

WEBSOLUTE	Italy	Euronext Growth Milan	Digital Company
Rating: BUY (unch.)	Target Price: € 5,25 (prev. 5,00)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-2,14%	-19,41%	37,00%	119,20%
to FTSE Italia Growth	-2,42%	-11,45%	44,17%	94,85%
to Euronext STAR Milan	-2,60%	-7,24%	49,77%	106,43%
to FTSE All-Share	4,25%	-10,49%	43,12%	118,62%
to EUROSTOXX	0,46%	-12,39%	43,47%	117,95%
to MSCI World Index	-3,31%	-14,92%	39,07%	112,05%

Stock Data

Price	€ 2,74
Target price	€ 5,25
Upside/(Downside) potential	91,5%
Bloomberg Code	WEB IM EQUITY
Market Cap (€m)	€ 26,59
EV (€m)	€ 29,00
Free Float	24,90%
Share Outstanding	9.704.217
52-week high	€ 4,16
52-week low	€ 1,25
Average daily volumes (3m)	10.125

Key Financials (€m)	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Sales	18,6	23,0	27,0	33,0
EBITDA	2,9	4,0	5,7	7,4
EBIT	1,0	2,0	3,7	5,3
Net Profit	0,5	1,0	2,0	2,8
EPS (€)	0,05	0,11	0,20	0,29
EBITDA margin	15,8%	17,4%	21,1%	22,3%
EBIT margin	5,2%	8,7%	13,5%	15,9%
Net Profit margin	2,5%	4,5%	7,2%	8,6%

Main Ratios	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA (x)	9,9	7,2	5,1	3,9
EV/EBIT (x)	29,9	14,5	7,9	5,5
P/E (x)	56,5	25,4	13,6	9,4

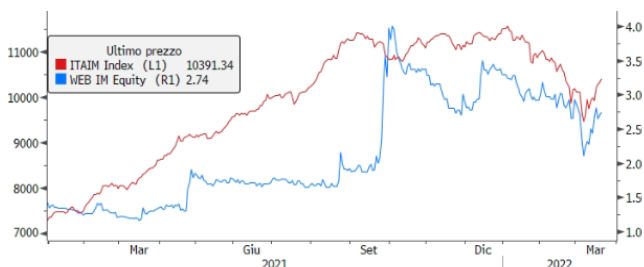
Mattia Petracca

mattia.petracca@integraesim.it

Alessandro Colombo

alessandro.colombo@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



FY21A Results

I ricavi si attestano a € 18,59 mln rispetto a un valore pari a € 13,34 mln registrato a fine 2020 e a € 19,00 mln stimati nel nostro precedente report. L'EBITDA è pari a € 2,93 mln rispetto a € 1,42 mln dello scorso anno e € 3,20 mln atteso. Di conseguenza l'EBITDA Margin è pari al 15,8% rispetto a 10,7% del 2020 e al 16,8% atteso. L'EBIT è pari a € 0,97 mln (€ 0,52 mln nel 2020) dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 1,97 mln. L'Utile Netto si attesta a € 0,47 mln (€ 0,34 mln nel 2020), rispetto ad un valore atteso pari a € 1,01 mln. La NFP passa da € 3,08 mln a € 2,41 mln, affermando il buon livello di elasticità di cassa della Società.

Estimates Update

Modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, ci aspettiamo ricavi 2022E pari a € 23,00 mln ed un EBITDA pari a € 4,00 mln, corrispondente ad una marginalità del 17,4%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che i ricavi possano aumentare fino a € 33,00 mln (CAGR 21A-24E: 21,0%) nel 2024E, con EBITDA pari a € 7,35 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 22,3%), in crescita rispetto a € 2,93 mln del 2021A (corrispondente ad un EBITDA margin del 15,8%). A livello patrimoniale, invece, stimiamo per il 2024E una NFP cash positive pari a € 2,14 mln.

