

UPDATE

EQUITY RESEARCH

ISIM
INTEGRÆ

Websolute

Euronext Growth Milan | Digital | Italy

Produzione 29/09/2023, h. 18:30

Pubblicazione 02/10/2023, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 4,70

prev. € 5,00

Risk



Medium

Upside potential

158,2%

Key Financials (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Sales	21,54	21,50	23,60	26,50
EBITDA Adj.	2,61	4,00	4,80	6,10
EBIT	(0,21)	1,70	2,60	3,90
Net Profit	(0,52)	1,00	1,55	2,45
NFP	3,24	2,03	(0,07)	(2,87)
EBITDA Adj. margin	11,4%	17,4%	19,1%	21,8%
EBIT margin	-0,9%	7,4%	10,4%	13,9%
Net Profit margin	-2,3%	4,3%	6,2%	8,8%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 1,82
Target price	€ 4,70
Upside/(Downside) potential	158,2%
Ticker	WBS IM EQUITY
Market Cap (€/mln)	€ 18,61
EV (€/mln)	€ 21,85
Free Float	30,18%
Share Outstanding	10.226.825
52-week high	€ 2,43
52-week low	€ 1,68
Average daily volumes (3 months)	2.067

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it
 Alessandro Colombo | alessandro.colombo@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-4,21%	-9,00%	-21,89%	1,11%
to FTSE Italia Growth	2,23%	0,31%	-10,09%	6,37%
to Euronext STAR Milan	2,97%	3,36%	-5,17%	-3,19%
to FTSE All-Share	-1,65%	-11,82%	-21,96%	-35,03%
to EUROSTOXX	-0,70%	-6,32%	-19,09%	-26,20%
to MSCI World Index	0,32%	-7,45%	-24,89%	-17,19%

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	8,4 x	5,5 x	4,6 x	3,6 x
EV/EBIT	N/A	12,9 x	8,4 x	5,6 x

1H23A Results

Al termine del primo semestre 2023 il Gruppo ha registrato ricavi pari a € 10,32 mln, in lieve decremento, pari al -1,8%, rispetto all'1H22A, in cui ammontavano a € 10,50 mln. L'EBITDA risulta pari a € 1,38 mln, in netta crescita (+54,8%) rispetto al 1H22A, in cui era pari a € 0,89 mln. Allo stesso modo, l'EBITDA margin passa dal 8,0% del 1H22A al 12,4% nel semestre in esame. L'EBIT è positivo e pari a € 0,21 mln, in netto incremento rispetto al risultato negativo di € 0,08 mln riferito all'1H22A. Altrettanto in crescita si attesta il valore del Net Income per l'1H23A, pari a € -0,10 mln, a fronte di un risultato per l'1H22A pari a € -0,21 mln. La NFP relativa al primo semestre 2022 registra un miglioramento del 21,7% rispetto dal dato FY22A (pari a € 3,24 mln di debito), attestandosi ad un valore di € 2,53 mln di debito.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H23A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore dei ricavi di vendita FY23E pari a € 21,50 mln ed un EBITDA Adj. pari a € 4,00 mln, corrispondente ad una marginalità del 17,4%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore delle vendite possa aumentare fino a € 26,50 mln (CAGR 22A-25E: 7,2%) nel FY25E, con EBITDA Adj. pari a € 6,10 mln (corrispondente ad una marginalità del 21,8%). A livello patrimoniale stimiamo per il FY25E una NFP *cash positive* pari a € 2,87 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 € 52,5 mln. L'*equity value* di Websolute utilizzando i *market multiples* risulta essere pari € 43,6 mln. Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 48,1 mln. Il **target price** è di € 4,70, rating BUY e rischio MEDIUM.

