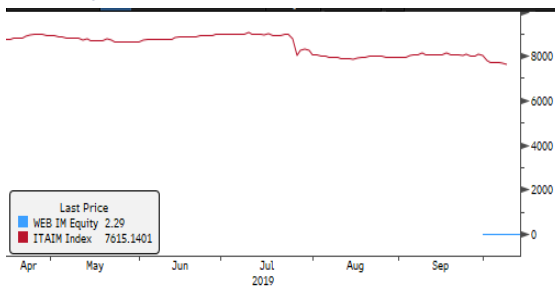


WEBSOLUTE	<i>Italy</i>	<i>FTSE AIM Italia</i>	<i>Digital Company</i>
Rating: BUY	Target Price: €3,34	Initiation of Coverage	Risk: Medium

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 </td <td>N/A</td> <td>N/A</td>	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

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



Stock Data

Price	€ 2,29
Target price	€ 3,34
Upside/(Downside) potential	45,9%
Bloomberg Code	WEBIMEQUITY
Market Cap (€m)	€ 19,81
EV (€m)	€ 19,16
Free Float	23,12%
Share Outstanding	8.648.950
52-week high	€ 2,87
52-week low	€ 1,91
Average daily volumes (3m)	

Company Overview

WebSolute S.p.A. è una digital company attiva principalmente nella creazione di piattaforme digitali, nel digital marketing e Brand UX, UI e Customer Journey. Nel 2018, la società ha ottenuto la certificazione come PMI innovativa. WebSolute, configurabile come Gruppo, è una holding operativa e offre una diversificata gamma di prodotti e servizi: Piattaforme Digitali, Digital Marketing, Brand UX, UI e Customer Journey, Social & Influencer Marketing, e-Commerce Strategy & Management, Cloud & System Integration, Mobile Apps, Editoria New Media, Consulenza Digital Strategy e Altro.

Key Financials (€m)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
Sales	12,3	13,7	16,0	18,8
EBITDA	1,7	2,5	3,2	3,8
EBIT	1,1	1,7	2,4	3,1
Net Profit	0,7	1,0	1,6	2,1
EPS (€)	0,08	0,12	0,19	0,24
EBITDA margin	13,5%	18,3%	19,7%	19,9%
EBIT margin	9,2%	12,2%	14,7%	16,2%

Market

Il mercato digitale si suddivide in 6 segmenti: e-Commerce, Technology, Other Digital Revenues, Digital Marketing, Professional Services, Online Advertising. Il giro d'affari in Italia vale €65mld, con un trend di crescita del 10,4 %YoY. Il mercato, al netto del contributo dell'e-Commerce, registra un valore di €36,2 mld in crescita del 7,1% YoY (€33,8 mln nel 2017).

Main Ratios	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA (x)	11,5	7,7	6,1	5,1
EV/EBIT (x)	17,0	11,5	8,1	6,3
P/E (x)	28,6	19,5	12,4	9,4

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 €36,1 mln. L'equity value utilizzando i market multiples risulta essere pari €21,7 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 28,9 mln. Il target price è di €3,34, rating BUY e rischio MEDIUM.

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integræsim.it

Sommario

1. Company Overview	3
1.1 Company Activity	3
1.2 Storia Societaria	3
1.3 Struttura del Gruppo	4
2. Clienti e Fornitori	11
2.1 I Clienti	11
2.2 I Fornitori	12
3. Mercato	13
3.1 Il Mercato Digitale in Italia - Overview	13
3.2 Posizionamento Competitivo	16
3.3 SWOT Analysis	17
4. Economics & Financials	20
4.1 Driver di crescita	23
5. Valutazione	24
5.1 DCF Method	24
5.2 Market Multiples	25
5.3 Equity Value	27

1. Company Overview

1.1 Company Activity

Websolute S.p.A. è una *digital company* attiva principalmente nella creazione di piattaforme digitali, nel *Digital Marketing* e *Brand UX, UI e Customer Journey*. Nel 2018, la società ha ottenuto la certificazione come PMI innovativa, in modo da beneficiare degli incentivi forniti dal D.L. 3/2015. La società ha sostenuto spese di ricerca e sviluppo nel 2018 pari a €0,87 mln (ca. il 10,8% del Valore della Produzione).

Websolute S.p.A., configurabile come Gruppo, è una holding operativa che detiene partecipazioni in:

- Moca Interactive (Performance Marketing) all'80%;
- Xplace (Social Marketing) al 70%;
- DNA (Network Media Company) al 70%;
- Shinteck (Sviluppo Mobile App) al 50%;
- WS Techlab (e-commerce technology) al 50% (ma esclusa dal perimetro di consolidamento, in quanto non rappresentativa di una partecipazione di controllo).

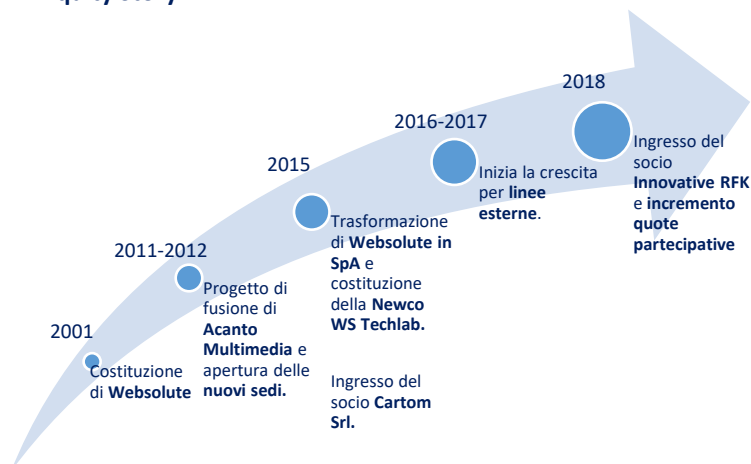
Il Gruppo presidia il territorio nazionale attraverso 9 sedi operative site a Pesaro (2), Monza, Treviso (2), Roma, Salerno, Ancona e Pisa, offrendo una diversificata gamma di prodotti e servizi: Piattaforme Digitali, *Digital Marketing, Brand UX, UI e Customer Journey, Social & Influencer Marketing, e-Commerce Strategy & Management, Cloud & System Integration, Mobile Apps, Editoria New Media, Consulenza Digital Strategy e Altro* (attività formative e licenze software).

I clienti sono prevalentemente PMI italiane, con un *range* di fatturato compreso tra €15,0 mln e €1,0 mld, in tutti i principali settori industriali sia B2B che B2C, attive anche sui mercati esteri.

Nel FY18 il Gruppo ha raggiunto un Valore della Produzione pari a €12,8 mln, mediante l'apporto medio annuo di 133 dipendenti, 8 collaboratori e 8 amministratori operativi. Per Websolute S.p.A. stand alone, il 42,4% dei ricavi è derivante da canoni ricorrenti.

1.2 Storia Societaria

Chart 1 – Equity Story



Source: Websolute SpA

2001: ad opera di Lamberto Mattioli, viene costituita a Pesaro, Websolute, società avente come attività prevalente la fornitura e commercializzazione di servizi di

comunicazione a base informatica per la realizzazione e produzioni di sistemi software di sicurezza. Nei primi dieci anni di attività, la Società diventa il principale player a livello regionale e inizia ad operare in tutto il Nord Italia, puntando sullo sviluppo delle proprie capacità progettuali ed esecutive.

2011-2012: viene concluso il progetto di fusione per incorporazione della società *Acanto Multimedia*, attiva nel settore della comunicazione e del *digital marketing*.

Nel 2012, a seguito degli importanti traguardi raggiunti, in termini di fatturato e di dipendenti impiegati, inizia l'espansione della società con l'apertura di una nuova sede vicino Pesaro e la creazione di un campus immerso nel verde.

2015: cambia l'assetto societario di Websolute, che si trasforma in Società per Azioni con la partecipazione di 4 soci al 25%, prevedendo l'ingresso del socio Cartom Srl mediante l'operazione di acquisto delle azioni detenute da un socio, e parallelamente viene costituita la Newco WS Techlab. Cambia anche la strategia della società che, da semplice WebAgency, inizia ad operare con l'obiettivo di diventare una Digital Company che possa coprire tutta la filiera di offerta digitale.

