

<b>WEBSOLUTE</b>	<i>Italy</i>	<i>FTSE AIM Italia</i>	<i>Digital Company</i>
<b>Rating: BUY</b> (unch.)	<b>Target Price: € 2,50</b> (prev. 2,00)	<b>Update</b>	<b>Risk: Medium</b>

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	2,50%	0,00%	-7,62%	-8,80%
to FTSE AIM Italia	-5,93%	-21,78%	-49,65%	-47,06%
to FTSE STAR Italia	-2,56%	-14,47%	-38,67%	-63,66%
to FTSE All-Share	0,92%	-12,63%	-34,38%	-51,91%
to EUROSTOXX	-2,36%	-12,95%	-33,08%	-49,50%
to MSCI World Index	-2,37%	-6,06%	-27,92%	-56,89%

#### Stock Data

Price	€ 1,31
Target price	€ 2,50
Upside/(Downside) potential	90,6%
Bloomberg Code	WEB IM EQUITY
Market Cap (€m)	€ 12,46
EV (€m)	€ 15,54
Free Float	24,65%
Share Outstanding	9.513.843
52-week high	€ 1,58
52-week low	€ 1,08
Average daily volumes (3m)	8.000

Key Financials (€m)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
Sales	12,8	13,3	17,0	19,0
EBITDA	2,1	1,4	2,2	2,7
EBIT	0,9	0,5	0,7	1,1
Net Profit	0,5	0,3	0,5	0,8
EPS (€)	0,05	0,04	0,05	0,08
EBITDA margin	16,7%	10,7%	12,6%	14,2%
EBIT margin	6,9%	3,9%	3,8%	5,8%
Net Profit margin	3,9%	2,6%	2,6%	4,2%

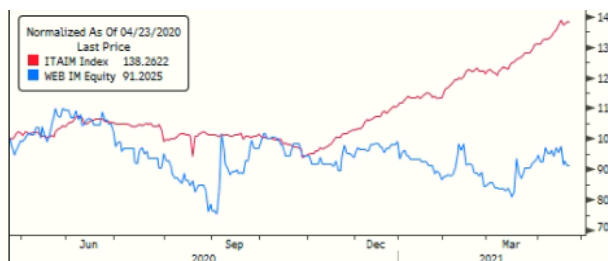
Main Ratios	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	7,3	10,9	7,2	5,8
EV/EBIT (x)	17,6	29,7	23,9	14,1
P/E (x)	24,6	36,2	27,7	15,6

#### Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

#### Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



#### FY20A Results

I ricavi si attestano a € 13,34 mln rispetto a un valore pari a € 12,82 mln registrato a fine 2019 e a € 12,85 mln stimati nel nostro precedente report. La crescita è stata possibile soprattutto grazie: alla linea Digital Marketing (linea più remunerativa nel mix vendita) che riporta un incremento del 7% rispetto allo scorso anno, alla linea E-Commerce Strategy & Management, che mostra un incremento del 47%, e ai servizi di formazione e licenze, in crescita del 44%.

L'EBITDA è pari a € 1,42 mln rispetto € 2,14 mln dello scorso anno e € 1,60 mln atteso. Di conseguenza l'EBITDA Margin è pari al 10,7% rispetto a 16,7% del 2019 e alle 12,5% atteso.

#### Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il 2020A e delle operazioni concluse, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, ci aspettiamo ricavi 2021E pari a € 17,0 mln ed un EBITDA pari a € 2,15 mln, corrispondente ad una marginalità del 12,6%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che i ricavi possano aumentare fino a € 21,0 mln (CAGR 20A-23E: 16,34%) nel 2023E, con EBITDA pari a € 3,30 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 15,7%), in crescita rispetto a € 1,42 mln del 2020A (corrispondente ad un EBITDA margin del 10,7%).

#### 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 €30,4 mln. L'equity value di Websolute utilizzando i market multiples risulta essere pari €17,0 mln. Ne risulta un equity value medio pari a circa € 23,7 mln. Il target price è di € 2,50 (prev. € 2,00), confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM invariato.

