00	1,33	1,40	1,50	1,70
<b>Operating Working Capital</b>	<b>1,83</b>	<b>2,83</b>	<b>2,79</b>	<b>3,00</b>	<b>3,15</b>	<b>3,45</b>
Other Receivables	0,27	0,97	0,73	0,75	0,80	0,90
Other Payables	0,71	1,89	2,29	2,30	2,40	2,50
<b>Net Working Capital</b>	<b>1,39</b>	<b>1,91</b>	<b>1,23</b>	<b>1,45</b>	<b>1,55</b>	<b>1,85</b>
Severance Indemnities & Provision	0,95	1,28	1,46	1,50	1,65	1,85
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>2,07</b>	<b>3,80</b>	<b>5,16</b>	<b>4,95</b>	<b>4,50</b>	<b>4,20</b>
Share Capital	0,10	0,13	0,17	0,17	0,17	0,17
Reserves and Retained Profits	0,67	0,27	3,26	3,43	3,56	3,78
Net Profit	0,37	0,52	0,34	0,31	0,42	0,64
<b>Equity</b>	<b>1,14</b>	<b>0,91</b>	<b>3,77</b>	<b>3,91</b>	<b>4,15</b>	<b>4,59</b>
<b>Minorities Equity</b>	<b>0,00</b>	<b>0,35</b>	<b>0,51</b>	<b>0,65</b>	<b>0,85</b>	<b>1,15</b>
Cash and Cash Equivalents	0,77	1,90	3,70	2,82	2,14	2,08
Short-Term Financial Debt	1,42	2,22	1,99	1,79	1,19	0,50
ML Term Financial Debt	0,28	2,23	2,58	1,43	0,45	0,04
<b>Net Financial Position</b>	<b>0,93</b>	<b>2,55</b>	<b>0,88</b>	<b>0,39</b>	<b>(0,50)</b>	<b>(1,54)</b>
<b>TOTAL SOURCES</b>	<b>2,07</b>	<b>3,80</b>	<b>5,16</b>	<b>4,95</b>	<b>4,50</b>	<b>4,20</b>
<b>CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)</b>	<b>FY17A*</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>
<b>EBIT</b>			<b>0,87</b>	<b>0,75</b>	<b>1,00</b>	<b>1,50</b>
Taxes			0,31	0,25	0,35	0,55
<b>NOPAT</b>			<b>0,57</b>	<b>0,50</b>	<b>0,65</b>	<b>0,95</b>
D&A			1,26	1,40	1,40	1,40
Change in receivables			(0,24)	(0,31)	(0,25)	(0,50)
Change in inventories			(0,05)	0,03	0,00	0,00
Change in payables			0,33	0,07	0,10	0,20
Other Changes			0,64	(0,01)	0,05	0,00
<b>Change in NWC</b>			<b>0,68</b>	<b>(0,22)</b>	<b>(0,10)</b>	<b>(0,30)</b>
Change in Provisions			0,18	0,04	0,15	0,20
<b>OPERATING CASH FLOW</b>			<b>2,68</b>	<b>1,72</b>	<b>2,10</b>	<b>2,25</b>
Investments			(3,47)	(1,01)	(1,00)	(1,00)
<b>FREE CASH FLOW</b>			<b>(0,79)</b>	<b>0,71</b>	<b>1,10</b>	<b>1,25</b>
Financial Management			(0,07)	(0,05)	(0,03)	(0,01)
Change in Payables to Banks			0,12	(1,36)	(1,57)	(1,11)
Change in Equity			2,53	(0,17)	(0,18)	(0,20)
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)</b>			<b>1,79</b>	<b>(0,87)</b>	<b>(0,68)</b>	<b>(0,06)</b>

