

<b>WEBSOLUTE</b>	<b>Italy</b>	<b>FTSE AIM Italia</b>	<b>Digital Company</b>
<b>Rating: BUY</b> (unch.)	<b>Target Price: € 2,00</b> (prev. 2,20)	<b>Update</b>	<b>Risk: Medium</b>

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	29,59%	1,82%	5,23%	-41,93%
to FTSE AIM Italia	30,30%	6,22%	4,89%	-27,25%
to FTSE STAR Italia	26,71%	-11,11%	-30,41%	-55,25%
to FTSE All-Share	31,95%	2,71%	-10,48%	-37,26%
to EUROSTOXX	32,34%	4,90%	-13,68%	-32,52%
to MSCI World Index	33,64%	-5,24%	-27,66%	-51,60%

#### Stock Data

Price	€ 1,57
Target price	€ 2,00
Upside/(Downside) potential	27,5%
Bloomberg Code	WEB IM EQUITY
Market Cap (€m)	€ 13,56
EV (€m)	€ 14,44
Free Float	25,97%
Share Outstanding	8.648.950
52-week high	€ 2,87
52-week low	€ 0,96
Average daily volumes (3m)	8.000

Key Financials (€m)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Sales	12,8	12,9	16,0	17,2
EBITDA	2,1	1,6	2,2	2,6
EBIT	0,9	0,2	0,7	1,2
Net Profit	0,5	0,1	0,5	0,8
EPS (€)	0,06	0,01	0,06	0,10
EBITDA margin	16,6%	12,5%	13,4%	15,1%
EBIT margin	6,8%	1,6%	4,7%	7,0%
Net Profit margin	3,9%	0,8%	3,2%	4,9%

Main Ratios	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	6,8	9,0	6,7	5,6
EV/EBIT (x)	16,5	72,2	19,3	12,0
P/E (x)	27,2	129,2	26,1	16,1

#### Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

#### Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



#### 1H20A Results

A causa delle condizioni di grave difficoltà globale createsi a causa della diffusione dell'epidemia Covid 19, i risultati semestrali mostrano un peggioramento a livello di marginalità e una trascurabile flessione dei ricavi.

I ricavi, pari a € 5,97 mln, mostrano una leggera decrescita rispetto ai dati semestrali dello scorso anno (€ 6,17 mln al 30 giugno 2019), sostanzialmente in linea il valore della produzione pari a € 6,75 mln, rispetto ai € 6,81 mln dello scorso anno. L'EBITDA è pari a € 0,75 mln (€ 1,15 mln al 30 giugno 2019) con EBITDA Margin pari al 12,5%.

#### Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, ci aspettiamo ricavi 2020E pari a € 12,9 mln ed un EBITDA pari a € 1,6 mln, corrispondente ad una marginalità del 12,5%.

Per gli anni successivi, ci aspettiamo che i ricavi possano aumentare fino a € 17,2 mln (CAGR 19A-22E: 10,29%) nel 2022E, con EBITDA pari a € 2,6 mln (corrispondente ad una marginalità del 15,1%), in crescita rispetto a € 2,13 mln del 2019A (corrispondente ad un EBITDA margin del 16,6%).

#### 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 € 23,0 mln. L'equity value di Websolute utilizzando i market multiples risulta essere pari € 11,6 mln. Ne risulta un equity value medio pari a circa € 17,3 mln. Il target price è di € 2,00, confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM invariato.