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 € 66,7 mln. L'equity value di Websolute utilizzando i market multiples risulta essere pari € 35,2 mln. Ne risulta un equity value medio pari a circa € 50,9 mln. Il target price è di € 5,25 (prev. € 5,00), confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM invariato.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mIn)	FY19A	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Sales	12,82	13,34	18,59	23,00	27,00	33,00
Other Revenues	1,25	1,47	1,31	1,00	1,00	1,00
Value of Production	14,07	14,80	19,89	24,00	28,00	34,00
COGS	0,45	0,56	0,64	0,75	0,90	1,10
Use of Asset owned by Others	0,27	0,39	0,50	0,65	0,75	0,90
Services	5,34	5,41	7,05	8,25	9,30	11,20
Employees	5,71	6,83	8,64	10,20	11,20	13,30
Other Operating Expenses	0,17	0,20	0,12	0,15	0,15	0,15
EBITDA	2,14	1,42	2,93	4,00	5,70	7,35
<i>EBITDA Margin</i>	<i>16,7%</i>	<i>10,7%</i>	<i>15,8%</i>	<i>17,4%</i>	<i>21,1%</i>	<i>22,3%</i>
D&A	1,26	0,90	1,97	2,00	2,05	2,10
EBIT	0,88	0,52	0,97	2,00	3,65	5,25
<i>EBIT Margin</i>	<i>6,9%</i>	<i>3,9%</i>	<i>5,2%</i>	<i>8,7%</i>	<i>13,5%</i>	<i>15,9%</i>
Financial Management	(0,07)	(0,08)	(0,07)	(0,10)	(0,10)	(0,10)
EBT	0,81	0,45	0,90	1,90	3,55	5,15
Taxes	0,31	0,10	0,43	0,86	1,60	2,32
Net Income	0,51	0,34	0,47	1,05	1,95	2,83
Minorities Income	0,16	0,04	0,03	0,06	0,10	0,15
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mIn)	FY19A	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Fixed Asset	5,39	7,48	7,26	7,10	7,00	6,95
Accounts receivable	4,04	4,57	5,67	7,00	8,25	10,10
Inventories	0,08	0,09	0,07	0,10	0,10	0,10
Accounts payable	1,33	1,30	1,35	1,60	1,80	2,20
Operating Working Capital	2,79	3,36	4,39	5,50	6,55	8,00
Other Receivables	0,73	1,60	1,27	1,55	1,80	2,20
Other Payables	2,29	2,76	3,27	3,85	4,35	5,25
Net Working Capital	1,23	2,20	2,38	3,20	4,00	4,95
Severance Indemnities & Provision	1,46	1,78	2,03	2,40	2,55	3,00
NET INVESTED CAPITAL	5,16	7,90	7,62	7,90	8,45	8,90
Share Capital	0,17	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19
Reserves and Retained Profits	3,26	3,45	3,67	4,12	5,10	6,95
Net Profit	0,35	0,30	0,45	0,99	1,85	2,68
Equity	3,78	3,95	4,31	5,30	7,15	9,83
Minorities Equity	0,50	0,87	0,90	0,96	1,06	1,21
Cash and Cash Equivalents	3,70	3,36	3,62	4,86	7,06	10,04
Short-Term Financial Debt	1,99	1,27	1,86	2,00	2,10	2,20
ML Term Financial Debt	2,58	5,17	4,16	4,50	5,20	5,70
Net Financial Position	0,88	3,08	2,41	1,64	0,24	(2,14)
TOTAL SOURCES	5,16	7,90	7,62	7,90	8,45	8,90
CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mIn)	FY19A	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EBIT	0,88	0,52	0,97	2,00	3,65	5,25
Taxes	0,31	0,10	0,43	0,86	1,60	2,32
NOPAT	0,57	0,42	0,54	1,15	2,05	2,93
D&A	1,26	0,90	1,97	2,00	2,05	2,10
Change in receivables	(0,24)	(0,53)	(1,10)	(1,33)	(1,25)	(1,85)
Change in inventories	(0,05)	(0,01)	0,02	(0,03)	0,00	0,00
Change in payables	0,33	(0,03)	0,05	0,25	0,20	0,40
Other Changes	0,64	(0,40)	0,85	0,29	0,25	0,50
Change in NWC	0,68	(0,97)	(0,19)	(0,82)	(0,80)	(0,95)
Change in Provisions	0,18	0,32	0,25	0,37	0,15	0,45
OPERATING CASH FLOW	2,69	0,67	2,57	2,70	3,45	4,53
Investments	(3,47)	(2,99)	(1,75)	(1,84)	(1,95)	(2,05)
FREE CASH FLOW	(0,78)	(2,32)	0,83	0,86	1,50	2,48
Financial Management	(0,07)	(0,08)	(0,07)	(0,10)	(0,10)	(0,10)
Change in Payables to Banks	0,12	1,87	(0,41)	0,47	0,80	0,60
Change in Equity	2,52	0,20	-0,08	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	1,79	(0,34)	0,26	1,24	2,20	2,98

Source: Websolute and Integrae SIM estimates

1.1 FY21A Results

Table 2 – Actual VS Estimates FY21A

€/mln	Sales	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY21A	18,59	2,93	15,8%	0,97	0,47	2,41
FY21E	19,00	3,20	16,8%	1,50	1,01	0,97
Change	-2,2%	-8,3%	-1,1%	-35,4%	-53,4%	N.A