Source: Websolute and Integrae SIM estimates

\*Dati 2017 sono riferiti a Websolute S.p.A., quindi non consolidati

## 1.1 FY19A Results

**Table 2 – Actual VS Estimates FY19A**

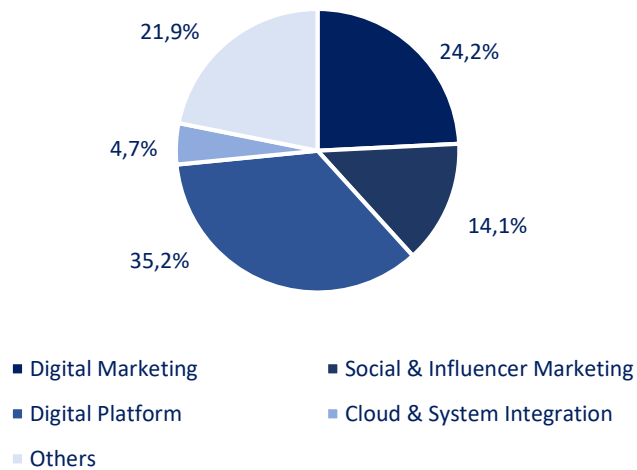
€/mln	Sales	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP*
<b>FY19A</b>	<b>12,82</b>	<b>2,13</b>	<b>16,6%</b>	<b>0,87</b>	<b>0,50</b>	<b>0,88</b>
FY19E	13,65	2,50	18,3%	1,67	1,02	-0,65
<i>Change</i>	-6,1%	-14,9%	-1,7%	-47,8%	-51,1%	N.A

Source: Integrae SIM

\*Il valore della NFP 2019E risultava al lordo dei costi sostenuti per le spese di quotazioni, non stimabili al momento della redazione del precedente *report*.

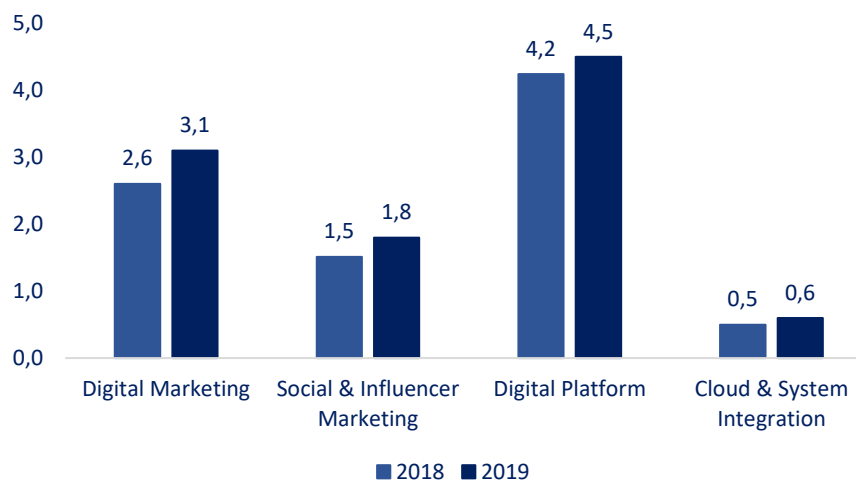
Il valore della produzione, nel 2019, è stato pari a € 14,1 mln, registrando un incremento del 10,3% rispetto a € 12,8 mln del 2018. Il valore della produzione risulta, tuttavia, leggermente inferiore alle nostre precedenti stime.

**Chart 1 – Sales Breakdown by Business Line**



Source: Integrae SIM

**Chart 2 – Business Line Sales 2018-2019**



Source: Integrae SIM

Le vendite di Digital Marketing (pari a € 3,1 mln) e Social & influencer Marketing (pari a € 1,8 mln) segnano entrambe una crescita del 19%. Le vendite di Piattaforme Digitali, storica linea di business di Websolute, si attestano a € 4,5 mln, in crescita del 6% rispetto al 2018 e le vendite dei servizi di Cloud & System Integration registrano un incremento del 24% rispetto al 2018 (pari a € 0,5 mln), raggiungendo quota € 0,6 mln.

L'EBITDA si attesta a € 2,1 mln, in crescita del +28,0% rispetto al 2018 (pari a € 1,7 mln). Sulla variazione dell'EBITDA, hanno inciso: una minore incidenza della voce COGS e un aumento del costo del personale, giustificato dal potenziamento della struttura organizzativa, commerciale e produttiva. L'effetto positivo della minor incidenza dei COGS ha più che compensato l'aumento dei costi del personale. Migliora, dunque, l'EBITDA Margin che risulta pari al 16,6%, rispetto al 13,5% nel 2018. La marginalità risulta, tuttavia, inferiore alle stime del nostro precedente *report* (18,3%).

L'EBIT, pari a € 0,88 mln rispetto a € 1,13 mln nel 2018, dopo ammortamenti, svalutazioni e altri accantonamenti pari a 1,3 € mln (€ 0,5 mln nel 2018), risulta inferiore a quello stimato nel nostro precedente *report*, pari a € 1,67 mln.