## 1. Economics & Financials

**Table 1 – Economics & Financials**

<b>CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mIn)</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>
Sales	12,34	12,82	13,34	17,00	19,00	21,00
Other Revenues	0,42	1,25	1,47	1,00	1,00	1,00
<b>Value of Production</b>	<b>12,76</b>	<b>14,07</b>	<b>14,80</b>	<b>18,00</b>	<b>20,00</b>	<b>22,00</b>
COGS	0,51	0,45	0,56	0,60	0,65	0,70
Use of Asset owned by Others	0,27	0,27	0,39	0,40	0,45	0,50
Services	5,29	5,34	5,41	6,35	7,05	7,65
Employees	4,83	5,71	6,83	8,25	8,85	9,50
Other Operating Expenses	0,20	0,17	0,20	0,25	0,30	0,35
<b>EBITDA</b>	<b>1,67</b>	<b>2,14</b>	<b>1,42</b>	<b>2,15</b>	<b>2,70</b>	<b>3,30</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>13,5%</i>	<i>16,7%</i>	<i>10,7%</i>	<i>12,6%</i>	<i>14,2%</i>	<i>15,7%</i>
D&A	0,54	1,26	0,90	1,50	1,60	1,70
<b>EBIT</b>	<b>1,13</b>	<b>0,88</b>	<b>0,52</b>	<b>0,65</b>	<b>1,10</b>	<b>1,60</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>9,2%</i>	<i>6,9%</i>	<i>3,9%</i>	<i>3,8%</i>	<i>5,8%</i>	<i>7,6%</i>
Financial Management	(0,07)	(0,07)	(0,08)	(0,05)	(0,05)	(0,05)
<b>EBT</b>	<b>1,06</b>	<b>0,81</b>	<b>0,45</b>	<b>0,60</b>	<b>1,05</b>	<b>1,55</b>
Taxes	0,36	0,31	0,10	0,15	0,25	0,40
<b>Net Income</b>	<b>0,69</b>	<b>0,51</b>	<b>0,34</b>	<b>0,45</b>	<b>0,80</b>	<b>1,15</b>
<b>Minorities Income</b>	<b>0,18</b>	<b>0,16</b>	<b>0,04</b>	<b>0,05</b>	<b>0,09</b>	<b>0,13</b>
<b>CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mIn)</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>
<b>Fixed Asset</b>	<b>3,18</b>	<b>5,39</b>	<b>7,48</b>	<b>7,00</b>	<b>6,60</b>	<b>6,40</b>
Accounts receivable	3,80	4,04	4,57	5,35	5,85	6,40
Inventories	0,03	0,08	0,09	0,10	0,10	0,10
Accounts payable	1,00	1,33	1,30	1,65	1,85	2,00
<b>Operating Working Capital</b>	<b>2,83</b>	<b>2,79</b>	<b>3,36</b>	<b>3,80</b>	<b>4,10</b>	<b>4,50</b>
Other Receivables	0,97	0,73	1,60	1,15	1,35	1,50
Other Payables	1,89	2,29	2,76	2,70	2,80	3,00
<b>Net Working Capital</b>	<b>1,91</b>	<b>1,23</b>	<b>2,20</b>	<b>2,25</b>	<b>2,65</b>	<b>3,00</b>
Severance Indemnities & Provision	1,28	1,46	1,78	1,80	1,90	2,10
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>3,80</b>	<b>5,16</b>	<b>7,90</b>	<b>7,45</b>	<b>7,35</b>	<b>7,30</b>
Share Capital	0,13	0,17	0,19	0,19	0,19	0,19
Reserves and Retained Profits	0,27	3,26	3,45	3,76	4,16	4,86
Net Profit	0,52	0,35	0,30	0,40	0,71	1,02
<b>Equity</b>	<b>0,91</b>	<b>3,78</b>	<b>3,95</b>	<b>4,35</b>	<b>5,05</b>	<b>6,07</b>
<b>Minorities Equity</b>	<b>0,35</b>	<b>0,50</b>	<b>0,87</b>	<b>0,93</b>	<b>1,02</b>	<b>1,15</b>
Cash and Cash Equivalents	1,90	3,70	3,36	4,12	3,82	3,72
Short-Term Financial Debt	2,22	1,99	1,27	1,20	1,00	0,80
ML Term Financial Debt	2,23	2,58	5,17	5,10	4,10	3,00
<b>Net Financial Position</b>	<b>2,55</b>	<b>0,88</b>	<b>3,08</b>	<b>2,18</b>	<b>1,28</b>	<b>0,08</b>
<b>TOTAL SOURCES</b>	<b>3,80</b>	<b>5,16</b>	<b>7,90</b>	<b>7,45</b>	<b>7,35</b>	<b>7,30</b>
<b>CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mIn)</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>	
<b>EBIT</b>	<b>0,88</b>	<b>0,52</b>	<b>0,65</b>	<b>1,10</b>	<b>1,60</b>	
Taxes	0,31	0,10	0,15	0,25	0,40	
<b>NOPAT</b>	<b>0,57</b>	<b>0,42</b>	<b>0,50</b>	<b>0,85</b>	<b>1,20</b>	
D&A	1,26	0,90	1,50	1,60	1,70	
Change in receivables	(0,24)	(0,53)	(0,78)	(0,50)	(0,55)	
Change in inventories	(0,05)	(0,01)	(0,01)	0,00	0,00	
Change in payables	0,33	(0,03)	0,35	0,20	0,15	
Other Changes	0,64	(0,40)	0,39	(0,10)	0,05	
<b>Change in NWC</b>	<b>0,68</b>	<b>(0,97)</b>	<b>(0,05)</b>	<b>(0,40)</b>	<b>(0,35)</b>	
Change in Provisions	0,18	0,32	0,02	0,10	0,20	
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>2,69</b>	<b>0,67</b>	<b>1,97</b>	<b>2,15</b>	<b>2,75</b>	
Investments	(3,47)	(2,99)	(1,02)	(1,20)	(1,50)	
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>(0,78)</b>	<b>(2,32)</b>	<b>0,95</b>	<b>0,95</b>	<b>1,25</b>	
Financial Management	(0,07)	(0,08)	(0,05)	(0,05)	(0,05)	
Change in Payables to Banks	0,12	1,87	(0,14)	(1,20)	(1,30)	
Change in Equity	2,52	0,20	0,00	0,00	0,00	
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)</b>	<b>1,79</b>	<b>(0,34)</b>	<b>0,76</b>	<b>(0,30)</b>	<b>(0,10)</b>	