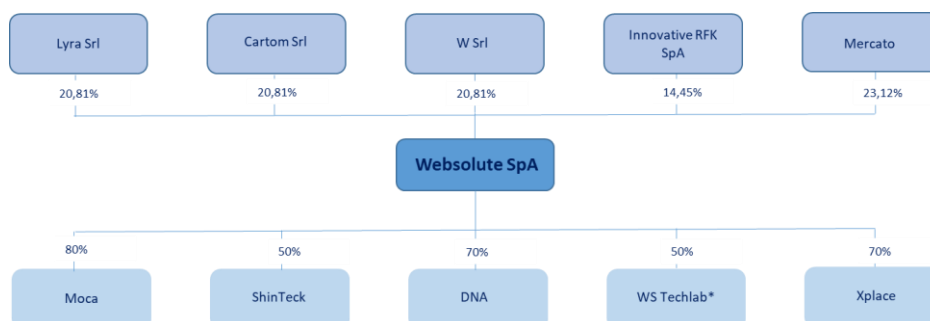
2016-2017: continua infatti la crescita per linee esterne della società che perfeziona le acquisizioni di pacchetti di minoranza in Moca Interactive Srl (33,33%), DNA Srl (50%), ShinTeck Srl (50%), nonché le successive aperture delle sedi di Treviso, Monza e Roma, al fine di garantire un miglior presidio territoriale.

2018: vi è un cambiamento nella compagine societaria che vede l'ingresso del socio Innovative RFK al 20% (Investment Company), mediante un'operazione di aumento di capitale sociale con sovrapprezzo. L'ingresso di tale socio finanziario è volto ad una maggiore solidità finanziaria e ad un maggiore know-how in ottica di una eventuale futura quotazione in Borsa. Le partecipazioni in Moca Interactive, DNA e Xplace vengono incrementate fino a raggiungere la maggioranza.

1.3 Struttura del Gruppo

Websolute S.p.A. è posseduta al 20,81% da LYRA S.r.l. (detenuta al 51% da Lamberto Mattioli, Presidente CdA e CEO Websolute), al 20,81% da CARTOM S.r.l. (detenuta al 100% da Maurizio Lanciaprime, CFO e Direzione E-commerce Websolute) e al 20,81% da W S.r.l. (detenuta al 70% da Claudio Tonti, Consigliere CdA Direzione Creative e Digital Strategy Websolute), il 14,45% è in capo a Innovative RFK S.p.A., mentre il restante 23,12% è il flottante destinato al mercato.

Chart 2 – Shareholders and Group Structure



Source: Websolute SpA

*Società partecipata ma non controllata. Fuori perimetro di consolidamento.

1.3.1 Moca Interactive

È un'agenzia specializzata nel *performance marketing* e si caratterizza per definire gli obiettivi e la misurazione degli stessi al fine della gestione ottimale del budget dei propri clienti. Nel 2018 conta mediamente 28 dipendenti e un VdP pari a €2,3 mln. Il

33,33% è stato acquisito da Websolute nel 2016 ad un prezzo di €0,17 mln (EV/EBITDA implicito pari a 4,0x); l'acquisto del restante 46,67% è stato perfezionato poi nel 2018, per un prezzo di €0,47 mln (EV/EBITDA implicito 3,5x), prevedendo un meccanismo di conguaglio di prezzo che verrà definitivamente determinato, sulla base di specifici accordi contrattuali, entro il 15 Settembre 2019, tenendo conto degli andamenti di bilancio FY18A e dell'apporto di fatturato Websolute fino alla data del 30 Giugno 2019. Il valore di conguaglio si stima si attesti complessivamente ad un valore di ca. €0,30 mln.

1.3.2 ShinTeck

È una *boutique agency* che si occupa di *Mobile App, Virtual & Augmented Reality*, al fine di fornire un'estensione digitale del prodotto per i clienti. Ha importanti competenze sul tema della realtà virtuale in ambienti Oculus Rift, Go e Quest, Ambienti Unreal e Unity. Nel 2018 conta mediamente 5 dipendenti e un VdP pari a €0,4 mln e più di 100 app realizzate in dieci anni di vita. Nel 2016 Websolute ha acquistato il 50% a €0,12mln (EV/EBITDA implicito di 23,5x), corrispettivo d'acquisto che ha tenuto conto dell'ottimo andamento gestionale del bilancio infrannuale e della proprietà di un immobile utilizzata come sede della società.

1.3.3 DNA

È una *network media company*, che si occupa prevalentemente della creazione di contenuti per famiglie e bambini e della distribuzione degli stessi sui principali canali *social*, contando ad esempio più di un milione di iscritti e più di 1,2 miliardi di views su YouTube, performance che gli ha consentito di ricevere il riconoscimento del premio *Youtube Creator Award* grazie al più grande *family network* "Coccole Sonore". Lavora con prestigiosi marchi come Citroen e Pampers per attività di *brand content* e sono in corso trattative per sbarcare nelle tv europee e attivare contratti di licensing per alcuni dei suoi prodotti registrati. Nel 2018 conta 8 dipendenti e un VdP pari a €0,6 mln. Nel 2016 Websolute ha acquistato il 50% ad un prezzo di €0,44 mln (EV/EBITDA implicito di 26,5x) e ha perfezionato l'acquisizione della maggioranza, acquistando, nel 2018, un ulteriore 20% a €0,3 mln (EV/EBITDA implicito 20,6x). Il corrispettivo d'acquisto della partecipazione ha tenuto conto del modello di business di DNA e della natura delle sue specifiche attività che determinano una crescita della redditività molto significativa in funzione dell'incremento dei ricavi di vendita, la cui manifestazione non determina una corrispondente crescita dei costi di produzione.

1.3.4 XPlace

È una società che si occupa della creazione di esperienze che connettono i *brand* ai clienti. Si posiziona nel mercato italiano come una delle agenzie più note nella verticalizzazione dei Social Media con 2 particolari caratteristiche:

- propria scuderia di microinfluencer (+150 attivi), targetizzati con criteri settoriali, di target e geografici;
- presenza sul mercato cinese per progetti localizzati su Wechat e Baidoo.

Nel 2018 registra un VdP pari a €1,8 mln. Il 15% è stato acquisito da Websolute nel 2018 ad un prezzo di €0,09 mln (EV/EBITDA implicito pari a 3,3x); l'acquisto del restante 55% è stato perfezionato sempre nel 2018, per un prezzo di €0,33 mln (EV/EBITDA implicito 3,3x), con previsione di un meccanismo di conguaglio definitivo del prezzo che è stato definitivamente determinato, sulla base di specifici accordi contrattuali, tenendo conto degli andamenti di bilancio 2018, pari a €0,26 mln.

1.3.5 WS Techlab

È una società collegata che opera come laboratorio tecnologico, creato nel 2015 da Websolute (50%) e Sintra Consulting (50%), focalizzato sulla piattaforma Magento, nella versione *community* ed in quella *enterprise*. Tale piattaforma, recentemente acquisita da Adobe, è leader del mercato delle piattaforme e-commerce in Italia e nel mondo. La padronanza tecnica di tale ambiente è diventata nel tempo una competenza specializzata anche interna dell'Emittente, con personale specializzato con più di 10 anni di esperienza e oltre 30 progetti realizzati e quindi per il Gruppo fattore abilitante per i progetti di medio-alta complessità. Nel 2018 ha registrato un VdP pari a €0,65 mln. Dato che la partecipazione detenuta da Websolute SpA non è una partecipazione di controllo, WS Techlab è esclusa dal perimetro di consolidamento.

1.4 Key People

Lamberto Mattioli – Presidente CdA e CEO

Nato a Pesaro nel 1959, si specializza sulle attività di vendita in IBM, dove ha lavorato dal 1985. A fine anni 90 comincia ad occuparsi di temi legati al web, periodo in cui entra in una piccola web agency pesarese (Acanto Multimedia). In questa società ricopre prima il ruolo di direttore commerciale e poi di CEO nel 2008. Ha seguito in prima persona il percorso di sviluppo e di Business Development che ha portato Websolute a diventare leader di un Gruppo di rilievo a livello nazionale.

Claudio Tonti – Consigliere CdA, Direzione Creativa e Digital Strategy

Nato nel 1970, inizia a programmare fin da giovane età. Appassionato per la tecnologia e per l'arte, completa gli anni formativi portando avanti in parallelo gli studi ufficiali in Scienza dell'Informazione a Roma con progetti legati a tecnologia e comunicazione. Il suo percorso formativo e lavorativo è intrecciato tra business, tecnologia, comunicazione e implicazioni sociali del mondo digitale. In Websolute, dalla costituzione della società, è responsabile della ideazione di tutti i prodotti e servizi dell'azienda nonché dell'innovazione in ricerca e sviluppo.

Maurizio Lanciaprima – Consigliere CdA, CFO e Direzione e-commerce

Nato nel 1961, ha dapprima lavorato nel settore dell'arredamento e cucina, ottenendo una crescita personale e professionale molto rapida, che nel 1987 lo vede assumere il ruolo di CFO e direttore HR di Febal Cucine SpA. Nel 1991 ricopre la Direzione Generale di Rossana RB, società di cui ha seguito l'acquisizione per il Gruppo Febal; nel 1993 diventa General Manager di Titan, azienda industriale multibrand e multicanale, con diverse sedi nel mondo. Nel 2013 inizia il rapporto di consulenza societaria e strategica con Websolute. Nel 2015 diventa Socio con quota azionaria paritetica a quella dei soci fondatori per il tramite di Cartom Srl, società nata nel 2003 e operante in ambito consulenziale e degli investimenti.