L'Utile Netto si attesta a € 0,51 mln rispetto a € 0,69 mln nel 2018, al netto di imposte pari a € mln 0,31 (€ 0,36 mln nel 2018). È stato proposto dal Consiglio di Amministrazione di destinare parte dell'utile di esercizio alla distribuzione di un dividendo lordo pari a € 0,02 per azione, relativamente alle n. 8.648.950 azioni ordinarie in circolazione, per un totale pari a €173.623,07.

A livello di Capex, il valore degli investimenti effettuati (pari a € 3,47 mln) risulta in crescita rispetto alle precedenti stime (pari a € 1,65 mln). La Società ha intrapreso:

- **investimenti strategici** finalizzati al progetto di quotazione sul mercato AIM Italia;
- **investimenti produttivi** che hanno riguardato lo sviluppo e l'implementazione di nuovi moduli software per la piattaforma proprietaria coperta da diritti brevettuali B.O.M. (Back Office Manager), l'integrazione delle strategie di *e-commerce* con la rete di vendita in ambienti B2B2C e lo sviluppo di nuovi prodotti in tema di *marketing automation*;
- **investimenti organizzativi** focalizzati sull'integrazione del Gruppo a livello contabile-gestionale, di *operations* e di attività *pre-sale*. Investimenti significativi sono stati destinati all'implementazione del nuovo sistema integrato gestionale contabile ERP e al potenziamento del software proprietario "Project".

A livello di circolante, si registra un miglioramento complessivo della gestione, dovuto principalmente a condizioni più vantaggiose di pagamento dei debiti commerciali.

La NFP è pari a € 0,88 mln, in miglioramento di € 1,66 mln rispetto al 31 dicembre 2018 (€ 2,55 mln). Su questo miglioramento hanno inciso positivamente: l'incremento delle disponibilità liquide dovuto alla raccolta derivante dalla quotazione sul mercato AIM Italia e una miglior gestione del circolante. Il valore della NFP risulta comunque in peggioramento rispetto alle nostre precedenti stime, pari a - € 0,65 mln. Tale valore, tuttavia, non teneva conto dei costi sostenuti per le spese di quotazioni, non stimabili al momento della redazione del precedente *report*.

## 1.2 INPS, Inail e Ispettorato del Lavoro

Secondo quanto comunicato dalla Società, in data 21 aprile 2020, l'Ispettorato Territoriale del Lavoro di Pesaro e Urbino, in data 10 febbraio 2020, ha notificato un verbale di accertamento con il quale è terminata la verifica congiunta dell'INPS, dell'Ispettorato del Lavoro e dell'Inail iniziata il 30 novembre 2018. Gli enti in questione hanno deciso di riqualificare alcune spese di trasferta del personale dipendente come imponibile fiscale e contributivo. Oltre a questo, sono state riscontrate differenze retributive per due dipendenti per un presunto erroneo inquadramento. La somma contestata dal verbale ammonta a contributi pari a € 327.100,62 e somme aggiuntive pari a € 189.738,70 per un totale pari a € 516.839,32. Websolute dichiara di ritenere *“necessario difendere il proprio operato nelle sedi competenti, con il supporto dei propri consulenti”* e di godere *“al netto di eventuali rimborsi assicurativi (per un massimale di € 300.000), di garanzie per complessivi massimi € 500.000 a copertura di eventuali sanzioni”*.

## 1.3 Agenzia delle Entrate

Secondo quanto comunicato dalla Società, in data 21 aprile 2020, Websolute è stata oggetto di una verifica fiscale a fini Ires ed Irap per il periodo di imposta 2017.

- **Irap:** è stata contestata alla società un'imposta Irap di € 16.290, poiché sono state considerate prive dei requisiti della deducibilità alcune poste contabili. La Società, in base al principio di prudenza, ha iscritto nel progetto di bilancio un fondo rischi di € 21.177, corrispondente all'intera imposta Irap di € 16.290 ed alle relative sanzioni di € 4.887 determinate nella misura ridotta di un terzo;
- **Ires:** Ai fini Ires invece è stata negata l'applicabilità dei requisiti della PEX (*participation exemption*) in relazione ad una plusvalenza finanziaria in una società che esercitava l'attività di incubatore di *start-up* innovative. L'imposta relativa a tale eccezione ammonta ad € 26.383. Come dichiarato nello stesso comunicato stampa, in questo caso, non si è proceduto ad iscrivere fondi in bilancio *“anche in base al parere espresso dai professionisti che assistono la società”*.