Source: Websolute and Integrae SIM estimates

## 1.1 FY20A Results

**Table 2 – Actual VS Estimates FY20A**

€/mln	Sales	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
<b>FY20A</b>	<b>13,34</b>	<b>1,42</b>	<b>10,7%</b>	<b>0,52</b>	<b>0,34</b>	<b>3,08</b>
FY20E	12,85	1,60	12,5%	0,20	0,11	1,09
Change	3,8%	-11,0%	-1,8%	161,4%	227,5%	N.A

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati annuali, dichiara: *“Abbiamo reagito al difficile contesto macroeconomico dando la priorità allo sviluppo di nuovi prodotti, proseguendo proattivamente l’interazione con i clienti da remoto. Nel corso dell’anno abbiamo proseguito con le attività di investimento finalizzando tre operazioni di M&A con focus su società leader in attività che riteniamo fortemente strategiche per lo sviluppo del nostro business e in linea con i trend di mercato”.*

I ricavi si attestano a € 13,34 mln rispetto a un valore pari a € 12,82 mln registrato a fine 2019 e a € 12,85 mln stimati nel nostro precedente *report*. La crescita rispetto al 2019 è stata possibile soprattutto grazie: alla linea Digital Marketing (linea più remunerativa nel mix vendita) che riporta un incremento del 7% rispetto allo scorso anno, alla linea E-Commerce Strategy & Management, che mostra un incremento del 47%, e ai servizi di formazione e licenze, in crescita del 44%. Agli incrementi di queste linee, si aggiungono le crescite derivanti dall’avvio di attività di W.Academy, More e W-Mind Società Benefit e della crescita della linea Consulenza Digital Strategy (+27%).

L’EBITDA è pari a € 1,42 mln rispetto € 2,14 mln dello scorso anno e € 1,60 mln atteso. Di conseguenza l’EBITDA Margin è pari al 10,7% rispetto a 16,7% del 2019 e alle 12,5% atteso. La variazione dell’EBITDA è conseguenza dell’aumento dei costi strutturali e del personale, dovuto alla volontà di incrementare le competenze interne con risorse qualificate e al potenziamento della struttura organizzativa, commerciale e produttiva. Tale strategia è stata perseguita anche mediante le acquisizioni effettuate nel corso del 2020.