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Sales	18,59	21,54	21,50	23,60	26,50
Other Revenues	1,31	1,25	1,50	1,50	1,50
Value of Production	19,89	22,79	23,00	25,10	28,00
COGS	0,64	1,00	1,00	1,10	1,20
Services	7,05	8,56	7,50	8,00	8,60
Use of Asset owned by Others	0,50	0,36	0,40	0,40	0,40
Employees	8,64	10,54	10,00	10,60	11,50
Other Operating Expenses	0,12	0,25	0,20	0,20	0,20
EBITDA	2,93	2,08	3,90	4,80	6,10
<i>EBITDA Margin</i>	<i>14,8%</i>	<i>9,1%</i>	<i>17,0%</i>	<i>19,1%</i>	<i>21,8%</i>
Non recurrent items	(0,15)	0,52	0,10	0,00	0,00
EBITDA Adj.	2,79	2,61	4,00	4,80	6,10
<i>EBITDA Adj. Margin</i>	<i>14,0%</i>	<i>11,4%</i>	<i>17,4%</i>	<i>19,1%</i>	<i>21,8%</i>
D&A	1,97	2,29	2,20	2,20	2,20
EBIT	0,97	(0,21)	1,70	2,60	3,90
<i>EBIT Margin</i>	<i>4,9%</i>	<i>-0,9%</i>	<i>7,4%</i>	<i>10,4%</i>	<i>13,9%</i>
Financial Management	(0,07)	(0,10)	(0,20)	(0,20)	(0,15)
EBT	0,90	(0,31)	1,50	2,40	3,75
Taxes	0,43	0,21	0,50	0,85	1,30
Net Income	0,47	(0,52)	1,00	1,55	2,45
Minorities Income	0,03	0,03	0,05	0,05	0,10

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Fixed Asset	7,26	7,92	7,35	6,35	5,35
Accounts receivable	5,67	6,69	7,10	7,80	8,75
Inventories	0,07	0,11	0,15	0,15	0,15
Accounts payable	1,35	1,63	1,60	1,75	1,90
Operating Working Capital	4,39	5,18	5,65	6,20	7,00
Other Receivables	1,27	1,57	1,70	1,90	2,15
Other Payables	3,27	3,35	3,50	3,70	4,00
Net Working Capital	2,38	3,40	3,85	4,40	5,15
Severance Indemnities & Provision	2,03	2,52	2,60	2,70	2,80
NET INVESTED CAPITAL	7,62	8,81	8,60	8,05	7,70

Share Capital	0,19	0,20	0,20	0,20	0,20
Reserves and Retained Profits	3,67	4,97	4,42	5,37	6,87
Net Profit	0,45	(0,55)	0,95	1,50	2,35
Equity	4,31	4,62	5,57	7,07	9,42
Minorities Equity	0,90	0,95	1,00	1,05	1,15
Cash and Cash Equivalents	3,62	4,01	4,07	6,07	8,77
Short-Term Financial Debt	1,86	2,01	2,10	2,20	2,30
ML Term Financial Debt	4,16	5,24	4,00	3,80	3,60
Net Financial Position	2,41	3,24	2,03	(0,07)	(2,87)
TOTAL SOURCES	7,62	8,81	8,60	8,05	7,70

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT	(0,21)	1,70	2,60	3,90
Taxes	0,21	0,50	0,85	1,30
NOPAT	(0,42)	1,20	1,75	2,60
D&A	2,29	2,20	2,20	2,20
Change in receivables	(1,03)	(0,41)	(0,70)	(0,95)
Change in inventories	(0,04)	(0,04)	0,00	0,00
Change in payables	0,28	(0,03)	0,15	0,15
Other Changes	(0,23)	0,02	0,00	0,05
Change in NWC	(1,02)	(0,45)	(0,55)	(0,75)
Change in Provisions	0,49	0,08	0,10	0,10
OPERATING CASH FLOW	1,35	3,03	3,50	4,15
Capex	(2,95)	(1,63)	(1,20)	(1,20)
FREE CASH FLOW	(1,60)	1,41	2,30	2,95
Financial Management	(0,10)	(0,20)	(0,20)	(0,15)
Change in Payables to Banks	1,22	(1,14)	(0,10)	(0,10)
Change in Equity	0,88	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	0,39	0,06	2,00	2,70

Source: Websolute and Integrae SIM estimates

Company Overview

Websolute opera nel settore della comunicazione digitale e del *digital marketing* e, grazie ad un'esperienza quasi ventennale e a competenze verticali maturate nelle diverse aree di attività, offre alla propria clientela una vasta gamma di servizi e soluzioni digitali a supporto del business. Il Gruppo, anche per il tramite di servizi *cloud* forniti dai principali *player* italiani e mondiali e delle piattaforme digitali più diffuse al mondo, realizza con risorse proprie l'intero percorso di creazione di valore per i suoi clienti, dalla consulenza strategica, all'implementazione e manutenzione dei servizi digitali finalizzati al potenziamento del *brand*, alla realizzazione di strategie di marketing *tailor-made* finalizzate allo sviluppo del business dei propri clienti.