#### 1.4 FY20E – FY22E Estimates

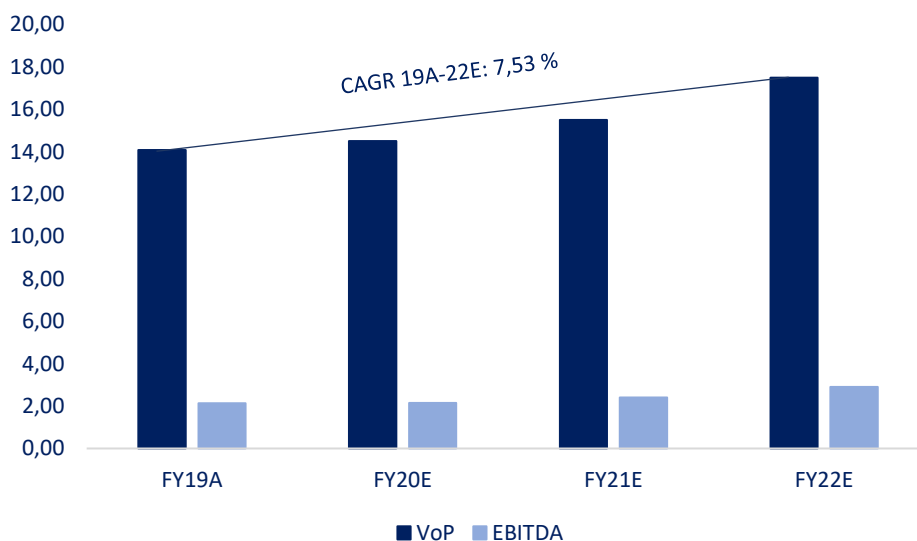
Per quanto riguarda gli effetti dell'epidemia Covid 19, il Gruppo, a seguito delle più recenti disposizioni emanate del Governo, continua a svolgere regolarmente la propria attività tramite *smart working*. Il business di Websolute rientra, infatti, tra le esenzioni della sospensione dell'attività previste dal DPCM 22 marzo 2020. Per questo motivo e, grazie anche alla natura "*cross sector*" che caratterizza il Gruppo, crediamo che non ci saranno rallentamenti significativi né dell'operatività né dell'attività commerciale.

Table 3 – Estimates Updates FY20E-22E

€/mln	FY20E	FY21E	FY22E
<b>Sales</b>			
New	<b>13,3</b>	<b>14,5</b>	<b>16,5</b>
Old	16,0	18,8	22,0
Change	-17,2%	-22,9%	-25,0%
<b>EBITDA</b>			
New	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,9</b>
Old	3,2	3,8	4,9
Change	-31,8%	-36,0%	-40,2%
<b>EBITDA %</b>			
New	<b>16,2%</b>	<b>16,6%</b>	<b>17,6%</b>
Old	19,7%	19,9%	22,0%
Change	-3,5%	-3,4%	-4,5%
<b>EBIT</b>			
New	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>
Old	2,4	3,1	4,3
Change	-68,1%	-67,2%	-65,1%
<b>Net Income</b>			
New	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>
Old	1,6	2,1	3,1
Change	-71,9%	-70,5%	-69,6%
<b>NFP</b>			
New	<b>0,4</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(1,5)</b>
Old	(2,0)	(3,9)	(7,1)
Change	N.A	N.A	N.A