1.5 Premi e Riconoscimenti

Nel corso degli ultimi anni, il Gruppo ha ricevuto numerosi premi e riconoscimenti per i servizi svolti. In particolare:

- NetComm e-Commerce Award (nel 2016 e nel 2018)
- Interactive Key Award (ogni anno a partire dal 2014)
- Premio Mediastars (2019)
- WebAward (ogni anno a partire dal 2015)
- International Design Award (2018)
- Youtube Creator Awards (nel 2018)
- Awwward (nel 2011 e nel 2015)

1.6 Value Chain

Websolute realizza con proprie risorse tutto il percorso di creazione di valore per i clienti, dal momento della consulenza strategica fino all'implementazione e la manutenzione dei servizi digitali, volti al potenziamento del *Brand*, del *Marketing* e dello sviluppo del business.

Websolute ha l'obiettivo di rispondere alle seguenti esigenze dei propri clienti:



Chart 3 – The business model



Source: Websolute

La fase iniziale di **pre-sale** prevede un’attività di ricerca del cliente, sia con modalità *push*, quindi per mezzo della forza vendita dislocata sul territorio, sia con modalità *pull*, in quanto sono i potenziali nuovi clienti ad essere attratti dalla forza reputazionale guadagnata da Websolute. A seguito dei primi contatti con il potenziale cliente, inizia un’analisi progettuale al fine di stimare le attività da svolgere, i loro timing e costi. Infine, viene presentato un preventivo dettagliato al cliente.

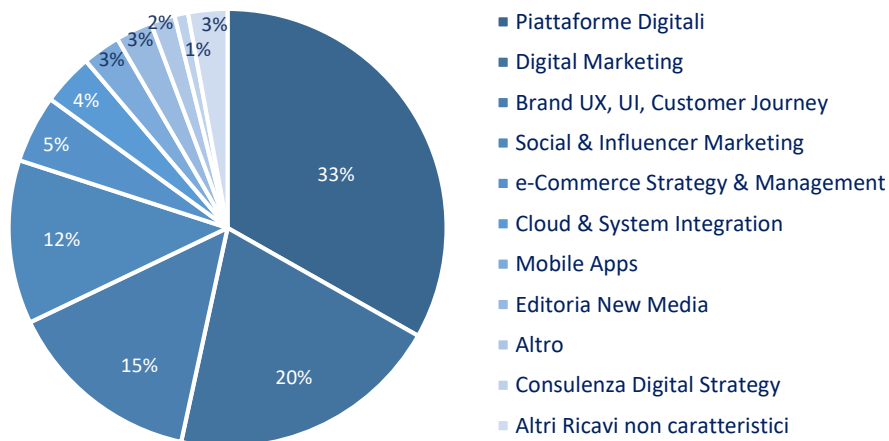
Nella fase di **produzione**, si utilizzano componenti standard di prodotti e/o progetti già realizzati, che vengono assemblati e personalizzati sulla base delle esigenze del cliente. L’impiego di componenti standard è funzionale al risparmio sui costi fissi.

La **consegna** coincide con la messa *on-line* della piattaforma e/o del progetto digitale o, alternativamente, con la consegna del lavoro di strategia.

L’**assistenza post-vendita** varia in relazione al prodotto venduto, e si sostanzia in attività di manutenzione e aggiornamento della piattaforma, nonché in attività di presenza e comunicazione sui principali canali di *digital marketing*. L’attività di assistenza inoltre prevede che, al mutare del contesto competitivo dei propri clienti, Websolute si impegni nel fornire assistenza nella diversa formulazione della strategia digitale: risulta quindi indispensabile il mantenimento di uno stretto rapporto di collaborazione con i clienti.

Websolute si impegna quindi nel colmare il *gap* tra la strategia digitale e l’*execution* progettuale. Affianca la fase di consulenza strategica, a quella di *project management* vero e proprio, fino all’*execution* e alla gestione. In queste ultime due fasi, Websolute si avvale particolarmente delle sue controllate. Il Gruppo è quindi da considerare un vero e proprio partner strategico per i propri clienti e non come un mero fornitore di servizi IT e *digital*.

Chart 4 – Products & Services Portfolio – Consolidated revenues FY18A



Source: Websolute

I prodotti e servizi offerti dal Gruppo ricomprendono:

- **Piattaforme Digitali:** attività volte alla creazione di piattaforme di comunicazione e vendita nel mondo digitale, e.g. Siti *e-commerce* e non multi mercato, multi lingua, multi listino, integrati a *ERP* e *CRM*;
- **Digital Marketing:** attività finalizzate alla ricerca di pubblico target, verso cui comunicare avvalendosi delle principali piattaforme (*SEO, SEM, PPC, ADV, Programmatic, Native ADV, Email Marketing, Marketing Automation, Rich Media, Youtube, Social ADV*);
- **Brand UX, UI, Customer Journey:** attività volte a definire l'identità di un *brand* in relazione al mondo digitale (anche *offline*) *Customer Journey Design, User Experience Design, User Interface Design*.
- **Social & Influencer Marketing:** attività legate alla presenza sui Social Media dei clienti per promuovere i propri prodotti e servizi, mettendoli in diretta relazione con i potenziali clienti, in termini di *Engagement, Influencer Marketing*, con specializzazione su *Worldwide & Cina*;
- **E-commerce Strategy & Management:** attività consulenziali necessarie all'attivazione di strategie di e-commerce da parte delle aziende. È prevista la definizione dello scenario, *Tax & Legal, Processi, Business Plan, Customer Care, Management*, pagamenti e incasso.;
- **Cloud & System Integration:** servizi tecnici ed informatici che permettono alle piattaforme il funzionamento 24/7 in linea con la normativa GRPR, integrazione con Sistemi ERP, CRM, PIM, DAM, Configuratori;
- **Mobile Apps:** realizzazione di applicazioni per i sistemi operativi iOS e Android. Comprendono App per la Realtà Virtuale e Aumentata;
- **Editoria New Media:** attività di creazione contenuti originali e gestione di canali *new media*, eventi, *merchandising*, produzione di *web series* e *cartooning* per *Youtube* e TV;
- **Altro:** attività di formazione e licenze software;
- **Consulenza Digital Strategy:** servizi di tipo consulenziale al fine di definire le attività necessarie per sfruttare le potenzialità del mondo digitale al servizio del business.

1.7 R&D

I progetti di R&D intrapresi dal Gruppo sono i seguenti:

- **Piattaforma "Configuratore di Prodotto":** si tratta di sistemi informativi e sistemi di configurazione realizzati al fine di una maggiore personalizzazione del prodotto;
- **Metodologie e tecnologie innovative di Business Process Reengineering:** volte all'ottimizzazione del processo di pre-sale, alla gestione della redditività della commessa, alla pianificazione delle risorse relative alle commesse, con simulazioni "*what if*" per la pianificazione di nuovi progetti e la ripianificazione real time sulla base del lavoro svolto.
- **Piattaforma software "Back Office Manager":** si tratta di una piattaforma software proprietaria, coperta da tutela industriale, finalizzata alla gestione e pubblicazione dei contenuti di marketing aziendale con particolare efficacia nella realizzazione di siti multilingua, multimercato, e-commerce con più di 300 installazioni attive.
- **Virtual & Augmented Reality:** con particolare focus sul mercato B2B come strumenti evoluti di supporto alla vendita, e sul B2C come strumenti di engagement in contesti social.

1.8 La rete commerciale

Chart 5 – Commercial Network



Source: Websolute

Il Gruppo Websolute, con 19 addetti *Sales*, presidia gran parte del territorio italiano, garantendo una presenza in loco necessaria per le attività *sales* e assistenza al cliente.

La rete è suddivisa per aree geografiche, assegnate a 3 Area Manager che garantiscono il coordinamento con le altre società del Gruppo:

- Nord Italia, con le sedi di Treviso e Monza;
- Centro Italia, con le sedi di Pesaro e Ancona;
- Sud Italia, a Salerno e Roma.

L'attività di ricerca di nuovi potenziali clienti è organizzata con una duplice impostazione:

- Attività *pull*: attraverso lo sfruttamento della *brand awareness* di Websolute, la presenza del marchio nei prodotti realizzati per i clienti, i feedback positivi degli stessi;
- Attività *push*: attraverso l'identificazione di clienti e aziende target da contattare per la proposta di prodotti e servizi.