Il Gruppo, pertanto, supporta i propri clienti sul mercato italiano rispondendo ai principali bisogni degli stessi, ovvero sia con riguardo a politiche di: *branding* (come le aziende comunicano con il proprio *brand* attraverso il digitale); *marketing* (come le aziende cercano mercato e come i clienti cercano prodotti); *commerce* (come le aziende vendono e come i clienti desiderano acquistare) e tecnologia (come fattore abilitante a supporto dei processi di cui sopra).

1H23A Results

TABLE 2 – 1H23A VS 1H22A

€/mln	Sales	EBITDA Adj.	EBITDA Adj. %	EBIT	Net Income	NFP
1H23A	10,32	1,48	13,3%	0,21	(0,10)	2,53
1H22A	10,50	1,15	10,3%	(0,08)	(0,21)	3,24*
Change	-1,8%	28,7%	3,0%	29,3%	11,0%	N.A

*NFP al 31/12/2022
Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, commentando i risultati semestrali, Lamberto Mattioli, Presidente e Amministratore Delegato di Websolute, dichiara: *“Nonostante il momento di grande difficoltà dell’economia nazionale e internazionale dovuto principalmente all’incremento generalizzato dei costi delle materie prime e alle ricadute fortemente negative riconducibili all’innalzamento dei costi energetici e dell’inflazione che impattano sui business e conti economici delle aziende di quasi tutti i settori merceologici, il Gruppo ha saputo reagire con tempestività ed efficacia alle nuove esigenze e ai vincoli dettati dall’emergenza gestendo in un quadro d’incertezza una linea di maggiore prudenza ma continuando il percorso con coerenza e continuità sul fronte degli investimenti strategici e in particolare dal punto di vista dei prodotti e servizi offerti al mercato, esigenza fondamentale per affrontare le sfide di un mercato molto competitivo nel prossimo futuro. Tuttora è grande l’incertezza sugli andamenti futuri dell’economia e dei mercati non avendo una definizione di durata della crisi e dovendo prevedere tempi lunghi per identificare le soluzioni ai problemi che si sono originati sul fronte inflattivo e di recupero sulle marginalità nei bilanci delle aziende. A partire dal mese di giugno 2022 il Gruppo ha attivato un’attenta ed efficace politica di normalizzazione dei costi, di razionalizzazione della struttura organizzativa e di efficientamento dei processi, degli strumenti gestionali e delle attività operative finalizzata al miglioramento della redditività del Gruppo. Tale attività ha portato importanti benefici economici e finanziari alla gestione del primo semestre 2023 e si ritiene che i miglioramenti, essendo originati da interventi strutturali, possano continuare a produrre effetti positivi nei risultati del Gruppo anche nel secondo semestre del corrente anno e nel prossimo esercizio.”*

Al termine del primo semestre 2023 il Gruppo ha registrato ricavi pari a € 10,32 mln, in lieve decremento, pari al -1,8%, rispetto all’1H22A, in cui ammontavano a € 10,50 mln. Si evidenzia, tuttavia, che i ricavi di vendita e delle prestazioni produttive di marginalità, unitamente alla variazione derivante dall’integrazione dei proventi per contributi pubblici su commesse di natura produttiva (facenti capo alla voce “Altri ricavi e proventi” e pari a € 0,27 mln per l’1H23A), segnano una crescita effettiva pari al 3,9% rispetto all’1H22A. Diversamente, le prestazioni c.d. “commercializzate” non produttive di marginalità, ovvero quelle produttive di ricavi derivanti dal riaddebito dei costi sostenuti per conto di clienti e rifatturati, evidenziano un decremento importante, pari al -38,6% circa. Il dato relativo al fatturato è meglio apprezzabile se si analizzano i ricavi in riferimento alle singole linee di prodotto. Emerge,

