

UPDATE

EQUITY RESEARCH

Websolute

Euronext Growth Milan | Digital | Italy

Produzione 15/04/2024, h. 18:30

Pubblicazione 16/04/2024, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 4,20

prev. € 4,70

Risk



Medium

Upside potential

292,8%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 1,07
Target price	€ 4,20
Upside/(Downside) potential	292,8%
Ticker	WBS IM
Market Cap (€/mln)	€ 10,94
EV (€/mln)	€ 14,50
Free Float	28,89%
Share Outstanding	10.226.825
52-week high	€ 2,20
52-week low	€ 0,90
Average daily volumes (3 months)	11.739

Key Financials (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Revenues	19,78	23,00	25,80	28,90
EBITDA Adjusted	2,57	4,80	5,50	6,40
EBIT	0,18	2,30	3,00	3,90
Net Income	(0,46)	1,30	1,80	2,45
NFP	3,56	3,54	0,84	(2,56)
EBITDA margin	13,0%	20,9%	21,3%	22,1%
EBIT margin	0,9%	10,0%	11,6%	13,5%
Net Profit margin	n.m.	5,7%	7,0%	8,5%

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

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-7,0%	-18,3%	-40,6%	-46,5%
to FTSE Italia Growth	-7,1%	-16,4%	-41,2%	-32,5%
to Euronext STAR Milan	-7,7%	-17,0%	-51,6%	-42,5%
to FTSE All-Share	-7,0%	-28,6%	-59,0%	-67,0%
to EUROSTOXX	-7,0%	-29,6%	-59,3%	-61,5%
to MSCI World Index	-6,4%	-25,3%	-56,7%	-68,1%

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	5,6x	3,0x	2,6x	2,3x
EV/EBIT	82,7x	6,3x	4,8x	3,7x
P/E	n/a	8,4x	6,1x	4,5x

FY23A Results

Al termine dell'esercizio FY23A il Gruppo ha realizzato ricavi per € 19,78 mln, in decrescita dell' 8,2% rispetto i € 21,54 mln dello scorso periodo. L'EBITDA, pari a € 2,48 mln, registra un aumento del 18,7% rispetto ai € 2,08 mln del 2022, ma risulta peggiorativo se paragonato con la nostra stima di € 3,90 mln. Allo stesso modo l'EBITDA margin passa dal 9,7% dello scorso esercizio al 12,5% nel 2023. L'EBIT di periodo, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 2,30 mln ammonta a € 0,18 mln, in netta crescita rispetto al risultato di € - 0,21 mln del FY22A. Il Net Income si attesta a € - 0,46 mln, in linea con il dato dell'esercizio precedente, pari a € - 0,52 mln.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY23A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore dei ricavi FY24E pari a € 23,00 mln ed un EBITDA pari a € 4,80 mln, corrispondente ad una marginalità del 20,9%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che i ricavi possano aumentare fino a € 28,90 mln (CAGR 23A-26E: 13,5%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 6,40 mln (corrispondente ad una marginalità del 20,8%), in crescita rispetto a € 2,48 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 12,5%).

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 € 45,5 mln. L'equity value di Websolute utilizzando i market multiples risulta essere pari € 40,5 mln. Ne risulta un equity value medio pari a circa € 43,0 mln. Il target price è di € 4,20, rating BUY e rischio MEDIUM.