Secondo quanto comunicato, Websolute ha fatto ricorso, in applicazione della norma emergenziale di cui all’art. 60, commi da 7-bis a 7-quinquies del D.L. 14.08.2020 n. 104, convertito dalla Legge 13.10.2020 n. 126, alla sospensione delle quote di ammortamento riferite all’esercizio 2020, per un ammontare complessivo pari a € 0,55 mln. L’EBIT è pari a € 0,52 mln (€ 0,88 mln nel 2019) dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 0,90 mln. Il valore dell’EBIT supera le nostre precedenti stime, pari a € 0,20 mln. Di conseguenza, anche l’EBIT Margin, pari al 3,9% mostra un incremento rispetto alle attese, pari a 1,6%.

L’Utile Netto si attesta a € 0,34 mln (€ 0,51 mln nel 2019) in crescita rispetto a € 0,11 mln atteso.

Nel corso del 2020, la Società si è impegnata nella realizzazione di un significativo piano di investimenti, volto a potenziare la propria struttura organizzativa e a migliorare il proprio posizionamento sul mercato. In primo luogo, per quanto riguarda gli investimenti produttivi e di prodotto, il Gruppo ha continuato ad investire nell’analisi, sviluppo e implementazione di nuovi moduli software per la piattaforma proprietaria e allo sviluppo di nuovi strumenti applicativi innovativi finalizzati all’ampliamento del catalogo prodotti e servizi. Si segnalano, in particolare, gli investimenti per: il “Virtual showroom” (per la gestione virtuale dei cataloghi prodotti), lo showroom virtuale, il “B-here 360” (per la visualizzazione immersiva degli ambienti e delle soluzioni attraverso strumenti di realtà virtuale e di realtà aumentata), la creazione di un nuovo prodotto formativo, il potenziamento della Community Influencer Social, le nuove funzionalità *marketing automation* e l’accrescimento di funzionalità innovative nell’ambito dell’*e-commerce*. Oltre a questo, Websolute si è dedicata con impegno in attività di M&A, tra le quali:

- La costituzione di More, partecipata al 55% da Websolute, a seguito dell'accordo di investimento con Cadland e Nextlab. More agirà come player di riferimento nel settore *Virtual Reality*, con l'obiettivo di accedere a nicchie di mercato ad alto potenziale di sviluppo, quali *Virtual Reality* e *Augmented Reality*, e di sfruttare le opportunità di *cross selling* sul parco clienti;
- L'acquisizione del 51% di W-Mind, AI e Data Science Company specializzata nella ricerca scientifica finalizzata allo sviluppo di modelli predittivi e creazione di intelligenze artificiali, ideando, sviluppando e producendo prodotti e servizi innovativi ad alto valore tecnologico, per la comunicazione digitale. L'operazione, secondo quanto comunicato, consentirà a Websolute di accelerare la creazione di un ponte tra il mercato della *customer experience* e quello delle nuove tecnologie *AI-driven*;
- La costituzione di W.Academy, in partnership con SIDA Group, che, secondo quanto comunicato, rappresenterà per il mercato una figura di riferimento altamente specializzata e capace di coniugare in un'unica realtà la competenza professionale nel settore *digital* e le conoscenze tecniche in ambito di erogazione di servizi formativi. L'operazione rientra nella più ampia strategia di sviluppo, con la creazione della Websolute Academy quale centro nevralgico del know how tecnico-digitale del Gruppo, finalizzata alla creazione di servizi di formazione *digital oriented*.

La NFP passa da € 0,88 mln a € 3,08 mln. La variazione è legata agli importanti investimenti sopra descritti, all'acquisto di azioni proprie e alla distribuzione dividendi.

## 1.2 Eventi Significativi

In seguito alla nostra ultima pubblicazione, la Società ha comunicato:

- In data 20/11/20, di aver proceduto all'acquisto del 51% del capitale sociale di W-Mind Srl, per un controvalore pari a € 178.500 che verrà corrisposto per cassa in 16 rate trimestrali. W-Mind, con sede a Roma, è una *start-up* attiva nei segmenti Data Science & Artificial Intelligence. L'inserimento dei servizi W-Mind nel Gruppo Websolute può rappresentare un forte amplificatore per il *core business* legato ai temi della comunicazione di *brand*, del marketing digitale e del commercio online in chiave *omnichannel*. L'intelligenza artificiale e gli algoritmi predittivi di W-Mind sono, infatti, in grado di potenziare tutte le attività del Gruppo;
- In data 22/12/20, di aver perfezionato l'operazione relativa all'acquisizione del residuo 20% di Moca Interactive Srl, portando la propria partecipazione al 100%. Il corrispettivo per l'acquisto dell'ulteriore 20% del capitale, pari a € 446.500 è stato integralmente corrisposto per cassa. Secondo quanto precedentemente comunicato, l'operazione rientra in un percorso di crescita di Moca, sia dal punto di vista finanziario sia dal punto di vista della cultura aziendale;
- In data 15/04/21, la costituzione di WS Webness Srl, specializzata nell'ideazione e progettazione di soluzioni *e-commerce*, attraverso lo sviluppo e l'implementazione di piattaforme tecnologiche avanzate, la consulenza progettuale per la definizione di modelli avanzati di business B2C, B2B e la gestione in *outsourcing* degli *shop* a supporto delle aziende.

### 1.3 FY21E – FY23E Estimates

**Table 3 – Estimates Updates FY21E-23E**

€/mln	FY21E	FY22E	FY23E
<b>Sales</b>			
New	<b>17,0</b>	<b>19,0</b>	<b>21,0</b>
Old	16,0	17,2	N/A
Change	6,3%	10,5%	N/A
<b>EBITDA</b>			
New	<b>2,2</b>	<b>2,7</b>	<b>3,3</b>
Old	2,2	2,6	N/A
Change	0,0%	3,8%	N/A
<b>EBITDA %</b>			
New	<b>12,6%</b>	<b>14,2%</b>	<b>15,7%</b>
Old	13,4%	15,1%	N/A
Change	-0,8%	-0,9%	N/A
<b>EBIT</b>			
New	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>
Old	0,7	1,2	N/A
Change	-13,3%	-8,3%	N/A
<b>Net Income</b>			
New	<b>0,4</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>
Old	0,5	0,8	N/A
Change	-13,5%	-4,8%	N/A
<b>NFP</b>			
New	<b>2,2</b>	<b>1,3</b>	<b>0,1</b>
Old	0,5	(0,5)	N/A
Change	N.A	N.A	N/A

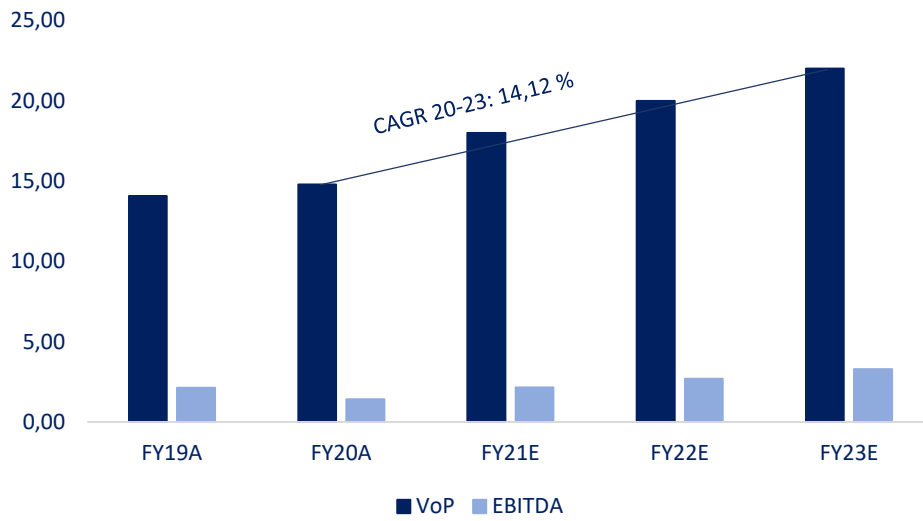
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il 2020A e delle operazioni concluse, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, ci aspettiamo ricavi 2021E pari a € 17,0 mln ed un EBITDA pari a € 2,15 mln, corrispondente ad una marginalità del 12,6%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che i ricavi possano aumentare fino a € 21,0 mln (CAGR 20A-23E: 16,34%) nel 2023E, con EBITDA pari a € 3,30 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 15,7%), in crescita rispetto a € 1,42 mln del 2020A (corrispondente ad un EBITDA margin del 10,7%).