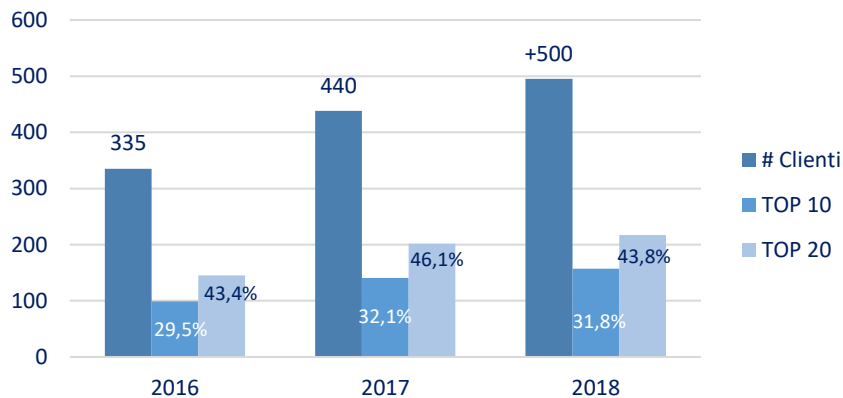
2. Clienti e Fornitori

2.1 I Clienti

I clienti di Websolute sono prevalentemente aziende italiane con un range di fatturato variabile tra i €15 mln a €1 mld, in tutti i principali settori industriali sia B2B che B2C, attive anche sui mercati esteri.

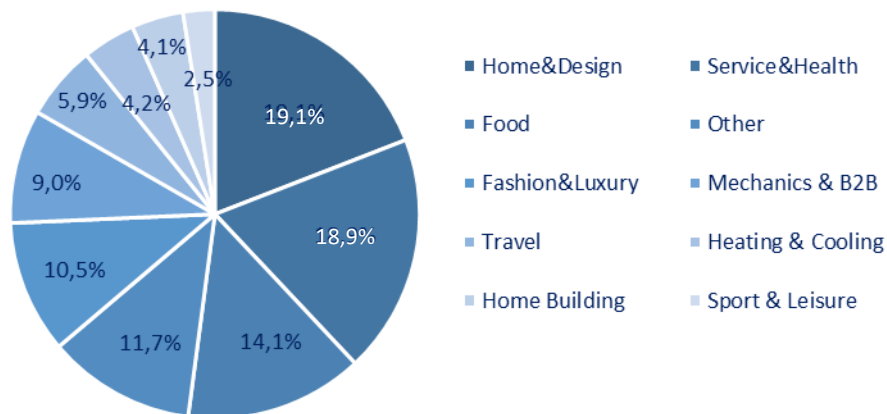
Nel triennio 2016-2018 i clienti di Websolute S.p.A. sono cresciuti di oltre il 40%, arrivando a più di 500 unità.

Chart 6 – Main Websolute S.p.A. Clients



Source: Websolute

Chart 7 – Client Industries – Consolidated revenues FY18A



Source: Websolute

Inoltre, data la molteplicità dei settori serviti dal Gruppo, vi è un basso rischio settoriale.

Grazie all'integrazione delle società partecipate, sono molto frequenti le azioni di *cross-selling*, che contribuiscono anche ad una maggior fidelizzazione del cliente, in quanto lo stesso può rivolgersi ad un solo interlocutore per una moltitudine di servizi digitali. Tra i principali clienti, ritroviamo:

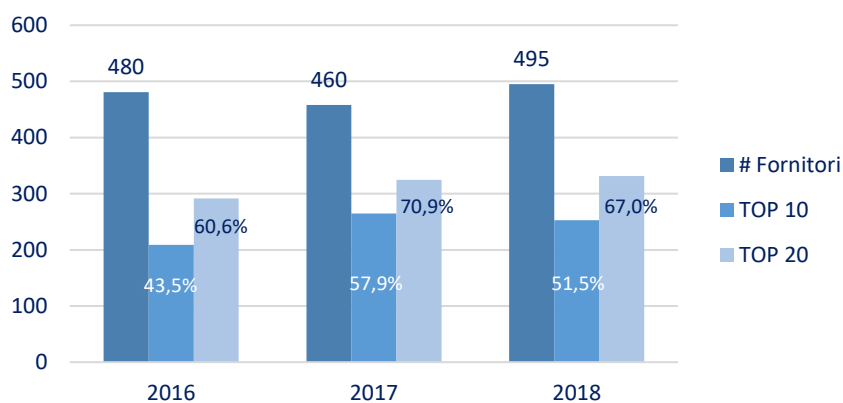
- **Food:** Orogel (Websolute, XPlace, Moca, DNA), Valsoia (Websolute e XPlace), Rocchetta (Websolute, XPlace, DNA), De Cecco (Websolute e XPlace);
- **Fashion & Luxury:** Luisa Spagnoli (Websolute e Moca), Calzedonia (Websolute), Luxottica e Twinset (Moca);
- **Travel:** Alpitour (XPlace), Acquario di Genova (Websolute), Trentino (DNA);

- **Home & Design:** Scavolini (Websolute, Moca, DNA), Ernesto Meda (Websolute e Moca), Giorgetti (Websolute, XPlace, Moca);
- **Home Building:** Mapei (XPlace), Grohe (Moca), iGuzzini (Websolute);
- **Heating & Cooling:** Ariston (Websolute e ShinTeck), Indesit (Websolute), Olimpia Splendid (Websolute, XPlace, DNA);
- **Sport & Leisure:** Technogym (Websolute), Arena (Websolute, XPlace), Under Armour (Moca);
- **Service&Health:** Randstad (Websolute e Moca), Alfasigma (Websolute, XPlace, Moca), Angelini (XPlace, DNA);
- **Mechanics & B2B:** Biesse (Websolute), Bonatti (Websolute,) Mitsubishi (Moca);
- **Other:** Datalogic (Websolute e ShinTeck), Apogeo (Websolute e Moca).

2.2 I Fornitori

Nel 2018 la società riporta un numero di fornitori pari a 495 unità, con una dipendenza dai primi 10 pari al 51,5% e del 67,0% dai primi venti.

Chart 8 – Main Websolute S.p.A. Supplier



Source: Websolute

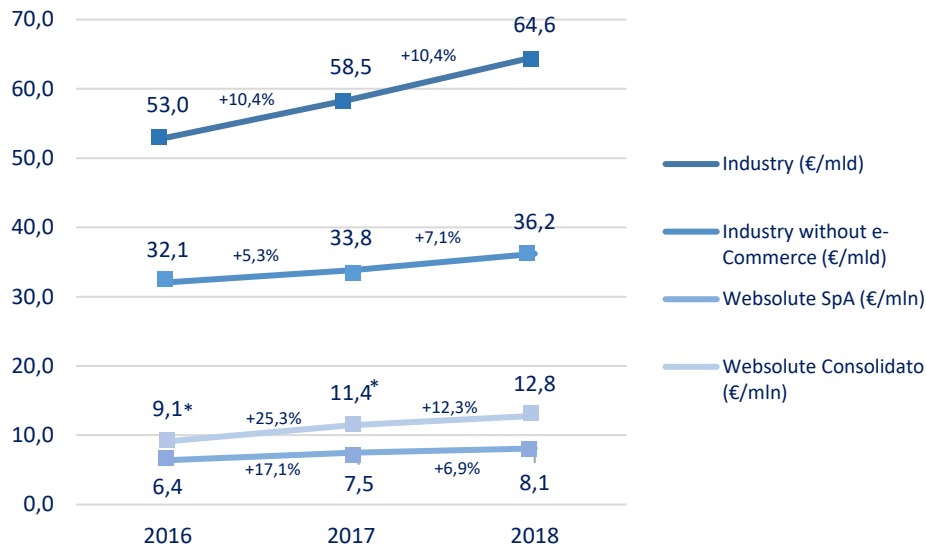
Tra i principali fornitori troviamo: Telecom Italia, Microsoft Azure, Digital Ocean, Google, Amazon, Facebook, Instagram e LinkedIn.

3. Mercato

3.1 Il Mercato Digitale in Italia - Overview

Il mercato digitale si suddivide in 6 segmenti: *e-Commerce, Technology, Other Digital Revenues, Digital Marketing, Professional Services, Online Advertising*. Il giro d'affari in Italia vale €65 mld, con un trend di crescita del 10,4 % YoY. L'industry, al netto dei ricavi derivanti dall'e-commerce, nel 2018 valeva €36,2 mld, con un +7,1 YoY.