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Revenues	21,54	19,78	23,00	25,80	28,90
Other revenues	1,25	1,69	1,50	1,50	1,50
Value of Production	22,79	21,47	24,50	27,30	30,40
COGS	1,00	0,88	1,00	1,10	1,20
Services	8,56	7,60	8,10	9,00	10,00
Use of asset owned by others	0,36	0,37	0,40	0,40	0,40
Employees	10,54	9,72	9,80	10,90	12,00
Other operating costs	0,25	0,43	0,40	0,40	0,40
EBITDA	2,08	2,48	4,80	5,50	6,40
<i>EBITDA Margin</i>	<i>9,7%</i>	<i>12,5%</i>	<i>20,9%</i>	<i>21,3%</i>	<i>22,1%</i>
Non recurrent items	0,52	0,10	0,00	0,00	0,00
EBITDA Adjusted	2,61	2,57	4,80	5,50	6,40
<i>EBITDA Adj. Margin</i>	<i>12,1%</i>	<i>13,0%</i>	<i>20,9%</i>	<i>21,3%</i>	<i>22,1%</i>
D&A	2,29	2,30	2,50	2,50	2,50
EBIT	(0,21)	0,18	2,30	3,00	3,90
<i>EBIT Margin</i>	<i>-1,0%</i>	<i>0,9%</i>	<i>10,0%</i>	<i>11,6%</i>	<i>13,5%</i>
Financial management	(0,10)	(0,46)	(0,50)	(0,50)	(0,50)
EBT	(0,31)	(0,28)	1,80	2,50	3,40
Taxes	0,21	0,18	0,50	0,70	0,95
Net Income	(0,52)	(0,46)	1,30	1,80	2,45
Minorities Income	0,03	0,10	0,05	0,10	0,15

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Fixed Assets	7,92	7,20	7,80	6,40	5,00
Account receivable	6,69	6,99	7,90	8,75	9,70
Inventories	0,11	0,13	0,15	0,15	0,15
Account payable	1,63	1,75	1,90	2,10	2,35
Operating Working Capital	5,18	5,36	6,15	6,80	7,50
Other receivable	1,57	1,73	1,95	2,20	2,45
Other payable	3,35	3,27	3,55	3,90	4,35
Net Working Capital	3,40	3,82	4,55	5,10	5,60
Severance Indemnities & Other Provisions	2,52	2,50	2,55	2,60	2,65
NET INVESTED CAPITAL	8,81	8,52	9,80	8,90	7,95

Share Capital	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
Reserves and Retained Profits	4,97	4,28	3,71	4,96	6,66
Net Profit	(0,55)	(0,57)	1,25	1,70	2,30
Equity	4,62	3,92	5,17	6,87	9,17
Minorities Equity	0,95	1,05	1,10	1,20	1,35
Cash and Cash Equivalents	4,01	1,92	3,61	6,06	8,86
Short-Term Financial Debt	2,01	2,56	2,50	2,90	2,90
ML Term Financial Debt	5,24	2,91	4,65	4,00	3,40
Net Financial Position	3,24	3,56	3,54	0,84	(2,56)
TOTAL SOURCES	8,81	8,52	9,80	8,90	7,95

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EBIT	0,18	2,30	3,00	3,90
Taxes	0,18	0,50	0,70	0,95
NOPAT	(0,01)	1,80	2,30	2,95
D&A	2,30	2,50	2,50	2,50
Change in NWC	(0,42)	(0,73)	(0,55)	(0,50)
Change in receivable	(0,29)	(0,91)	(0,85)	(0,95)
Change in inventories	(0,01)	(0,02)	0,00	0,00
Change in payable	0,13	0,15	0,20	0,25
Change in others	(0,24)	0,06	0,10	0,20
Change in provisions	(0,02)	0,05	0,05	0,05
OPERATING CASH FLOW	1,85	3,63	4,30	5,00
Capex	(1,57)	(3,10)	(1,10)	(1,10)
FREE CASH FLOW	0,28	0,52	3,20	3,90
Financial Management	(0,46)	(0,50)	(0,50)	(0,50)
Change in Financial debt	(1,77)	1,67	(0,25)	(0,60)
Change in equity	(0,14)	(0,00)	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	(2,09)	1,70	2,45	2,80

Source: Websolute Historical Data 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 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).