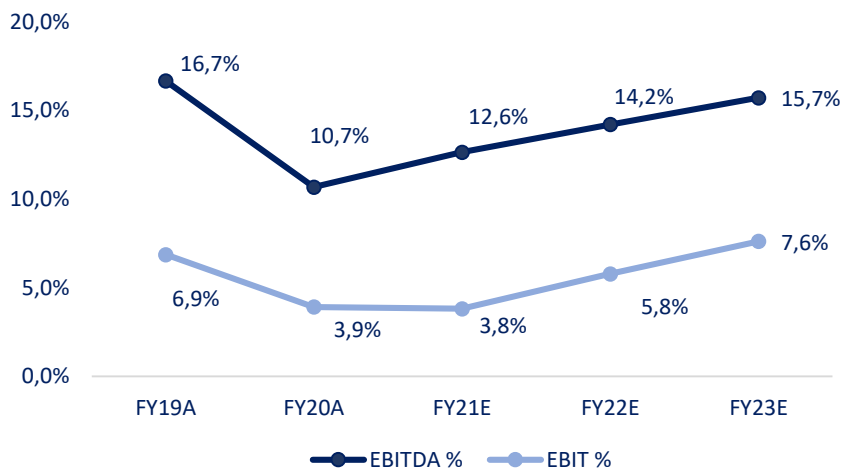
A livello patrimoniale, invece, modifichiamo le nostre precedenti stime di NFP in ragione delle differenze rilevate sul 2020A e di un piano di investimenti complessivo ancora più significativo rispetto a quello principalmente considerato.