## 1. Economics & Financials

**Table 1 – Economics & Financial**

<b>CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>
Sales	12,34	12,82	12,85	16,00	17,20
Other Revenues	0,42	1,25	1,35	1,00	1,00
<b>Value of Production</b>	<b>12,76</b>	<b>14,07</b>	<b>14,20</b>	<b>17,00</b>	<b>18,20</b>
COGS	0,51	0,46	0,50	0,60	0,65
Use of Asset owned by Others	0,27	0,27	0,30	0,35	0,40
Services	5,29	5,34	4,90	6,00	6,45
Employees	4,83	5,71	6,70	7,65	7,80
Other Operating Expenses	0,20	0,17	0,20	0,25	0,30
<b>EBITDA</b>	<b>1,67</b>	<b>2,13</b>	<b>1,60</b>	<b>2,15</b>	<b>2,60</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>13,5%</i>	<i>16,6%</i>	<i>12,5%</i>	<i>13,4%</i>	<i>15,1%</i>
D&A	0,54	1,26	1,40	1,40	1,40
<b>EBIT</b>	<b>1,13</b>	<b>0,87</b>	<b>0,20</b>	<b>0,75</b>	<b>1,20</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>9,2%</i>	<i>6,8%</i>	<i>1,6%</i>	<i>4,7%</i>	<i>7,0%</i>
Financial Management	(0,07)	(0,07)	(0,05)	(0,03)	(0,01)
<b>EBT</b>	<b>1,06</b>	<b>0,80</b>	<b>0,15</b>	<b>0,72</b>	<b>1,19</b>
Taxes	0,36	0,31	0,05	0,20	0,35
<b>Net Income</b>	<b>0,69</b>	<b>0,50</b>	<b>0,11</b>	<b>0,52</b>	<b>0,84</b>
<b>Minorities Income</b>	<b>0,18</b>	<b>0,16</b>	<b>0,03</b>	<b>0,17</b>	<b>0,27</b>
<b>CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>
<b>Fixed Asset</b>	<b>3,18</b>	<b>5,39</b>	<b>5,15</b>	<b>4,75</b>	<b>4,35</b>
Accounts receivable	3,80	4,04	4,85	5,00	5,40
Inventories	0,03	0,08	0,10	0,10	0,10
Accounts payable	1,00	1,33	1,70	1,55	1,70
<b>Operating Working Capital</b>	<b>2,83</b>	<b>2,79</b>	<b>3,25</b>	<b>3,55</b>	<b>3,80</b>
Other Receivables	0,97	0,73	0,75	0,80	0,90
Other Payables	1,89	2,29	2,30	2,40	2,50
<b>Net Working Capital</b>	<b>1,91</b>	<b>1,23</b>	<b>1,70</b>	<b>1,95</b>	<b>2,20</b>
Severance Indemnities & Provision	1,28	1,46	1,55	1,65	1,85
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>3,80</b>	<b>5,16</b>	<b>5,30</b>	<b>5,05</b>	<b>4,70</b>
Share Capital	0,13	0,17	0,17	0,17	0,17
Reserves and Retained Profits	0,27	3,26	3,43	3,33	3,46
Net Profit	0,52	0,34	0,07	0,35	0,57
<b>Equity</b>	<b>0,91</b>	<b>3,77</b>	<b>3,67</b>	<b>3,85</b>	<b>4,21</b>
<b>Minorities Equity</b>	<b>0,35</b>	<b>0,51</b>	<b>0,54</b>	<b>0,71</b>	<b>0,98</b>
Cash and Cash Equivalents	1,90	3,70	3,71	3,21	3,08
Short-Term Financial Debt	2,22	1,99	1,80	1,20	0,60
ML Term Financial Debt	2,23	2,58	3,00	2,50	2,00
<b>Net Financial Position</b>	<b>2,55</b>	<b>0,88</b>	<b>1,09</b>	<b>0,49</b>	<b>(0,48)</b>
<b>TOTAL SOURCES</b>	<b>3,80</b>	<b>5,16</b>	<b>5,30</b>	<b>5,05</b>	<b>4,70</b>
<b>CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	
<b>EBIT</b>	<b>0,87</b>	<b>0,20</b>	<b>0,75</b>	<b>1,20</b>	
Taxes	0,31	0,05	0,20	0,35	
<b>NOPAT</b>	<b>0,57</b>	<b>0,16</b>	<b>0,55</b>	<b>0,85</b>	
D&A	1,26	1,40	1,40	1,40	
Change in receivables	(0,24)	(0,81)	(0,15)	(0,40)	
Change in inventories	(0,05)	(0,02)	0,00	0,00	
Change in payables	0,33	0,37	(0,15)	0,15	
Other Changes	0,64	(0,01)	0,05	0,00	
<b>Change in NWC</b>	<b>0,68</b>	<b>(0,47)</b>	<b>(0,25)</b>	<b>(0,25)</b>	
Change in Provisions	0,18	0,09	0,10	0,20	
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>2,68</b>	<b>1,17</b>	<b>1,80</b>	<b>2,20</b>	
Investments	(3,47)	(1,16)	(1,00)	(1,00)	
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>(0,79)</b>	<b>0,01</b>	<b>0,80</b>	<b>1,20</b>	
Financial Management	(0,07)	(0,05)	(0,03)	(0,01)	
Change in Payables to Banks	0,12	0,23	(1,10)	(1,10)	
Change in Equity	2,53	(0,17)	(0,17)	(0,22)	
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)</b>	<b>1,79</b>	<b>0,02</b>	<b>(0,50)</b>	<b>(0,13)</b>	