infatti, che nonostante la congiuntura macroeconomica che ha interessato il semestre sia stata particolarmente negativa, la maggior parte delle linee di business del Gruppo sono state interessate da una crescita dei ricavi nel periodo considerato, testimoniando l'efficacia delle scelte del management. In particolare, si segnalano le linee: *Digital Marketing* +6,0%, *Social & influencer marketing* +6,0%, Realtà virtuale aumentata ed Intelligenza artificiale +23,0% e Consulenza *Digital Strategy* +2,0%. Si evidenzia un Valore della Produzione pari, per il primo semestre del 2023, a € 11,16 mln, in lieve decrescita (-0,3%) rispetto al dato equivalente per l'1H22A.

L'EBITDA risulta pari a € 1,38 mln, in netta crescita (+54,8%) rispetto al 1H22A, in cui era pari a € 0,89 mln. Allo stesso modo, l'EBITDA *margin* passa dal 8,0% del 1H22A al 12,4% nel semestre in esame. La responsabilità di questo incremento è frutto della crescita generalizzata delle linee di ricavi produttivi di marginalità, che più che compensa l'incremento dei costi di produzione. Inoltre, a partire dal primo semestre 2023, è possibile apprezzare pienamente i benefici, in termini di riduzione di alcuni costi, del piano di razionalizzazione e efficientamento che è stato implementato dal Gruppo a partire dal mese di giugno 2022.

In particolare, si registra un incremento del consumo di materie prime, sussidiarie e variazioni rimanenze, pari a € 0,47 mln, in aumento del 28,0% rispetto all'1H22A, cagionato prevalentemente dalla crescita di ricavi derivante dall'incremento nelle vendite di prodotti finiti, nonché dai costi sopportati al fine di dotare la controllata More Srl di attrezzature per la realtà virtuale. Diversamente, i costi per servizi (pari a € 3,76 mln nel 1H23A) subiscono un decremento del 13,1% rispetto al dato equivalente dell'1H22A, reso possibile dalle attività di normalizzazione e razionalizzazione dei costi poste in essere dal management.

L'EDITDA Adj., calcolato tenendo in considerazione le maggiori spese non ricorrenti pari a € 0,10 mln relativi a costi *una tantum* che la capogruppo ha sostenuto per dirimere alcune controversie originatesi in seguito alla messa in liquidazione della controllata W-Mind Srl Società Benefit, disposta in data il 15 maggio 2023, ammonta nel semestre considerato a € 1,48 mln, con una marginalità del 13,3%, attestando una crescita del 28,7% rispetto al dato equivalente per l'1H22A, pari a € 1,15 mln (con una marginalità del 10,3%).

L'EBIT al 30 giugno 2022, computato al netto di ammortamenti per € 1,17 mln, è positivo e pari a € 0,21 mln, in netto incremento rispetto al risultato negativo di € 0,08 mln riferito all'1H22A. Altrettanto in crescita, benché negativo, si attesta il valore del Net Income per l'1H23A, pari a € -0,10 mln, a fronte di un risultato per l'1H22A pari a € -0,21 mln.

La NFP relativa al primo semestre 2022 registra un miglioramento del 21,7% rispetto dal dato FY22A (pari a € 3,24 mln di debito), attestandosi ad un valore di € 2,53 mln di debito. La voce è prevalentemente impattata dalla scelta di ridurre il livello di indebitamento finanziario bancario. Al decremento dell'indebitamento finanziario si affianca un decremento di cassa derivante dall'acquisto di azioni proprie effettuato durante il periodo, nonché dall'esecuzione del pagamento dei debiti legati alle operazioni straordinarie di M&A e, in particolare, all'esercizio dell'opzione *call* per l'acquisto del ramo d'azienda Academy da Sida Group Srl datato 30 giugno 2022.