FY23A Results

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES FY23A

€/mln	Revenues	EBITDA Adj.	EBITDA Adj. %	EBIT	Net Income	NFP
FY23A	19,78	2,57	13,0%	0,18	(0,46)	3,56
FY23E	21,50	4,00	18,6%	1,70	1,00	2,03
Change	-8,0%	-35,6%	-5,6%	-89,7%	n.m.	n/a

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, il Gruppo, commentando i risultati annuali, dichiara: “Grazie alla bontà delle strategie adottate nel 2023 e alla rilevanza della proposta commerciale integrata, unica a livello di mercato per ampiezza e profondità, riteniamo che nel 2024 si possa ambire a un percorso di crescita dei ricavi in un contesto di redditività caratteristica influenzata dagli interventi strutturali già adottati sul fronte dei costi. Sono state perseguite strategie specifiche per alimentare una risposta positiva in termini di ordinato negli ultimi mesi del 2023 con un buon riscontro nella raccolta ordini a partire dal mese di dicembre che è proseguita nei primi due mesi dell’anno in corso. Per questo riteniamo, nonostante la riduzione dei ricavi di vendita consolidati adjusted di natura produttiva del 2,2% nell’esercizio 2023, che trova parziale spiegazione in fattori straordinari e indipendenti dalla gestione societaria, ma più che compensata da una positiva riduzione effettiva dei costi caratteristici consolidati adjusted a livello strutturale pari al 5,6%, di poter ambire a produrre una sana crescita del nostro business grazie all’ottimizzazione dei costi strutturali e alla positività del percorso già delineato nei passati esercizi, effettuando investimenti, anche in ambito M&A nei verticali strategici settoriali ritenuti core business, finalizzati a produrre un rafforzamento ulteriore dei volumi d’affari e della redditività caratteristica che può generarsi dalla strategia attuata a livello di Gruppo che mira ad un maggiore sfruttamento di sinergie commerciali, produttive e organizzative in genere, su cui siamo già impegnati in maniera costante e continuativa da tempo.”

Al termine dell’esercizio FY23A il Gruppo ha realizzato ricavi per € 19,78 mln, in decrescita dell’ 8,2% rispetto i € 21,54 mln dello scorso periodo. Al fine di avere una visione più chiara di questo risultato occorre tenere conto di tre fattori:

- Le commesse produttive a favore di enti pubblici sono passate da € 0,08 mln nel 2022 a € 0,29 mln nel 2023. Queste sono inserite nella voce “altri ricavi”, poiché non prevedono fatturazione ma rendicontazione, rientrano però nell’ambito produttivo;
- I ricavi commercializzati segnano un decremento di € 0,52 mln rispetto lo scorso esercizio. Questi ultimi, in quanto rifatturazioni di costi sostenuti per clienti, non contribuiscono alla marginalità;
- Il deconsolidamento di Ws Webness e W-Mind, operazione che porta una variazione negativa pari a € 0,60 mln.

Alla luce di ciò, il fatturato “produttivo” risulta calato solamente del 2,2%.

Guardando alle singole linee di prodotto, risultano in crescita Digital Marketing (+6,0%), Cloud & System Integration (+9,0%) e Realtà virtuale aumentata e Intelligenza artificiale (+5,0%). Le altre appaiono in calo, ma neutralizzando le componenti sopra citate notiamo come l’unica che abbia realmente subito un rallentamento sia E-Commerce Strategy & Management; per quanto riguarda le aree Academy e Brand UX, UI, Customer Journey, queste ultime registrano rispettivamente un +25,0% e +12,0%.