Source: Websolute and Integrae SIM

## 1.1 1H20A Results

**Table 2 – 1H20A vs 1H19A**

€/mln	Sales	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
<b>1H20A</b>	<b>5,97</b>	<b>0,75</b>	<b>12,5%</b>	<b>0,12</b>	<b>0,11</b>	<b>0,93</b>
1H19A	6,17	1,15	18,6%	0,79	0,55	0,88*
Change	-3,2%	-35,0%	-6,1%	-84,6%	-80,9%	N.A

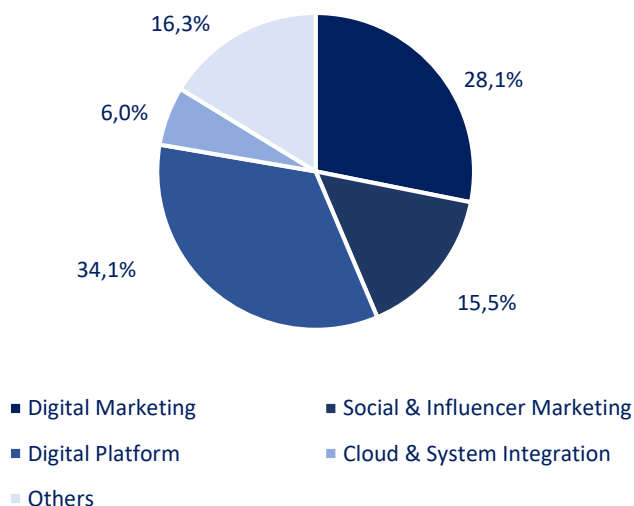
\*Dato full year 2019A

Source: Websolute

A causa delle condizioni di grave difficoltà globale createsi a causa della diffusione dell'epidemia Covid 19, i risultati semestrali mostrano un peggioramento a livello di marginalità e una trascurabile flessione dei ricavi. Infatti, secondo quanto dichiarato tramite comunicato stampa *“L'emergenza epidemiologica ha impattato sull'andamento degli ordinati e sull'allungamento dei tempi di programmazione degli ordini già acquisiti per esigenze interne dei clienti, dal mese di aprile fino alla fine del mese di giugno, determinando un rallentamento della fatturazione e conseguentemente dei ricavi di periodo che, ad ogni modo, sono sostanzialmente in linea con il dato al 30 giugno 2019 grazie alla presenza di un ottimo livello di portafoglio ordini pregresso”*.

I ricavi, pari a € 5,97 mln, mostrano una leggera decrescita rispetto ai dati semestrali dello scorso anno (€ 6,17 mln al 30 giugno 2019), sostanzialmente in linea il valore della produzione pari a € 6,75 mln, rispetto ai €6,81 mln dello scorso anno.

**Chart 1 – Revenues by Business Line 1H20A**



Source: Websolute

La principale fonte di ricavo della Società è rappresentata dalle Piattaforme Digitali, con una quota pari al 34% dei ricavi complessivi, le linee Digital Marketing e Social e Influencer Marketing rappresentano rispettivamente il 28,1% e 15,5%. Infine, la linea Cloud e System Integration genera una quota pari al 6% dei ricavi complessivi.