Source: Integrae SIM

**Chart 3 – VoP and EBITDA FY19A-22E**



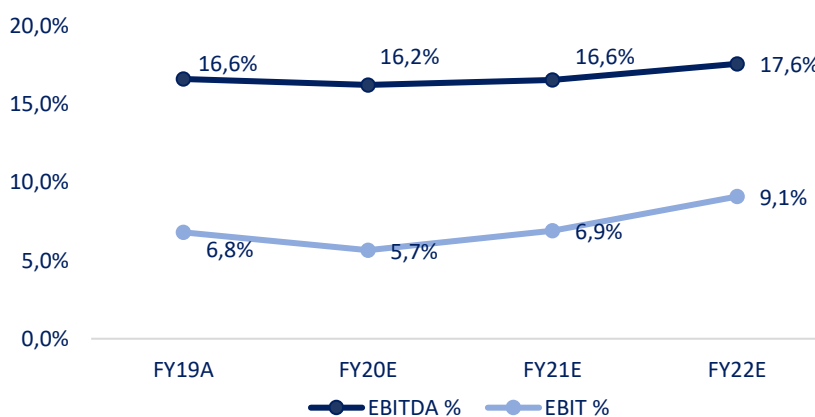
Source: Integrae SIM

Per quanto riguarda le stime del valore della produzione, per l’anno in corso, pur credendo che gli impatti dell’epidemia Covid 19 non saranno particolarmente significativi su Websolute, preferiamo mantenere un approccio conservativo, a fini prudenziali. In particolare, ci aspettiamo che la Società possa continuare a crescere nel 2020E, con tassi inferiori rispetto a quelli precedentemente stimati, raggiungendo quota € 14,50 mln di valore della produzione nel 2020E. Le nostre stime sono supportate anche dal portafoglio ordini della Società che, secondo quanto dichiarato tramite comunicato stampa in data 21 aprile 2020, “*consente una pianificazione e una piena copertura della capacità produttiva tra i 4 e i 6 mesi*”. Inoltre, crediamo che Websolute potrà sfruttare l’accelerazione del *trend* di digitalizzazione del *business* (per esempio tramite lo sviluppo delle attività di *E-commerce*) dei propri clienti, principalmente società italiane di medie dimensioni, dovuto alla situazione derivante dall’epidemia Covid 19.

Per l’anno 2020E, il valore della produzione risentirà positivamente del credito di imposta derivante dall’operazione di IPO.

Crediamo, inoltre, che la crescita riprenderà in maniera più significativa negli anni successivi, raggiungendo quota € 17,50 mln nel 2022 (CAGR 19A-22E: 7,53%).

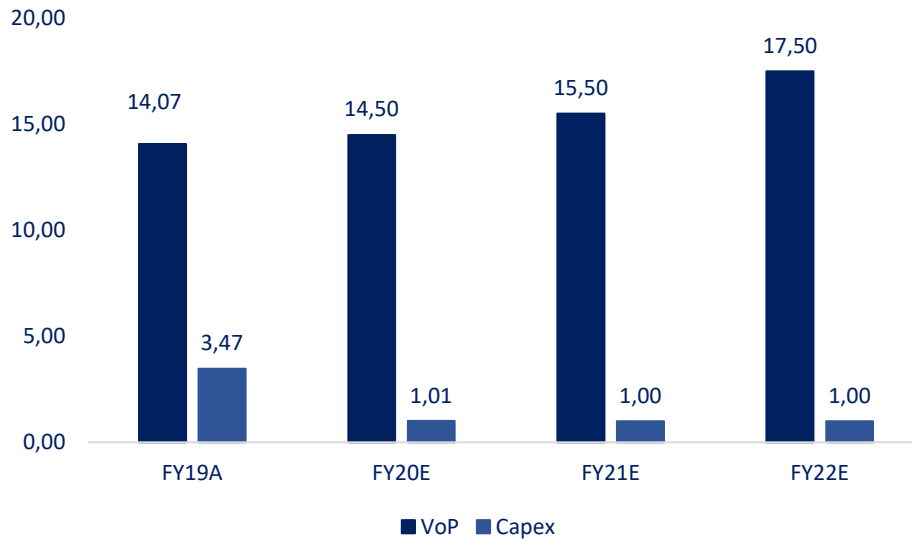
**Chart 4 – Estimates Margin FY19A-22E**



Source: Integrae SIM

In termini di marginalità, come per le stime del valore della produzione, preferiamo mantenere un approccio conservativo, in particolare, stimiamo che l'EBITDA Margin nel 2020E sarà pari a 16,2% in leggera decrescita rispetto al 2019A. Per gli anni successivi, crediamo che la Società sarà in grado, già nel 2021E, di riprendere la crescita della marginalità, con un valore stimato pari a 16,6%, per poi migliorare fino al 17,6% nel 2022E.

**Chart 5 – Estimates Capex FY19A-22E**



Source: Integrae SIM

**Chart 6 – Estimates NFP FY19A-22E**



Source: Integrae SIM

Infine, per quanto riguarda la NFP, crediamo che Websolute, nei prossimi anni, potrà proseguire il processo di miglioramento iniziato nel 2019A con la quotazione sul mercato AIM Italia. Pensiamo, inoltre, che la Società sarà in grado di continuare a distribuire dividendi anche nei prossimi anni.



## 2. Valuation

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

### 2.1 DCF Method

**Table 4 – WACC**

WACC		6,83%
Risk Free Rate	1,12% $\alpha$ (specific risk)	2,50%
Market Premium	10,04% Beta Adjusted	0,56
D/E (average)	42,86% Beta Relevered	0,74
Ke	9,29% Kd	1,50%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 6,83%.