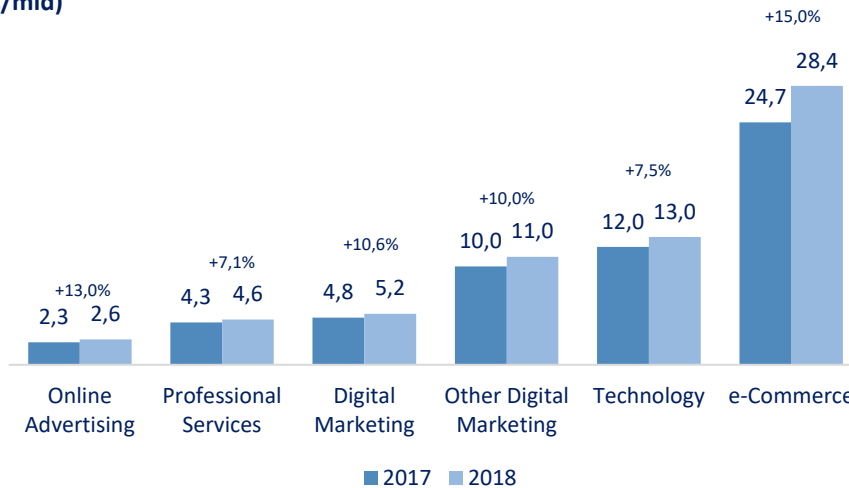
Chart 9 – Industry vs Websolute



Source: Websolute e IAB-EY "Le Infinte possibilità del digitale in Italia"

*Dati pro-forma

Chart 10 – Market Breakdown and Growth Rates YoY (2017-18) (€mld)



Source: IAB-EY, "Le Infinte possibilità del digitale in Italia"

L'e-commerce (€28,4 mld nel 2018) e l'online advertising (€2,6 mld) sono i due comparti che stanno maggiormente contribuendo alla crescita del digitale, rispettivamente per il 15% e il 13%.

3.1.1 Il Mercato Digitale – Focus su Digital Marketing e Digital Transformation

Il **Digital Marketing** permette di raggiungere gli obiettivi di marketing attraverso l'utilizzo di tecnologie e media digitali: si tratta quindi di gestire la presenza online dell'azienda attraverso i diversi canali online, quali siti *web*, *mobile app* e *social media* e utilizzare le tecniche di comunicazione *online*, come *social media marketing*, *online advertising* ed *e-mail marketing*. Tutto ciò, attraverso il CRM e la *marketing automation*, ha come fine ultimo non solo quello di acquisire nuovi clienti e fornire servizi migliori a quelli attuali, ma anche di ascoltare e imparare dagli stessi. I pilastri del *Digital Marketing* si sostanziano in:

- **Digital device:** il presidio di tutti i dispositivi digitali utilizzati dai clienti, come smartphone, tablet, pc, etc.
- **Digital platform:** è necessario essere presenti con *app* e *browser*, in quanto la maggior parte delle interazioni avviene tramite le più note piattaforme, come Facebook, Instagram, Google, etc.
- **Digital media:** è possibile utilizzare una comunicazione multicanale con *advertising*, *email*, messaggi, etc.
- **Digital data:** la raccolta e l'analisi di dati risulta fondamentale per la comprensione dei comportamenti d'acquisto.
- **Digital technology:** le tecnologie marketing agevolano la creazione delle esperienze interattive di siti e *app*, aiutano a segmentare l'audience e creare campagne mirate.

Da ciò ne deriva una serie di cambiamenti, prevalentemente tecnologici, ma di conseguenza anche culturali, organizzativi e creativi che prendono il nome di **Digital Transformation**. Tale processo ricomprende il cambiamento e il ripensamento dei modelli di business, lo sviluppo di strategie di business digitali e l'implementazione delle nuove tecnologie in ogni settore. Esso comporta quindi l'apertura di nuove prospettive in termini di mercati, sviluppo, ricerca e relazioni con i clienti.

Dall'analisi di Talent Garden "La Digital Transformation e l'innovazione tecnologia nelle PMI italiane nel 2018", emerge che l'ostacolo più grande per le PMI italiane è la mancanza di competenze digitali, oltre all'incertezza legata ai ritorni dell'investimento e alla resistenza al cambiamento da parte del management e dei dipendenti.

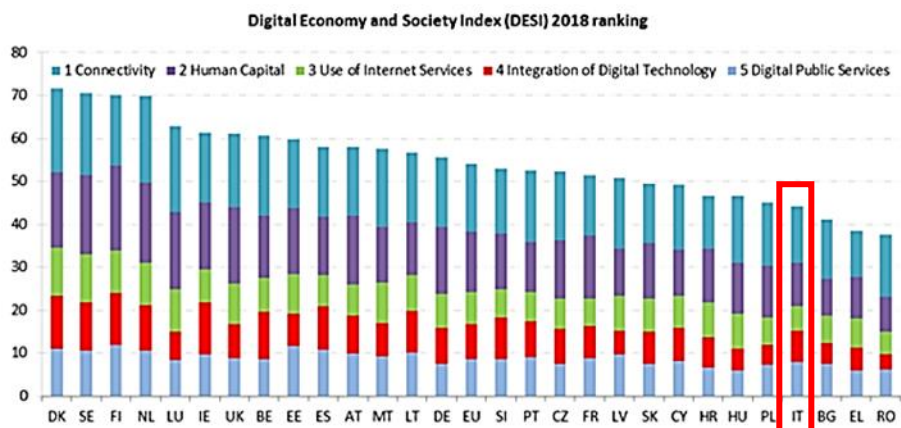
Chart 11 – Main Oppositions to Digital Transformation



Source: Talent Garden, "La Digital Transformation e l'innovazione tecnologia nelle PMI italiane nel 2018"

Tali ostacoli pongono l'Italia tra le nazioni più arretrate in termini di Digital Economy and Society Index (DESI). Il DESI è un indicatore delle performance digitali degli Stati dell'Unione Europea, prendendo in considerazione 5 voci quali: connettività, intesa come infrastrutture di rete, capitale umano in ambito di competenze digitale, uso dei servizi internet, integrazione di tecnologie digitali e servizi pubblicitari digitali.

Chart 12 – Digital Economy and Society Index



Source: Europe's Digital Progress Report 2018

L'Italia mostra un DESI pari a ca. 45, superiore solo a Bulgaria, Grecia e Romania. In testa alla classifica invece, le nazioni maggiormente avanzate risultano essere Danimarca (72), Svezia (71) e Finlandia (70).

3.2 Posizionamento Competitivo

Chart 13 – Competitive Position - Italy

Società	Prodotti e servizi									
	Piattaforme Digitali	Digital Marketing	Social & Influencer Marketing	Brand UX, UI, e Customer Journey	Cloud & System Integration	Editoria New Media	E-Commerce Strategy & management	Mobile Apps	Consulenza Digital Strategy	
Websolute										
	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Agenzie Medio - Piccole										
	✓	✓	✓	✓				✓		
	✓	✓	✓	✓						✓
	✓	✓	✓	✓	✓			✓		
	✓	✓		✓	✓					✓
	✓			✓	✓					
	✓			✓	✓			✓		✓
	✓		✓	✓				✓		
Agenzie Medio - Grandi										
	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓		✓
	✓	✓		✓	✓	✓	✓			✓
	✓	✓			✓			✓		✓
	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓		✓
	✓	✓	✓	✓	✓			✓		✓
	✓	✓	✓	✓	✓			✓		

Source: Websolute

Table 1 – Italian Competitors - Main Ratios

FY2018 (€/mln)	Websolute Consolidato	Agenzie Medio-Piccole						Agenzie Medio-Grandi						Peer Median	
		Xister	Connexia	A-Tono	Caffeina*	AQuest*	Domino	Imille	Alkemy	Triboo	H-Farm	AKQA*	DOING*		Bitmama
Economics & Financials															
VoP	12,8	8,4	13,9	9,8	4,8	4,3	2,7	3,0	71,6	69,6	61,1	23,9	26,5	16,2	25,2
EBITDA	1,7	0,8	1,4	0,39	0,7	0,2	0,1	0,2	6,2	9,9	1,10	2,7	1,8	1,4	2,2
EBIT	1,1	0,7	1,2	0,22	0,7	0,1	0,1	0,2	4,8	3,2	-3,00	2,4	1,0	1,2	1,8
Net Profit	0,7	0,5	0,8	0,078	0,5	0,1	0,0	0,1	3,4	2,1	-4,80	1,7	0,4	0,8	1,3
NFP	2,5	0,0	(0,9)	(0,2)	(0,7)	0,2	0,3	(0,2)	10,7	8,3	(5,7)	0,0	2,2	0,0	1,1
Equity	1,3	3,4	1,7	2,3	1,3	0,2	0,1	0,4	34,9	36,2	21,3	2,0	2,5	0,9	11,9
Profitability															
ROE	55,1%	13,7%	49,4%	3,5%	38,5%	45,0%	1,0%	26,3%	9,9%	4,7%	-22,5%	85,9%	16,0%	96,0%	13,0%
ROI	11,4%	11,0%	14,5%	2,8%	22,4%	7,3%	3,0%	11,2%	7,6%	6,8%	-13,6%	21,3%	5,6%	12,0%	7,2%
ROIC*	22,2%	21,2%	161,0%	10,2%	71,0%	14,3%	6,1%	63,1%	5,1%	6,8%	-12,5%	58,5%	89,5%	119,4%	32,7%
ROCE	16,1%	16,5%	54,6%	4,7%	34,1%	10,8%	4,6%	29,8%	15,1%	7,5%	-27,7%	41,9%	32,6%	59,3%	23,8%
EBITDA %	13,5%	7,0%	10,6%	4,0%	15,2%	4,2%	5,5%	7,7%	8,6%	14,2%	1,8%	11,3%	6,7%	7,0%	7,8%
EBIT %	9,2%	6,4%	8,8%	2,2%	14,9%	3,2%	2,8%	6,9%	6,7%	4,6%	-4,9%	10,3%	3,9%	6,3%	5,4%