L'EBITDA è pari a € 0,75 mln (€ 1,15 mln al 30 giugno 2019) con EBITDA Margin pari al 12,5%, la marginalità in decrescita rispetto allo scorso anno, in particolare a causa della crescita dell'incidenza dei costi del personale: la Società sta implementando una politica

di crescita delle competenze delle risorse interne per poter affrontare al meglio gli obiettivi di crescita preposti per i prossimi anni. Non si rilevano crescite nell'incidenza dei costi per servizi, nonostante i costi legati al mantenimento dello status di Società quotata. In riduzione le spese per marketing e trasferite per effetto del *lockdown*.

L'EBIT è pari a € 0,12 mln (€ 0,79 mln al 30 giugno 2019), in decrescita a causa dei maggiori ammortamenti legati ad investimenti per il potenziamento delle attività e per il processo di quotazione concluso in data 30 settembre 2019. L'Utile si attesta a € 0,11 mln rispetto a € 0,55 mln registrato al 30 giugno 2019.

La Posizione Finanziaria Netta, pari a € 0,93 mln, risulta sostanzialmente in linea con i dati registrati alla fine del 2019A (€ 0,88 mln al 31 dicembre 2019), principalmente in ragione degli investimenti realizzati nel semestre.

## 1.2 Estimates FY20E-FY22E

**Table 3 – Estimates Updates FY20E-FY22E**

€/mln	FY20E	FY21E	FY22E
<b>Sales</b>			
New	<b>12,9</b>	<b>16,0</b>	<b>17,2</b>
Old	13,3	14,5	16,5
Change	-3,0%	10,3%	4,2%
<b>EBITDA</b>			
New	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>
Old	2,2	2,4	2,9
Change	-25,6%	-10,4%	-10,3%
<b>EBITDA %</b>			
New	<b>12,5%</b>	<b>13,4%</b>	<b>15,1%</b>
Old	16,2%	16,6%	17,6%
Change	-3,8%	-3,1%	-2,5%
<b>EBIT</b>			
New	<b>0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>1,2</b>
Old	0,8	1,0	1,5
Change	-73,3%	-25,0%	-20,0%
<b>Net Income</b>			
New	<b>0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>
Old	0,5	0,6	0,9
Change	-76,7%	-16,1%	-10,6%
<b>NFP</b>			
New	<b>1,1</b>	<b>0,5</b>	<b>(0,5)</b>
Old	0,4	(0,5)	(1,5)
Change	N.A	N.A	N.A

Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, ci aspettiamo ricavi 2020E pari a € 12,9 mln ed un EBITDA pari a € 1,6 mln, corrispondente ad una marginalità del 12,5%.

Per gli anni successivi, ci aspettiamo che i ricavi possano aumentare fino a € 17,2 mln (CAGR 19A-22E: 10,29%) nel 2022E, con EBITDA pari a € 2,6 mln (corrispondente ad una marginalità del 15,1%), in crescita rispetto a € 2,13 mln del 2019A (corrispondente ad un EBITDA margin del 16,6%). Per i prossimi anni, ci aspettiamo anche un significativo miglioramento della NFP.

Le stime di crescita, per il 2021E sono principalmente collegate alla costituzione di W.academy S.r.l e all'acquisizione del 55% della neocostituita More S.r.l.:

- W.academy S.r.l è una NewCo nella quale SIDA Group S.r.l. ha concesso in locazione il ramo d'azienda Academy, specializzato nell'erogazione di Master Accademici ed Executive Master di alta formazione. La costituzione di tale NewCo rientra nel piano di creazione di una Websolute Academy, centro nevralgico del know-how tecnico digitale del Gruppo.
- More S.r.l. è una Società neocostituita nella quale Cadland ha conferito il ramo d'azienda "Virtual E—motions" che vanta esperienza pluriennale con clienti di elevato standing. Tale acquisizione rientra nel piano societario di investire nel mercato della realtà virtuale, mercato in forte crescita, sospinto anche dalle nuove necessità create a seguito della diffusione dell'epidemia Covid 19.