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati annuali, dichiara: *“Siamo estremamente soddisfatti dei risultati raggiunti, in considerazione del protrarsi, anche nel 2021, delle problematiche derivanti dalla Pandemia che hanno colpito fortemente l’economia globale. Il Gruppo è sempre riuscito a mantenere attive tutte le attività operative e di contatto con i clienti e, grazie allo sfruttamento delle sinergie ha potuto registrare ottime performance nel 2021 potendo, oltretutto, contare sulla possibilità di pianificare a 5/6 mesi le attività produttive. [...] Il Gruppo ha previsto azioni commerciali, il potenziamento di innovativi prodotti e servizi creati in relazione ai nuovi bisogni di mercato e proseguito il suo percorso strategico investendo risorse affinché si possano produrre effetti positivi grazie alle sinergie attivabili nel Gruppo con risultati economici che già nel 2021 hanno iniziato a produrre i loro importanti e tangibili effetti. [...]”*.

I ricavi si attestano a € 18,59 mln rispetto a un valore pari a € 13,34 mln registrato a fine 2020 e a € 19,00 mln stimati nel nostro precedente *report*. La crescita rispetto al 2020 conferma pienamente la bontà delle strategie adottate nelle società del Gruppo. La crescita è stata possibile soprattutto grazie: alla linea *Digital Marketing* che riporta un incremento del 60% rispetto allo scorso anno, alla linea *editoria New Media* che si incrementa del 121% rispetto al 2020 e alle linee *Academy* (+106%) e *Realtà virtuale e aumentata ed Intelligenza artificiale* (+75%). Risulta significativa anche la crescita delle linee *Piattaforme Digitali, Social & influencer marketing* e *Brand UX-UI-Customer Journey*, le quali aumentano rispetto al precedente esercizio rispettivamente del 24%, 39% e 31%.

L’EBITDA è pari a € 2,93 mln rispetto a € 1,42 mln dello scorso anno e € 3,20 mln atteso. Di conseguenza l’EBITDA Margin è pari al 15,8% rispetto a 10,7% del 2020 e al 16,8% atteso. L’incremento della marginalità nel 2021 è stato accompagnato da maggiori costi caratteristici e strutturali (cresciuti meno che proporzionalmente rispetto ai ricavi di vendita) provenienti dal consolidamento delle nuove società acquisite nel 2020 e 2021, nonché da un’importante crescita dei costi budget media rivenduti ai clienti. Il personale interno è stato utilizzato per attività di sviluppo e di investimento consentendo la realizzazione di prodotti e di servizi innovativi in linea con le nuove esigenze di mercato.

L’EBIT è pari a € 0,97 mln (€ 0,52 mln nel 2020) dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 1,97 mln. Il valore dell’EBIT nelle nostre stime era pari a € 1,50 mln. Di conseguenza, l’EBIT Margin è pari al 5,2%, contro nostre stime pari al 7,9%.

L’Utile Netto si attesta a € 0,47 mln (€ 0,34 mln nel 2020), rispetto ad un valore atteso pari a € 1,01 mln.

La NFP passa da € 3,08 mln a € 2,41 mln. Il miglioramento afferma il buon livello di elasticità di cassa della Società. La migliore gestione del circolante e i flussi di cassa generati dall’attività operativa ha determinato un impatto positivo sulla NFP, permettendo quindi la copertura dei flussi dell’attività d’investimento oltre che la riduzione dell’indebitamento finanziario complessivo. In data 27 agosto 2021 la Società ha completato, inoltre, il programma di acquisto di azioni proprie per un controvalore pari a € 0,5 mln.

1.2 FY22E – FY24E Estimates

Table 3 – Estimates Updates FY22E-24E

€/mln	FY22E	FY23E	FY24E
Sales			
New	23,0	27,0	33,0
Old	22,0	25,0	N/A
Change	4,5%	8,0%	N/A
EBITDA			
New	4,0	5,7	7,4
Old	4,5	6,0	N/A
Change	-11,1%	-5,0%	N/A
EBITDA %			
New	17,4%	21,1%	22,3%
Old	20,5%	24,0%	N/A
Change	-3,1%	-2,9%	N/A
EBIT			
New	2,0	3,7	5,3
Old	2,7	4,1	N/A
Change	-25,9%	-11,0%	N/A
Net Income			
New	1,0	2,0	2,8
Old	1,6	2,6	N/A
Change	-34,3%	-24,9%	N/A
NFP			
New	1,6	0,2	(2,1)
Old	0,1	(1,8)	N/A
Change	N.A	N/A	N/A