Si segnala, inoltre, che nel semestre considerato il Gruppo ha sostenuto investimenti di varia tipologia tra cui:

- investimenti strategici legati alla ricerca di potenziali target ad alto potenziale afferenti a nicchie di mercato specifiche e finalizzate a realizzare un accrescimento del know-how e degli strumenti interni;
- investimenti di natura produttiva, principalmente connessi alla volontà del Gruppo di ampliare il catalogo di prodotti e servizi offerti, tenendo in considerazione i recenti trend del mercato e le attuali necessità della clientela, che sempre più virano verso l'impiego dell'intelligenza artificiale. Inoltre, il Gruppo ha posto in essere un piano di finanziamenti che implica la realizzazione di nuove piattaforme e la reingegnerizzazione. Si segnala, inoltre, la conclusione, con esito positivo, della prima fase del progetto Metaverso e delle tecnologie web 4.0;
- investimenti organizzativi legati al potenziamento e allo sviluppo di potenziali sinergie, soprattutto per quanto concerne l'attività di estrazione delle informazioni gestionali, finanziarie e contabili.

FY23E – FY25E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY23E-25E

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
Sales			
New	21,50	23,60	26,50
Old	23,70	26,50	30,00
Change	-9,3%	-10,9%	-11,7%
EBITDA Adj.			
New	4,00	4,80	6,10
Old	4,65	5,35	6,25
Change	-14,0%	-10,3%	-2,4%
EBITDA Adj. %			
New	17,4%	19,1%	21,8%
Old	19,6%	20,2%	20,8%
Change	-2,2%	-1,1%	1,0%
EBIT			
New	1,70	2,60	3,90
Old	2,15	2,95	3,95
Change	-20,9%	-11,9%	-1,3%
Net Income			
New	1,00	1,55	2,45
Old	1,30	1,80	2,45
Change	-23,1%	-13,9%	0,0%
NFP			
New	2,03	(0,07)	(2,87)
Old	1,43	(0,72)	(3,37)
Change	N/A	N/A	N/A

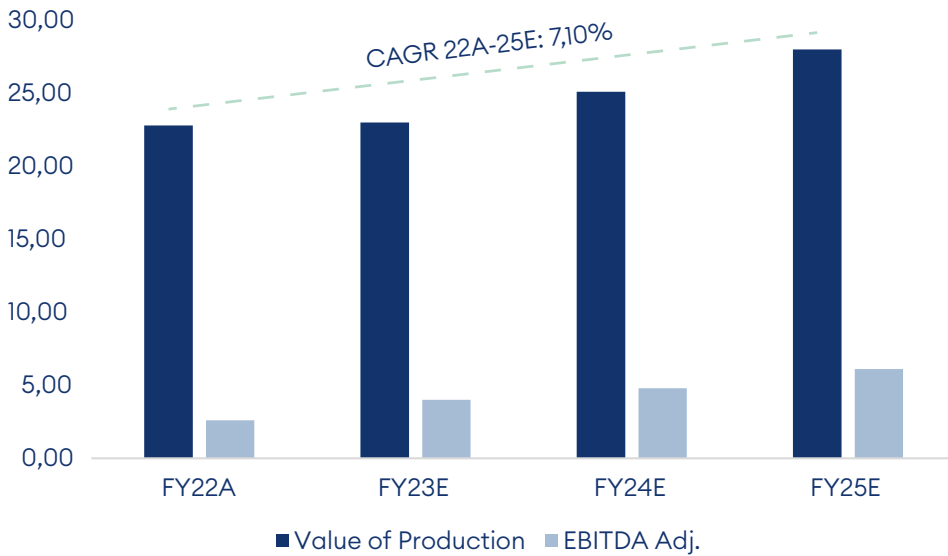
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H23A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore dei ricavi di vendita FY23E pari a € 21,50 mln ed un EBITDA Adj. pari a € 4,00 mln, corrispondente ad una marginalità del 17,4%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore delle vendite possa aumentare fino a € 26,50 mln (CAGR 22A-25E: 7,2%) nel FY25E, con EBITDA Adj. pari a € 6,10 mln (corrispondente ad una marginalità del 21,8%).