*Dati riferiti al FY17A

*ROIC calcolato come EBIT/Invested Capital

3.3 SWOT Analysis

Strengths:

- Percepiti dai propri clienti come partner strategici e non come semplici fornitori di servizi IT e digitali (infatti le relazioni con i clienti sono per la maggior parte dei casi di lungo periodo in quanto Websolute accompagna i clienti in tutto il processo della *digital transformation*);
- Rilevante posizionamento sul mercato delle PMI italiane;
- Oltre il 40% del fatturato è rappresentato da canoni ricorrenti e l'incidenza degli stessi è in crescita (42,0% nel 2017 e 42,4% nel 2018);
- Ampia gamma di servizi digitali offerti, che consentono al Gruppo attività di *cross-selling* e una maggiore competitività rispetto agli altri *player*;
- Il Gruppo può vantare importanti sinergie di costo soprattutto nell'attività di *pre-sale*;
- Presenza su una molteplicità di settori a cui fanno riferimento i loro clienti quindi basso rischio settoriale;
- Conoscenza verticale di diverse *industry* per le quali possono vantare di una significativa penetrazione di mercato;
- Bassa dipendenza dai top 10 clienti;
- Ampio portafoglio clienti (oltre 500 nel 2018 a livello di S.p.A. e oltre 700 a livello di Gruppo);
- Presenza su tutto il territorio italiano, riuscendo a garantire un significativo presidio di tutti i clienti (attuali e potenziali);
- Alta *customer retention/loyalty*;
- Capacità di acquisire e integrare sinergicamente altri *player* del settore: la società, seppur di piccole dimensioni, è riuscita ad integrare sinergicamente ben 4 società in poco più di un anno con significativi risultati in termini di crescita YoY delle controllate;
- Continuo orientamento all'innovazione e all'*R&D*;
- Elevata capacità reddituale anche su commesse di piccola/media entità;
- Attenta analisi delle commesse che consente al Gruppo di avere le più alte marginalità tra i *player* di mercato;
- Basso *turnover* dei dipendenti;
- *Brand reputation* grazie alla presenza pluriennale del Gruppo e ai diversi premi e riconoscimenti ricevuti.

Weaknesses:

- Elevata forza contrattuale dei principali fornitori: Google, Facebook, Amazon, Microsoft (Riteniamo che tale aspetto non sia un punto critico per il Gruppo in quanto impatta sui clienti. Il modello di business di Websolute classifica i ricavi e i costi di questa natura tra quelli che non determinano impatti sulla marginalità e quindi non sono influenti sui risultati);
- Eventuale complessità da gestire in caso di aumento dimensionale;
- Velocità di trasformazione del settore;
- Carenza di personale già formato su temi digitali;
- 100% dei ricavi derivano da clienti italiani;
- Il mercato italiano è ancora molto arretrato sul tema della *digital transformation*.

Opportunities:

- Al momento, nessun *player* ha una posizione di *leadership* nel mercato delle PMI italiane;

- Il mercato italiano è ancora molto arretrato sul tema della *digital transformation*, al momento tra le primarie esigenze delle aziende;
- Mercato in forte crescita;
- Concorrenza frammentata;
- Molti clienti, anche se in Italia, sono di respiro internazionale: ciò potrebbe essere una forte leva per l'internazionalizzazione del Gruppo.

Threats:

- Alcuni competitors si sono già mossi per assumere una posizione da *leader* sul mercato (soprattutto quelli la cui clientela è rappresentato da *big enterprise*);
- Bassa cultura digitale da parte di buona parte della classe imprenditoriale e manageriale italiana;
- Elevata concorrenza che potrebbe minare la crescita, nonché la marginalità, del Gruppo.

4. Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY17A*	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Sales	7,49	12,34	13,65	16,00	18,80	22,00
Other Revenues	0,05	0,42	1,00	1,00	0,30	0,30
Value of Production	7,55	12,76	14,65	17,00	19,10	22,30
COGS	0,43	0,51	0,55	0,60	0,70	0,80
Use of Asset owned by Others	0,17	0,27	0,25	0,25	0,30	0,30
Services	2,80	5,29	5,60	6,40	7,00	7,80
Employees	3,25	4,83	5,60	6,40	7,15	8,30
Other Operating Expenses	0,27	0,20	0,15	0,20	0,20	0,25
EBITDA	0,62	1,67	2,50	3,15	3,75	4,85
<i>EBITDA Margin</i>	<i>8,3%</i>	<i>13,5%</i>	<i>18,3%</i>	<i>19,7%</i>	<i>19,9%</i>	<i>22,0%</i>
Provisions	0,00	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00
D&A	0,21	0,51	0,83	0,80	0,70	0,55
EBIT	0,41	1,13	1,67	2,35	3,05	4,30
<i>EBIT Margin</i>	<i>5,5%</i>	<i>9,2%</i>	<i>12,2%</i>	<i>14,7%</i>	<i>16,2%</i>	<i>19,5%</i>
Financial Management	0,10	(0,07)	(0,10)	(0,10)	(0,05)	(0,01)
EBT	0,52	1,05	1,57	2,25	3,00	4,29
Taxes	0,14	0,36	0,55	0,65	0,90	1,20
Net Income	0,37	0,69	1,02	1,60	2,10	3,09
Minorities Income		0,18	0,30	0,38	0,54	0,85

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY17A*	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Fixed Asset	1,64	3,18	4,00	4,20	4,00	3,75
Accounts receivable	2,43	3,80	4,25	4,80	5,70	6,60
Inventories	0,00	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Accounts payable	0,60	1,00	1,05	1,15	1,27	1,39
Operating Working Capital	1,83	2,83	3,23	3,68	4,46	5,24
Other Receivables	0,27	0,97	0,63	0,78	0,61	0,30
Other Payables	0,71	1,89	1,76	1,90	2,02	2,33
Net Working Capital	1,39	1,91	2,10	2,56	3,06	3,22
Severance Indemnities & Provision	0,95	1,28	1,50	1,81	2,17	2,58
NET INVESTED CAPITAL	2,07	3,80	4,60	4,95	4,89	4,40
Share Capital	0,10	0,13	3,63	3,63	3,63	3,63
Reserves and Retained Profits	0,67	0,27	0,34	1,36	2,54	4,07
Net Profit	0,37	0,51	0,72	1,22	1,56	2,24
Equity	1,14	0,91	4,69	6,21	7,72	9,93
Minorities Equity	0,00	0,35	0,57	0,77	1,09	1,59
Cash and Cash Equivalents	0,78	1,90	4,67	5,24	5,56	7,66
Short-Term Financial Debt	1,42	2,22	1,67	1,79	1,19	0,50
ML Term Financial Debt	0,28	2,23	2,35	1,43	0,45	0,04
Net Financial Position	0,93	2,55	(0,65)	(2,03)	(3,92)	(7,12)
TOTAL SOURCES	2,08	3,80	4,60	4,95	4,89	4,40

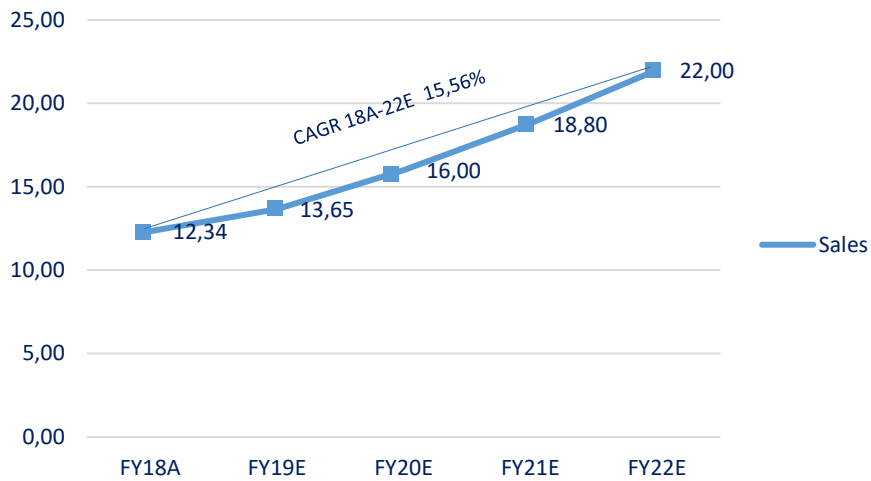
CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
EBIT	1,67	2,35	3,05	4,30
Taxes	0,55	0,65	0,90	1,20
NOPAT	1,12	1,70	2,15	3,10
D&A	0,83	0,80	0,70	0,55
Change in receivables	(0,45)	(0,55)	(0,90)	(0,90)
Change in inventories	0,00	0,00	0,00	0,00
Change in payables	0,05	0,10	0,12	0,12
Other Changes	0,20	(0,00)	0,28	0,62
Change in NWC	(0,19)	(0,45)	(0,50)	(0,16)
Change in Provisions	0,22	0,31	0,36	0,41
OPERATING CASH FLOW	1,97	2,36	2,70	3,90
Investments	(1,65)	(1,00)	(0,50)	(0,30)
FREE CASH FLOW	0,32	1,36	2,20	3,60
Financial Management	(0,10)	(0,10)	(0,05)	(0,01)
Change in Payables to Banks	(0,43)	(0,81)	(1,57)	(1,11)
Change in Equity	2,98	0,12	(0,27)	(0,38)
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	2,77	0,57	0,32	2,10