Grazie all'apporto di queste due nuove Società ci aspettiamo una crescita di circa € 2,5 mln di fatturato, con una marginalità del 10% circa. Il restante aumento del fatturato, pari a circa € 0.7 mln è invece riconducibile a crescita organica.

## 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**

<b>WACC</b>		<b>5,09%</b>
Risk Free Rate	0,28% $\alpha$ (specific risk)	2,50%
Market Premium	8,46% Beta Adjusted	0,62
D/E (average)	66,67% Beta Relevered	0,92
Ke	8,01% Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo considerato un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 5,09%.

**Table 5 – DCF Valuation**

<b>DCF Equity Value</b>		<b>23,0</b>
FCFO actualized	1,8	8%
TV actualized DCF	22,0	92%
<b>Enterprise Value</b>	<b>23,9</b>	100%
NFP (FY19A)	0,9	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e, prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di € 23,0 mln.**

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

<b>€/mln</b>	<b>WACC</b>						
	<b>3,6%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,6%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,6%</b>	<b>6,1%</b>	<b>6,6%</b>
<b>2,5%</b>	86,3	58,8	44,5	35,7	29,8	25,5	22,3
<b>2,0%</b>	59,5	45,0	36,1	30,1	25,8	22,5	19,9
<b>1,5%</b>	45,5	36,5	30,4	26,1	22,7	20,2	18,1
<b>1,0%</b>	36,9	30,8	26,3	23,0	20,4	18,3	16,5
<b>0,5%</b>	31,1	26,6	23,2	20,6	18,5	16,7	15,3
<b>0,0%</b>	26,9	23,5	20,8	18,7	16,9	15,4	14,2
<b>-0,5%</b>	23,7	21,0	18,9	17,1	15,6	14,3	13,2

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)		
	2020E	2021E	2022E
Alkemy	7,9	5,9	5,2
Be Think, Solve, Execute	5,4	4,9	4,4
Triboo	3,9	3,1	2,5
Digital360	6,1	4,8	3,9
DigiTouch	3,1	2,6	2,4
Neosperience	7,9	5,1	3,7
Maps	5,8	4,6	3,8
Prismi	8,6	N/A	N/A
Relatech	8,7	7,2	5,9
<b>Median</b>	<b>6,1</b>	<b>4,8</b>	<b>3,8</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	2020E	2021E	2022E
<b>Enterprise Value (EV)</b>			
EV/EBITDA	11,5	12,2	12,3
<b>Equity Value</b>			
EV/EBITDA	10,4	11,7	12,7
<b>Average</b>	<b>10,4</b>	<b>11,7</b>	<b>12,7</b>

Source: Integrae SIM

L'**equity value** di Websolute utilizzando il market multiple EV/EBITDA, **risulta essere pari a circa €11,6 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>17,3</b>
Equity Value DCF (€/mln)	23,0
Equity Value multiples (€/mln)	11,6
<b>Target Price (€)</b>	<b>2,00</b>

Source: Integrae SIM

**L'equity value medio è pari a € 17,3 mln. Il target price è quindi di €2,00 (prev. €2,20). 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	11,4x	8,5x	7,0x
EV/EBIT	90,8x	24,2x	15,1x

Source: Integrae SIM

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

<b>Multiples</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>
EV/EBITDA	9,0x	6,7x	5,6x
EV/EBIT	72,2x	19,3x	12,0x

Source: Integrae SIM



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

**Analyst/s certification**

The 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. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE 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 Journalist guild. Mattia Petracca is current financial analyst

**Disclaimer**

This publication was produced by INTEGRAE SIM SpA. INTEGRAE SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of March 29th 2011.

INTEGRAE SIM SpA performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

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

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

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

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
08/10/2019	2,29	Buy	3,34	Medium	Initiation of Coverage
15/05/2020	1,64	Buy	2,20	Medium	Update

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

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

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

advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 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.