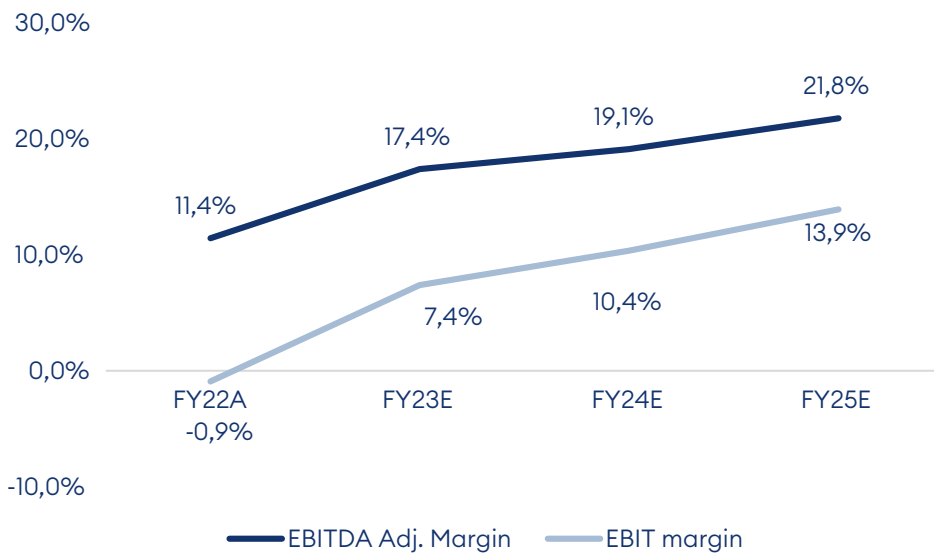
A livello patrimoniale stimiamo per il FY25E una NFP cash positive pari a € 2,87 mln.