Source: Websolute e elaborazioni Integrae SIM

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

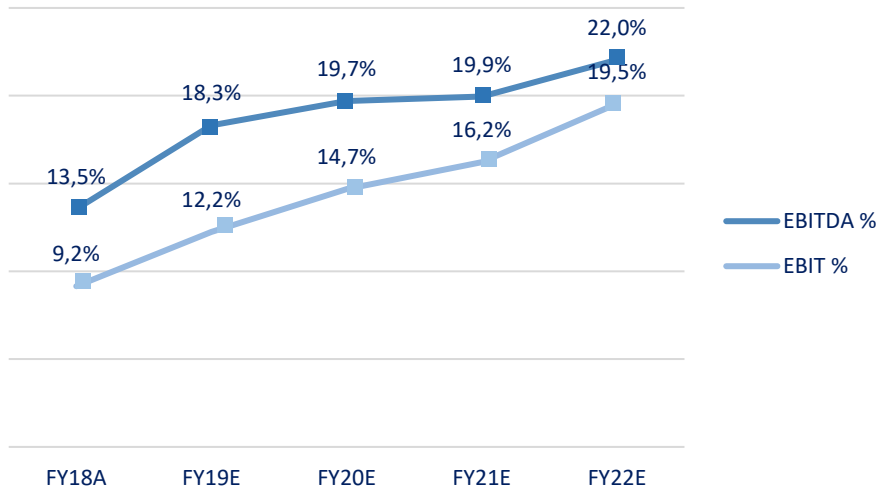
**Nel FY19E la NFP risulta al lordo dei costi sostenuti per le spese di quotazioni, al momento non stimabili

Chart 14 – Sales 19E-22E Trend



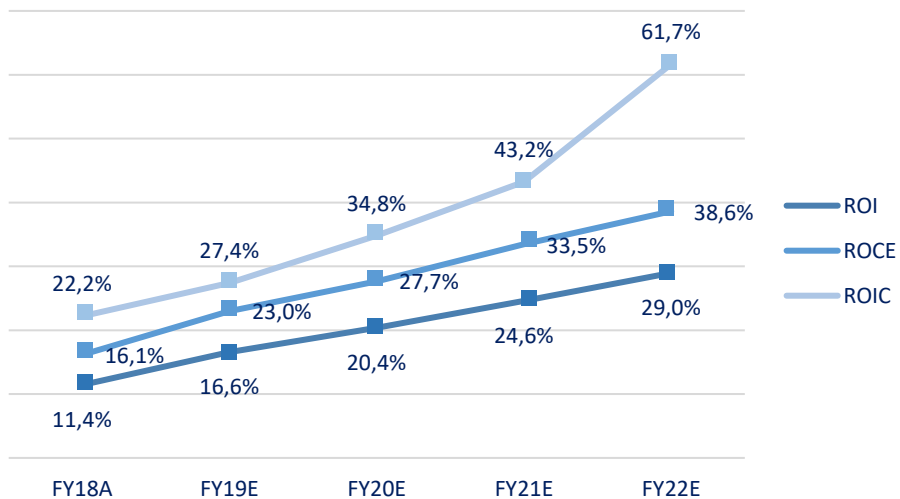
Source: Websolute e elaborazioni Integrae SIM

Chart 15 - EBITDA% and EBIT% 19E-22E Trends



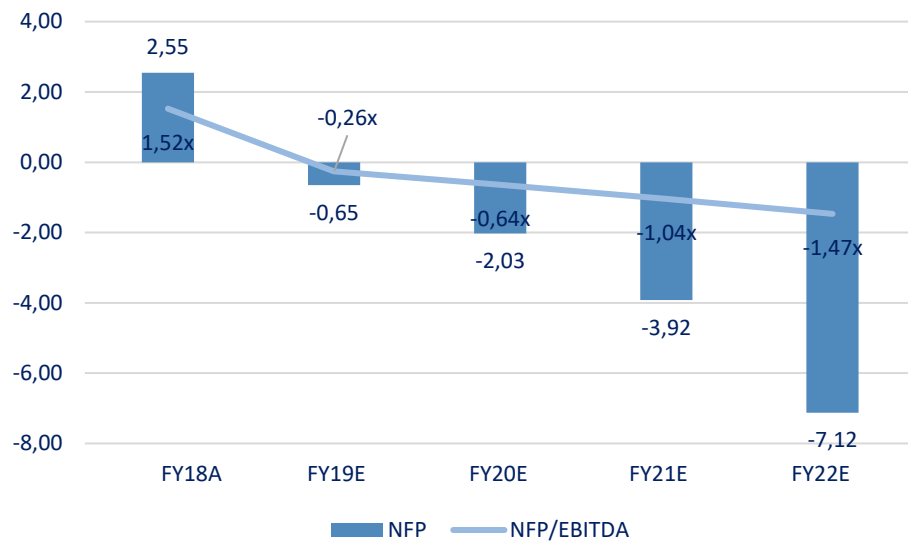
Source: Websolute e elaborazioni Integrae SIM

Chart 16 –ROI, ROCE and ROIC 19E-22E Trends



Source: Websolute e elaborazioni Integrae SIM

Chart 17 – NFP and NFP/EBITDA 19E-22E Trends



Source: Websolute e elaborazioni Integrae SIM

4.1 Driver di crescita

I driver di crescita del Gruppo sono individuabili in:

- **Ampliamento della struttura commerciale diretta:**
 - apertura di 2/3 sedi, ognuna con autonomia commerciale, strategica e progettuale e gestite da un capo area con responsabilità commerciale;
 - ampliamento della struttura tecnico/commerciale *pre-sale* a supporto del processo di vendita per i servizi di *Digital Strategy, Social Media, Brand, Technology, etc* e l'inserimento di *1/2 Project Manager – pre sale specialist* per ogni sede e almeno un *Digital Strategist* per ognuna delle tre aree geografiche (Nord, Centro e Sud Italia).
- **Creazione di una rete commerciale indiretta:** attraverso lo sviluppo di *WS Points*, ovvero 2/3 agenzie di comunicazione, di dimensioni medio-piccole e in possesso di competenze tecnico-commerciali, in grado di offrire in autonomia i prodotti e i servizi offerti dal Gruppo.
- **M&A:** acquisizioni di altre *digital agencies* di medio-piccole dimensioni a copertura del territorio italiano, che si occupino di:
 - servizi e prodotti attualmente non presidiati da Websolute (o presidiati in fase embrionale) e che presentano quindi possibilità di crescita e/o azioni di *cross-selling* sul parco clienti, come *Marketing Automation, Social Listening/Brand Reputation, Tecnologie per l'e-Commerce enterprise, Virtual Reality;*
 - servizi e prodotti già presidiati su cui si prevede un forte sviluppo del mercato, tra cui *e-Commerce* e *e-Commerce management*.
- **Investimenti in struttura formativa:** si prevede la creazione di una *Websolute Academy*, intesa come struttura dedicata alla formazione del personale Websolute e delle strutture partner con sviluppo e miglioramento delle competenze commerciali, tecniche e consulenziali.