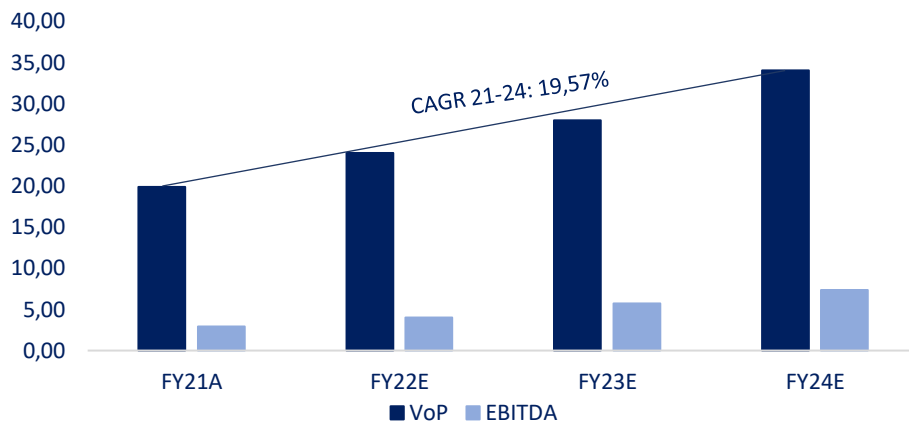
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il 2021A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, ci aspettiamo ricavi 2022E pari a € 23,00 mln ed un EBITDA pari a € 4,00 mln, corrispondente ad una marginalità del 17,4%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che i ricavi possano aumentare fino a € 33,00 mln (CAGR 21A-24E: 21,0%) nel 2024E, con EBITDA pari a € 7,35 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 22,3%), in crescita rispetto a € 2,93 mln del 2021A (corrispondente ad un EBITDA margin del 15,8%).

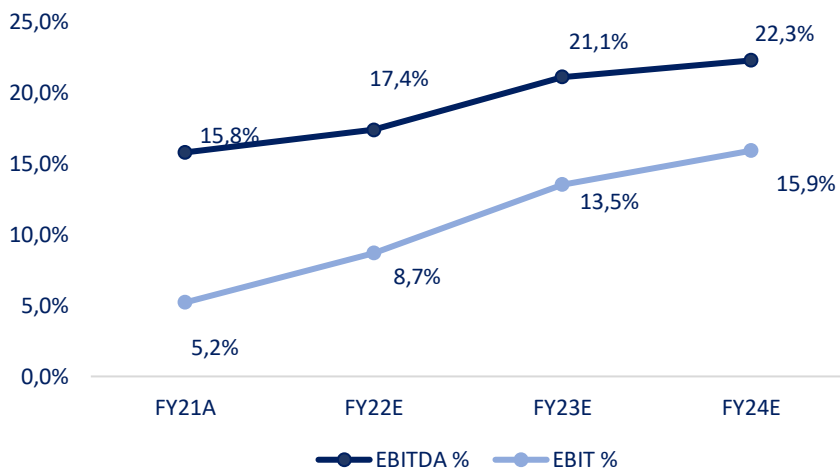
A livello patrimoniale, invece, stimiamo per il 2024E una NFP *cash positive* pari a € 2,14 mln.