L’EBITDA, pari a € 2,48 mln, registra un aumento del 18,7% rispetto ai € 2,08 mln del 2022, ma risulta peggiorativo se paragonato con la nostra stima di € 3,90 mln. Allo stesso modo l’EBITDA *margin* passa dal 9,7% dello scorso esercizio al 12,5% nel 2023. I costi caratteristici risultano diminuiti dell’ 8,3% rispetto al periodo precedente, grazie alle attività di normalizzazione e revisione dei costi strutturali, avviata nella seconda parte del 2023. Da evidenziare la presenza di oneri non ricorrenti, relativi per il 2023 a spese collegate alla liquidazione di WS Webness e W-Mind e per il 2022 a costi una tantum per bonus ad amministratori Websolute e Moca (deliberati nel 2022 ma riferiti al periodo gestionale 2020-2021) e all’indennità di esodo una tantum corrisposta ai dipendenti uscenti in ossequio alla politica di normalizzazione del costo del personale e razionalizzazione della struttura organizzativa avviata a partire da giugno 2022. Al lordo di queste componenti, l’EBITDA *Adjusted* di periodo si attesta a € 2,57 mln, in linea col risultato del precedente esercizio pari a € 2,61 mln, a fronte però di un aumento dell’EBITDA *Adjusted margin*, il quale passa dal 12,1% del 2022 al 13,0% del FY23A.

L’EBIT di periodo, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 2,30 mln ammonta a € 0,18 mln, in netta crescita rispetto al risultato di € - 0,21 mln del FY22A. Il Net Income si attesta a € - 0,46 mln, in linea con il dato dell’esercizio precedente, pari a € - 0,52 mln.

La NFP al 31 Dicembre 2023 registra un lieve calo, passando da € 3,24 mln di debito nel FY22A a € 3,56 mln. Nel corso dell’esercizio, Websolute ha realizzato importanti investimenti dal punto di vista strategico, produttivo ed organizzativo, nello specifico:

- **Investimenti strategici**, volti all’identificazione di target in nicchie di mercato ad alto potenziale, al fine di ampliare la *know-how* e gli strumenti interni. Inoltre, nel corso dell’anno la società w.academy ha corrisposto un *earn-out* di € 0,18 mln alla cessionaria Sida Group, per aver raggiunto gli obiettivi contrattualmente previsti in sede d’investimento;
- **Investimenti produttivi e di prodotto**, mirati allo sviluppo e all’implementazione di strumenti innovativi per arricchire il catalogo d’offerta e mantenere la leadership di mercato. Nel corso dell’esercizio sono stati portati avanti investimenti destinati allo sviluppo di nuove piattaforme e all’innovazione di quelle esistenti; sono stati conclusi gli sviluppi legati alla prima fase di progetto Metaverso ed alle tecnologie 4.0;

- **Investimenti organizzativi**, mediante il rafforzamento di potenziali sinergie interne ed esterne del Gruppo, con particolare attenzione alle funzionalità di estrazione delle informazioni gestionali, finanziarie e contabili. Le attività portate avanti nel corso dell'esercizio integrano competenze altamente strategiche che consentiranno ulteriori efficientamenti dei processi nei prossimi periodi.

Da segnalare, in accordo al comunicato del 2 aprile 2024, l'acquisizione del 70% del capitale di "Lunghezza d'onda", società proprietaria di "Showefy@", suite di servizi software d'ultima generazione, specializzata in configurazione prodotti e gestione di servizi nel mondo dell'arredamento. Il Gruppo potrà ampliare la sua offerta nel settore grazie a un'ampia base di clienti fidelizzati e soluzioni tecnologiche innovative, estendendo l'uso di Showefy@ ad altre aree in cui opera per ampliare le opportunità commerciali. D'altra parte, Lunghezza d'Onda beneficerà delle sinergie con Websolute, accelerando il suo sviluppo e sfruttando la scalabilità del suo modello di business che ha mostrato un'elevata redditività nel 2023.