5. Valutazione

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

5.1 DCF Method

Table 2 – WACC

WACC		8,22%
Risk Free Rate	0,86% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	9,02% Beta Adjusted	0,63
D/E (average)	11,11% Beta Relevered	0,68
Ke	9,06% Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito uno *specific risk* pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 8,22%

Table 3 – DCF Valuation

DCF Equity Value		36,1
FCFO actualized	6,3	18%
TV actualized DCF	29,1	82%
Enterprise Value	35,5	100%
NFP (FY19E)	(0,6)	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumptions*, ne risulta un **equity value di €36,1 mln.**

Table 4 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		6,7%	7,2%	7,7%	8,2%	8,7%	9,2%	9,7%
Growth rate (g)	2,5%	60,0	53,4	48,1	43,7	40,1	37,0	34,3
	2,0%	54,4	49,0	44,5	40,8	37,6	34,9	32,5
	1,5%	49,9	45,3	41,5	38,3	35,5	33,1	30,9
	1,0%	46,2	42,3	39,0	36,1	33,6	31,5	29,6
	0,5%	43,0	39,6	36,7	34,2	32,0	30,1	28,3
	0,0%	40,4	37,4	34,8	32,6	30,6	28,8	27,2
	-0,5%	38,1	35,4	33,1	31,1	29,3	27,7	26,2

Source: Integrae SIM

Table 5 – Implied EV/EBITDA 2019E – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		6,7%	7,2%	7,7%	8,2%	8,7%	9,2%	9,7%
Growth rate (g)	2,5%	23,7	21,1	19,0	17,2	15,8	14,5	13,5
	2,0%	21,5	19,3	17,6	16,1	14,8	13,7	12,7
	1,5%	19,7	17,9	16,3	15,1	13,9	13,0	12,1
	1,0%	18,2	16,6	15,3	14,2	13,2	12,3	11,6
	0,5%	16,9	15,6	14,4	13,4	12,5	11,8	11,1
	0,0%	15,9	14,7	13,7	12,8	12,0	11,3	10,6
	-0,5%	15,0	13,9	13,0	12,2	11,5	10,8	10,2

Source: Integrae SIM

5.2 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*.

5.2.1 Composizione del Panel

Alkemy SpA è una delle maggiori società italiane di tecnologie per la digital transformation, per mezzo dell'aggregazione di business digitali: *Advisory, eCommerce, Creativity & Brand Strategy, Content, Social, UX & Design, etc.*

Be Think, Solve, Execute SpA supporta le principali banche e assicurazioni nella gestione delle complessità derivanti dall'evoluzione del business, supportando i clienti nella riprogettazione di business model, nell'allineamento con i requisiti regolamentari di mercato, e nell'ingresso nell'era digitale.

Triboo SpA si propone come leader in Italia nell'offerta di servizi integrati di *web advertising, digital consulting, digital marketing, eCommerce, etc.*

Digital360 SpA possiede il più grande Network in Italia di testate online dedicate a tutti i temi dell'innovazione digitale, che rappresenta il punto di riferimento per *manager, professionisti, policy maker, tech company, etc.* con 53 portali online e newsletter ed oltre 1,5 mln di visitatori al mese.

DigiTouch SpA è tra i principali player indipendenti italiani attivi nel *Digital Marketing*. Si compone di 4 agenzie, 2 tech companies, 1 team di business intelligence, 1 agency trading desk e 2 siti comparatori per l'offerta di consulenza strategica, pianificazione di Performance Advertising, SEO, BI, CRO, etc.

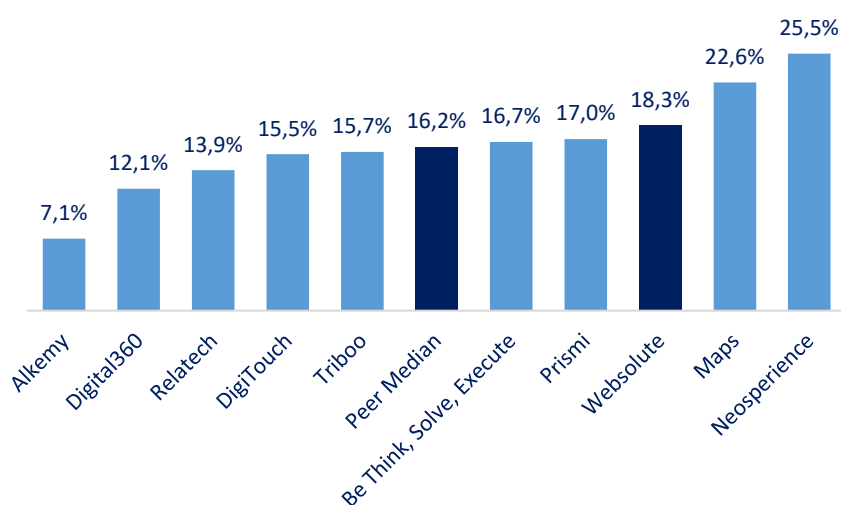
Neosperience SpA è una società attiva come *software vendor* nel settore *Digital Customer Experience*, grazie a una piattaforma integrata che, attraverso l'AI, permette alle aziende di offrire ai propri clienti un'esperienza digitale personalizzata ed empatica.

Maps è una web agency di marketing interattivo, specializzata in tutti i *tools* per creare le attività ed iniziative *digital* volte alla generazione di un contatto che sia interessato proprio ai prodotti dell'azienda cliente.

Prismi offre un'ampia gamma di servizi di *web marketing* che spaziano dal *content marketing*, alla creazione di *siti web e di e-commerce*, al *search marketing*, con una forte specializzazione nel posizionamento sui motori di ricerca, alla gestione dei *social network* e del *mobile marketing*.

Relatech è una Digital Solution provider che si occupa dell'offerta di soluzioni, progetti e servizi innovativi in ambito *Digital Customer Experience, Big Data, Artificial Intelligence, Blockchain e IoT* tramite la propria piattaforma digitale.

Chart 18 – EBITDA% 19E



Source: elaborazioni Integrae SIM

Table 7 – Peer Stock Performance

Company Name	1W	1M	3M	6M	YTD
Alkemy SpA	0,0%	4,9%	-4,4%	-12,6%	4,4%
Be Think, Solve, Execute S.p.A...	2,5%	8,5%	1,6%	-0,1%	20,8%
Triboo SpA	-2,8%	-7,2%	-15,6%	-20,4%	-5,5%
Digital360 SpA	-5,9%	-7,5%	-20,0%	-23,8%	-32,8%
DigiTouch SpA	5,1%	3,9%	-3,2%	1,1%	7,1%
Neosperience SpA	-11,8%	-21,2%	-33,0%	47,1%	N/A
Maps S.p.A.	1,6%	-9,1%	-13,1%	2,8%	N/A
Prismi SpA	-3,2%	-3,0%	-6,8%	-17,9%	-26,0%
Relatech	-7,1%	1,7%	5,9%	N/A	N/A
Peer Median	-2,8%	-3,0%	-6,8%	-6,3%	-0,5%
WEBSOLUTE	15,2%	N/A	N/A	N/A	N/A

Source: Bloomberg

5.2.2 Market Multiples – Valuation

Table 8 – Market Multiples

Company Name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)		
	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E
Alkemy	7,2	5,1	4,6	10,1	6,3	5,6
Be Think, Solve, Execute	5,4	5,2	5,0	15,5	14,0	12,7
Triboo	3,5	3,0	N/A	13,1	9,3	N/A
Digital360	6,5	5,2	4,1	29,4	15,6	11,2
DigiTouch	3,0	2,6	N/A	9,1	6,1	N/A
Neosperience	18,1	13,9	9,6	27,2	19,4	11,9
Maps	7,8	6,6	5,5	9,2	8,1	6,8
Prismi	11,2	6,8	8,8	18,2	12,6	9,5
Relatech	8,1	9,1	10,1	8,8	7,7	6,5
Median	7,2	5,2	5,5	13,1	9,3	9,5

Source: Infinancials e elaborazioni Integrae SIM

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 9 – Market Multiples Valuation

€/mln	2019E	2020E	2021E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	18,6	19,3	24,1
EV/EBIT	18,9	19,2	23,7
Equity Value			
EV/EBITDA	19,3	21,3	28,0
EV/EBIT	18,9	19,2	23,7
Average	19,1	20,3	25,8

Source: Integrae SIM

L'equity value di Websolute utilizzando i *market multiples* EV/EBITDA e EV/EBIT, risulta essere pari a circa **€21,7 mln**.

5.3 Equity Value

Table 10 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	28,9
Equity Value DCF (€/mln)	36,1
Equity Value multiples (€/mln)	21,7
Target Price (€)	3,34

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a circa €28,9 mln. Il target price è quindi di €3,34, rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 11 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA	11,8x	9,4x	7,9x
EV/EBIT	17,7x	12,6x	9,7x

Source: Integrae SIM

Table 12 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA	7,7x	6,1x	5,1x
EV/EBIT	11,5x	8,1x	6,3x

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 operations. 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 is Integræe SIM's current Head of Research. 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 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 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). 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, Integræe 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 on the risk associated with 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 >= 22.5%	ETR >= 25%	ETR >= 30%
HOLD	-20% < ETR < 22,5%	-20% < ETR < 25%	-15% < ETR < 30%
SELL	ETR <= -25%	ETR <= -20%	ETR <= -15%
U.R.	Rating and/or target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRAE SIM SpA prefers to use for evaluating 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 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 is prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

On the Integrae SIM website you can find the archive of the last 12 months regarding 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.