Chart 1 – VoP and EBITDA FY21A-24E



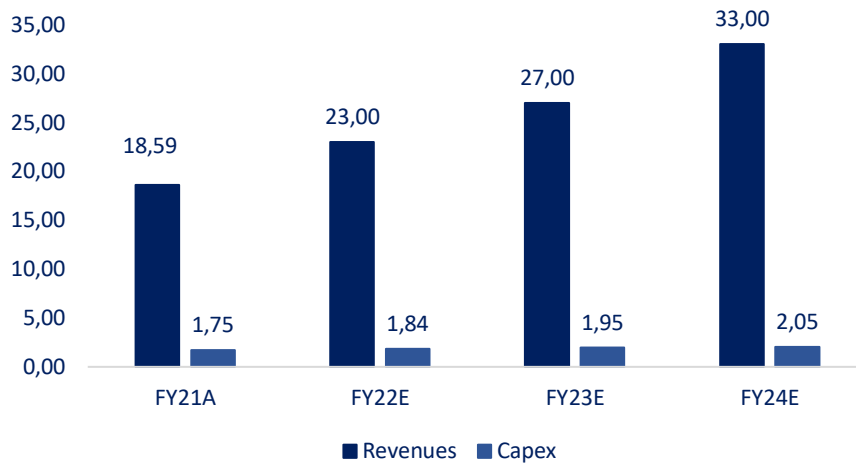
Source: Integrae SIM

Chart 2 – Margin FY21A-24E



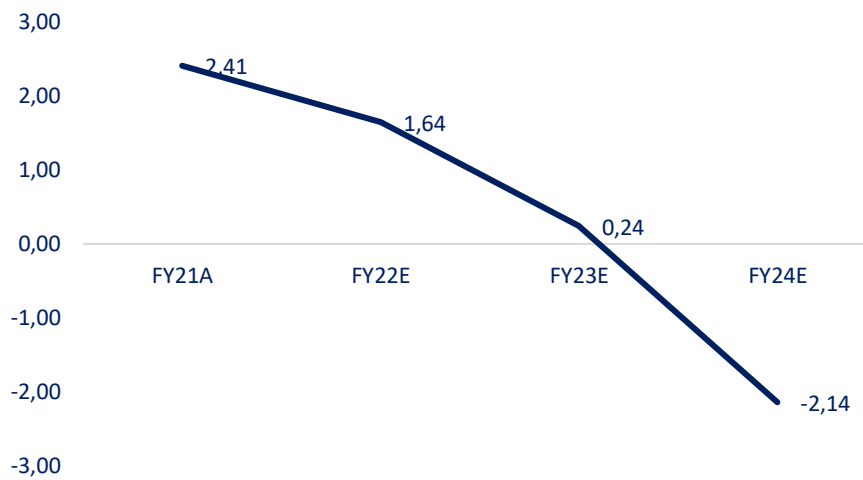
Source: Integrae SIM

Chart 3 – Capex FY21A-24E



Source: Integrae SIM

Chart 4 – NFP FY21A-24E



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		4,12%
Risk Free Rate	0,80% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,42% Beta Adjusted	0,63
D/E (average)	100,00% Beta Relevered	1,08
Ke	7,35% Kd	1,25%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 4,12%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		66,7
FCFO actualized	6,1	9%
TV actualized DCF	63,0	91%
Enterprise Value	69,1	100%
NFP (FY21A)	2,4	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di € 66,7 mln.

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln	WACC				
	3,1%	3,6%	4,1%	4,6%	5,1%
2,5%	327,8	181,2	124,9	95,1	76,7
2,0%	183,6	126,5	96,4	77,7	65,0
1,5%	128,2	97,6	78,7	65,8	56,5
Growth Rate (g)					
1,0%	98,9	79,7	66,7	57,2	50,1
0,5%	80,8	67,6	58,0	50,7	45,1
0,0%	68,4	58,7	51,4	45,6	41,0
-0,5%	59,5	52,1	46,2	41,5	37,7

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)		
	2022E	2023E	2024E
Alkemy	7,6	6,6	N/A
Be Shaping the Future SpA	10,2	9,1	N/A
Triboo	2,5	N/A	N/A
Digital360	9,2	7,7	6,8
Neosperience	6,3	4,6	N/A
Relatech	7,0	5,6	5,0
Median	7,3	6,6	5,9

Source: Infinancials

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

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

Table 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	2022E	2023E	2024E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	29,3	36,1	39,9
Equity Value			
EV/EBITDA	27,7	35,9	42,0
Average	27,7	35,9	42,0

Source: Integrae SIM

L'equity value di Websolute utilizzando il market multiple EV/EBITDA, risulta essere pari a € 35,2 mln. In questo caso, non è stato applicato alcuno sconto, poiché le società considerate nel calcolo dei multipli sono quotate su Euronext Growth Milan.

2.3 Equity Value

Table 9 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	50,9
Equity Value DCF (€/mln)	66,7
Equity Value multiples (€/mln)	35,2
Target Price (€)	5,25

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a € 50,9 mln. Il **target price** è quindi di € 5,25 (prev. € 5,00). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	18,2x	13,3x	9,4x	7,3x
EV/EBIT	55,0x	26,7x	14,6x	10,2x

Source: Integrae SIM

Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	9,9x	7,2x	5,1x	3,9x
EV/EBIT	29,9x	14,5x	7,9x	5,5x

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. 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 Journalists guild. Mattia Petracca, Giuseppe Riviello and Alessandro Colombo are the current financial analysts.

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
15/05/2020	1,64	Buy	2,20	Medium	Update
02/10/2020	1,57	Buy	2,00	Medium	Update
26/04/2021	1,31	Buy	2,50	Medium	Update
27/09/2021	2,38	Buy	5,00	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. 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). 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. 20307/2018, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

Rating system (long term horizon: 12 months)

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

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

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

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

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

Conflict of interest

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

- It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of the Websolute SpA;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Websolute SpA;
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.