CHART 1 - VOP AND EBITDA FY22A-25E



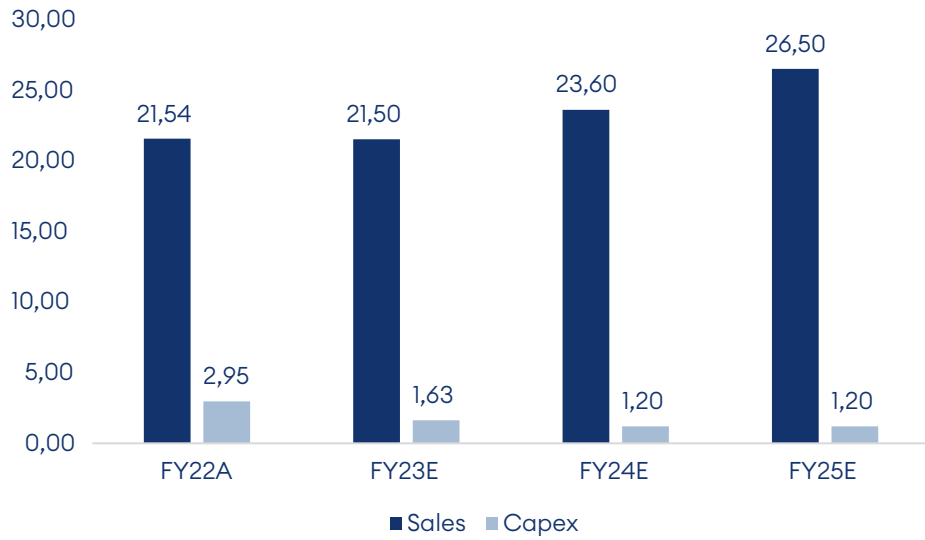
Source: Integrae SIM

CHART 2 - MARGIN FY22A-25E



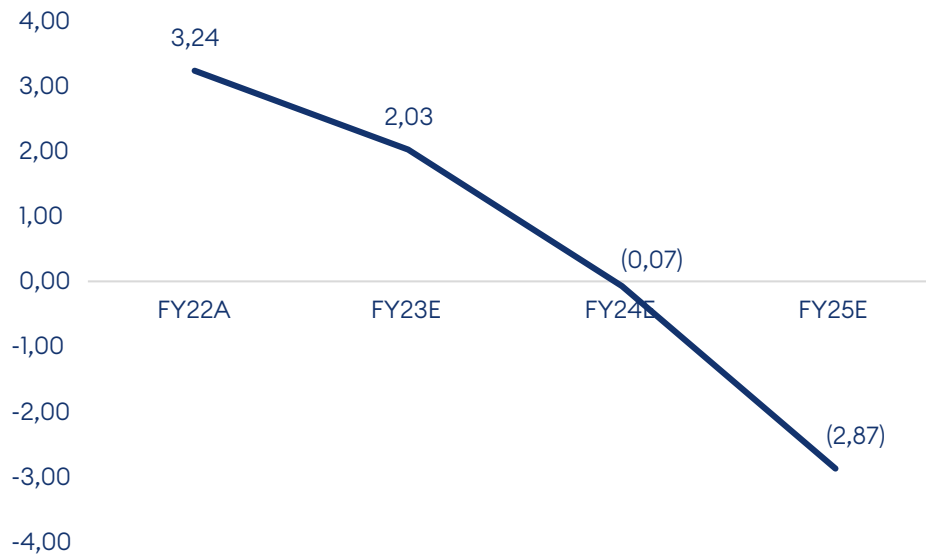
Source: Integrae SIM

CHART 3 – CAPEX FY22A-25E



Source: Integrae SIM

CHART 4 – NFP FY22A-25E



Source: Integrae SIM

Valuation

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

DCF Method

TABLE 4 – WACC

WACC				6,58%
D/E 122,22%	Risk Free Rate 3,64%	β Adjusted 0,65	α (specific risk) 2,50%	
K_d 3,50%	Market Premium 8,33%	β Relevered 1,22	K_e 11,54%	

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 6,58%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	6,4	12%
TV actualized DCF	49,3	88%
Enterprise Value	55,8	100%
NFP (FY22A)	3,2	
Equity Value	52,5	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 52,5 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		5,1%	5,6%	6,1%	6,6%	7,1%	7,6%	8,1%
	2,5%	113,3	94,5	80,9	70,7	62,7	56,2	50,9
	2,0%	95,5	81,8	71,4	63,3	56,8	51,5	47,0
	1,5%	82,6	72,1	64,0	57,4	52,0	47,5	43,7
	1,0%	72,9	64,6	58,0	52,5	48,0	44,1	40,8
	0,5%	65,3	58,6	53,1	48,5	44,6	41,2	38,3
	0,0%	59,2	53,6	49,0	45,0	41,6	38,7	36,1
	-0,5%	54,2	49,5	45,5	42,1	39,1	36,5	34,2

Source: Integrae SIM

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*. Il *panel* è composto da:

TABLE 7 – MARKET MULTIPLES

Company Name	EV/EBITDA		
	FY23E	FY24E	FY25E
Neosperience SpA	7,5 x	6,2 x	4,9 x
Cyberoo SpA	9,6 x	6,2 x	N/A
Reply SpA	9,8 x	8,8 x	8,2 x
Growens SpA	63,0 x	42,0 x	27,3 x
Tinexta SpA	10,3 x	8,9 x	7,7 x
Peer median	9,8 x	8,8 x	7,9 x

Source: *Infancials*

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA Adj.	39,3	42,2	48,4
Equity Value			
EV/EBITDA Adj.	37,3	42,3	51,2
Average	37,3	42,3	51,2

Source: *Integrae SIM*

L'*equity value* di Websolute, utilizzando il market multiple EV/EBITDA, risulta essere pari a circa € 43,6 mln.

Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	48,1
Equity Value DCF (€/mln)	52,5
Equity Value multiples (€/mln)	43,6
Target Price (€)	4,70

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 48,1 mln. Il **target price** è quindi di **€ 4,70** (prev. € 5,00). Confermiamo rating **BUY** e rischio **MEDIUM**.

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	19,7x	12,8x	10,7x	8,4x
EV/EBIT	N/A	30,2x	19,7x	13,2x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	8,4 x	5,5 x	4,6 x	3,6 x
EV/EBIT	N/A	12,9 x	8,4 x	5,6 x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

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. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Mattia Petracca is Integrae SIM's current Head of Research. Giuseppe Rivello, Alessandro Colombo, Edoardo Luigi Pezzella and Alessandro Elia Stringa 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
06/10/2022	1,82	Buy	5,00	Medium	Update
13/04/2023	2,00	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 \geq 7.5%	ETR \geq 10%	ETR \geq 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR \leq -5%	ETR \leq -5%	ETR \leq 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 INTEGRAE 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.