**Table 5 – DCF Valuation**

DCF Equity Value		22,2
FCFO actualized	3,0	13%
TV actualized DCF	20,1	87%
<b>Enterprise Value</b>	<b>23,1</b>	100%
NFP (FY19A)	0,9	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di €22,2 mln.

**Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis**

€/mln	WACC							
	5,3%	5,8%	6,3%	6,8%	7,3%	7,8%	8,3%	
2,5%	45,1	38,2	33,1	29,1	26,0	23,5	21,4	
2,0%	38,6	33,5	29,5	26,3	23,8	21,7	19,9	
1,5%	33,9	29,8	26,7	24,1	21,9	20,1	18,6	
1,0%	30,2	27,0	24,3	22,2	20,4	18,8	17,5	
0,5%	27,3	24,6	22,4	20,6	19,0	17,7	16,5	
0,0%	24,9	22,7	20,8	19,2	17,9	16,7	15,6	
-0,5%	23,0	21,1	19,5	18,1	16,8	15,8	14,8	

Source: Integrae SIM

## 2.2 Market multiples

Il nostro panel è formato da società operanti nello stesso settore di Websolute, la maggior parte delle quali quotate sul FTSE AIM Italia. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il DCF *method*.

**Table 7 – Market Multiples**

Company Name	EV/EBITDA (x)		
	FY20E	FY21E	FY22E
Alkemy	8,0	6,0	5,3
Be Think, Solve, Execute	5,8	5,4	4,9
Triboo	4,1	3,3	N/A
Digital360	6,8	4,4	3,9
DigiTouch	2,9	2,5	2,2
Neosperience	11,0	7,1	5,1
Maps	6,3	5,0	4,1
Prismi	8,2	N/A	N/A
Relatech	8,8	7,3	6,0
<b>Median</b>	<b>6,8</b>	<b>5,2</b>	<b>4,9</b>

Source: Infinancials

Abbiamo condotto la valutazione utilizzando i multipli derivanti dalla media aritmetica di due panel:

- Uno più allargato, contenente tutte le società di cui sopra;
- Uno contenente solo Alkemy e Relatech, società molto simili a Websolute per prodotti e servizi offerti, *business model* e mercati di riferimento.

**Table 8 – Market Multiples Valuation**

€/mln	2020E	2021E	2022E
<b>Enterprise Value (EV)</b>			
EV/EBITDA	16,4	14,2	15,2
<b>Equity Value</b>			
EV/EBITDA	16,0	14,7	16,8
<b>Average</b>	<b>16,0</b>	<b>14,7</b>	<b>16,8</b>

Source: Integrae SIM

L'**equity value** di Websolute utilizzando il *market multiple* EV/EBITDA, risulta essere pari a circa **€15,8 mln**. In questo caso, non è stato applicato alcuno sconto, poiché le società considerate nel calcolo dei multipli sono quotate sul FTSE AIM Italia.

## 2.3 Equity Value

**Table 9 – Equity Value**

<b>Average Equity Value (€/mln)</b>	<b>19,0</b>
Equity Value DCF (€/mln)	22,2
Equity Value multiples (€/mln)	15,8
<b>Target Price (€)</b>	<b>2,20</b>

Source: Integrae SIM

**Ne risulta un *equity value* medio pari a €19,0 mln. Il *target price* è quindi di €2,20 (prev. €3,34). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

**Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples**

<b>Multiples</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>
EV/EBITDA	9,2x	8,3x	6,9x
EV/EBIT	26,5x	19,9x	13,3x

Source: Integrae SIM

**Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples**

<b>Multiples</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>
EV/EBITDA	7,0x	6,3x	5,2x
EV/EBIT	20,1x	15,1x	10,0x

Source: Integrae SIM

**Disclosure Pursuant to Article 69 Et seq. of Consob (Italian Securities Exchange Commission) Regulation No. 11971/1999**

**Analyst/s certification**

The analysts who have produced the following analyses hereby 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 them, as a result of the above opinions, or shall be correlated to the success of investment banking transactions. INTEGRÆ SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRÆ and other intermediaries: Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi is Integræe SIM's currently Head of Equity Research. Mattia Petracca is currently a 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 29 March 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 stock 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:

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
08/10/2019	2,29	Buy	3,34	Medium	Initiation of coverage

The list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integræe SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integræe 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. Integræe 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 Integræe 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. 16190 of 29.10.2007, 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 and/or 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 Websolute S.p.A.;
- 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 Websolute S.p.A.;
- Integrae SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Websolute S.p.A.

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.