**Chart 1 – VoP and EBITDA FY19A-23E**



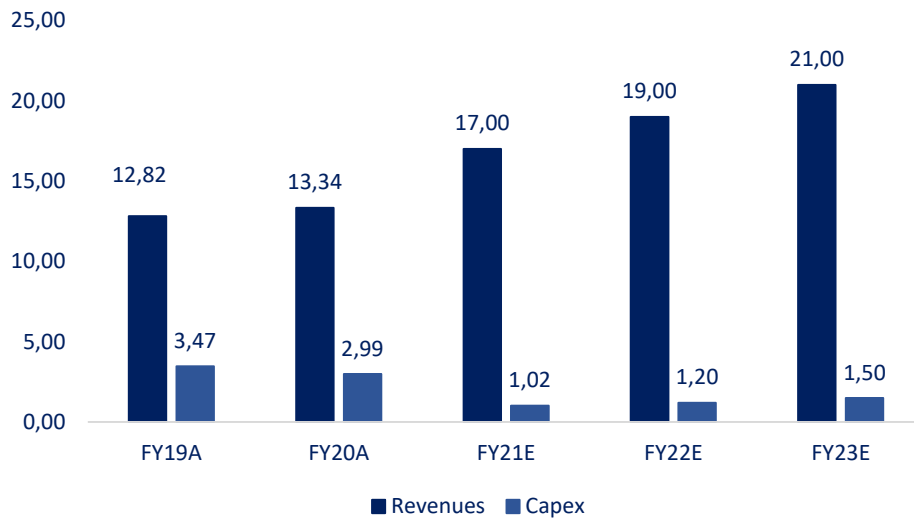
Source: Integrae SIM

**Chart 2 – Margin FY19A-23E**



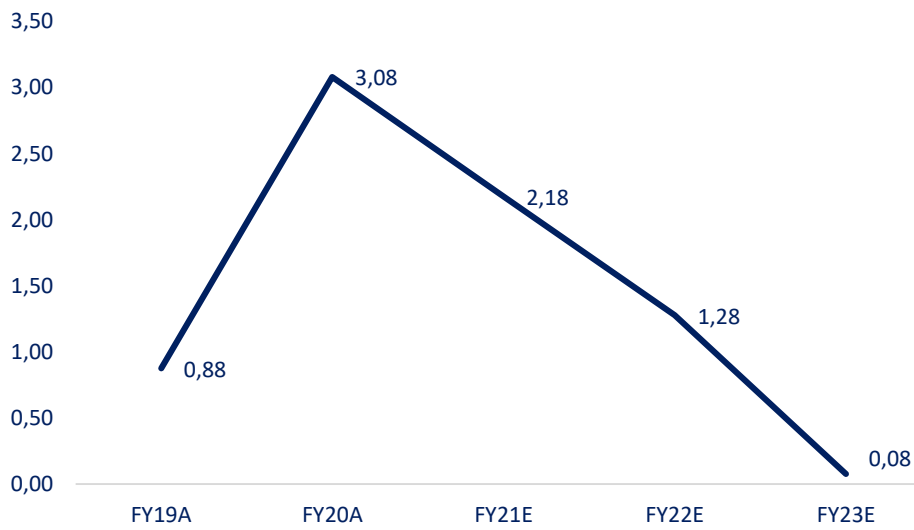
Source: Integrae SIM

**Chart 3 – Capex FY19A-23E**



Source: Integrae SIM

**Chart 4 – NFP FY19A-23E**



Source: Integrae SIM

## 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		3,96%
Risk Free Rate	-0,10% $\alpha$ (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,85% Beta Adjusted	0,59
D/E (average)	81,82% Beta Relevered	0,95
Ke	6,47% Kd	1,25%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 3,96%.

**Table 5 – DCF Valuation**

DCF Equity Value		30,4
FCFO actualized	2,8	8%
TV actualized DCF	30,7	92%
<b>Enterprise Value</b>	<b>33,5</b>	<b>100%</b>
NFP (FY20A)	3,1	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di €30,4 mln.

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

€/mln	WACC				
	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%
2,5%	200,7	95,3	61,9	45,5	35,7
2,0%	96,5	62,7	46,1	36,2	29,7
1,5%	63,5	46,7	36,7	30,0	25,3
1,0%	47,3	37,2	30,4	25,7	22,1
0,5%	37,7	30,9	26,0	22,4	19,6
0,0%	31,3	26,4	22,7	19,9	17,6
-0,5%	26,7	23,0	20,1	17,8	16,0

Source: Integrae SIM



## 2.2 Market multiples

Il nostro panel è formato da società operanti nello stesso settore di Websolute. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il DCF method.

**Table 7 – Market Multiples**

Company Name	EV/EBITDA (x)		
	2021E	2022E	2023E
Alkemy	7,9	6,4	N/A
Be Think, Solve, Execute	5,9	5,4	5,5
Triboo	3,0	2,4	N/A
Digital360	7,4	6,2	5,3
DigiTouch	3,3	3,0	N/A
Neosperience	8,1	5,3	3,6
Maps	5,2	4,2	3,5
Relatech	10,6	8,5	7,0
<b>Median</b>	<b>6,6</b>	<b>5,4</b>	<b>5,3</b>

Source: Infincials

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	2021E	2022E	2023E
<b>Enterprise Value (EV)</b>			
EV/EBITDA	17,1	17,3	20,3
<b>Equity Value</b>			
EV/EBITDA	14,9	16,1	20,2
<b>Average</b>	<b>14,9</b>	<b>16,1</b>	<b>20,2</b>

Source: Integrae SIM

L'equity value di Websolute utilizzando il market multiple EV/EBITDA, risulta essere pari a €17,0 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>23,7</b>
Equity Value DCF (€/mln)	30,4
Equity Value multiples (€/mln)	17,0
<b>Target Price (€)</b>	<b>2,50</b>

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a €23,7 mln. Il **target price** è quindi di **€ 2,50 (prev. €2,00)**. Confermiamo rating **BUY** e rischio **MEDIUM**.

Il *target price* corrente risulta maggiore rispetto a quello della precedente ricerca nonostante l'aumento del numero di azioni della Società. Per maggiore comparabilità, il precedente *average equity value* risultava pari a € 17,3 mln.

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

<b>Multiples</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>
EV/EBITDA	18,8x	12,5x	9,9x
EV/EBIT	51,3x	41,3x	24,4x

Source: Integrae SIM

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

<b>Multiples</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>
EV/EBITDA	10,9x	7,2x	5,8x
EV/EBIT	29,7x	23,9x	14,1x

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 and Emanuele Negri are current financial analysts.

**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>
15/05/2020	1,64	Buy	2,20	Medium	Update
02/10/2020	1,57	Buy	2,00	Medium	Update

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

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. 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) Integræ 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 Integræ SIM states that:

- Integræ 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 SpA;
- Integræ 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 SpA;
- Integræ SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Websolute SpA;
- In the IPO phase, Integræ SIM played the role of global coordinator.

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