L'operazione prevede l'acquisto del 70,0% del capitale della target per un ammontare di € 3,47 mln, finanziati mediante mutuo chirografario del valore di € 3,00 mln, rimborsabili in 5 anni; il piano di pagamento dell'acquisizione è stato già avviato col versamento di € 2,93 mln in data 2 aprile 2024 e si svilupperà come segue: € 0,31 mln entro il 22 aprile 2024, € 0,11 mln entro il 15 gennaio 2025 e € 0,11 mln entro il 15 gennaio 2026. L'accordo prevede anche un'opzione d'acquisto, in favore di Websolute, relativa al restante 30,0% delle quote, da esercitarsi entro 5 anni dalla data del comunicato, con scadenza di pagamento a 120 giorni dall'esercizio della call. Qualora l'opzione sopra citata non venisse esercitata, decorsi 5 anni di permanenza minima, i soci di minoranza founders potranno far valere un'opzione di vendita per il quantitativo di quote residuo da esercitarsi, pena decadenza, alla data di scadenza dell'opzione call. Inoltre, è inclusa un'opzione Tag along, a favore dei soci di minoranza, nel caso in cui Websolute in futuro cedesse la partecipazione in Lunghezza d'Onda. Se esercitata, l'opzione obbligherebbe l'Emittente a concordare la cessione, alle medesime condizioni economiche, anche delle quote residue detenute dai soci di minoranza.

FY24E – FY26E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY24E-26E

€/mln	FY24E	FY25E	FY26E
Revenues			
New	23,00	25,80	28,90
Old	23,60	26,50	n/a
Change	-2,5%	-2,6%	n/a
EBITDA			
New	4,80	5,50	6,40
Old	4,80	6,10	n/a
Change	0,0%	-9,8%	n/a
EBITDA %			
New	20,9%	21,3%	22,1%
Old	19,1%	21,8%	n/a
Change	1,7%	-0,5%	n/a
EBIT			
New	2,30	3,00	3,90
Old	2,60	3,90	n/a
Change	-11,5%	-23,1%	n/a
Net Income			
New	1,30	1,80	2,45
Old	1,55	2,45	n/a
Change	-16,1%	-26,5%	n/a
NFP			
New	3,54	0,84	(2,56)
Old	(0,07)	(2,87)	n/a
Change	n/a	n/a	n/a

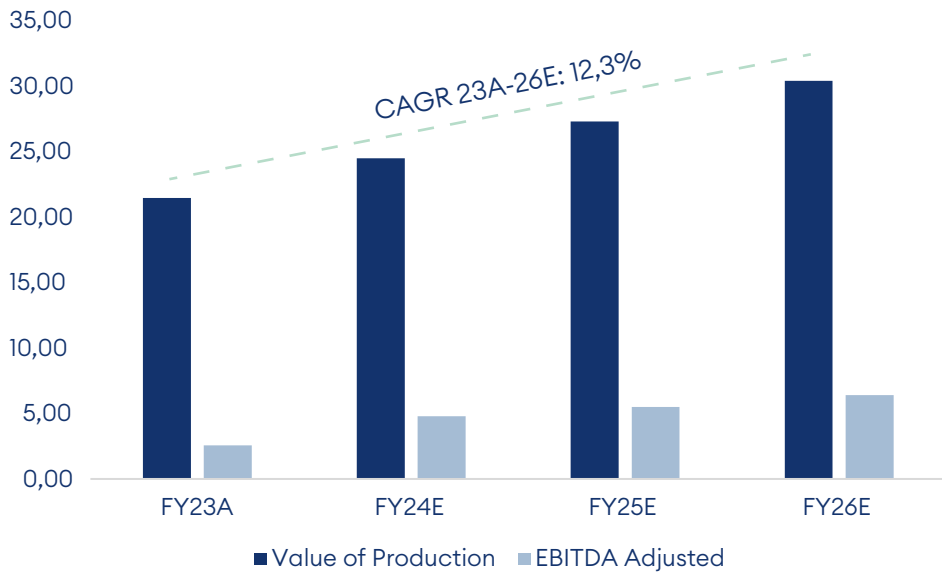
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY23A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore dei ricavi FY24E pari a € 23,00 mln ed un EBITDA pari a € 4,80 mln, corrispondente ad una marginalità del 20,9%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che i ricavi possano aumentare fino a € 28,90 mln (CAGR 23A-26E: 13,5%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 6,40 mln (corrispondente ad una marginalità del 20,8%), in crescita rispetto a € 2,48 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 12,5%).

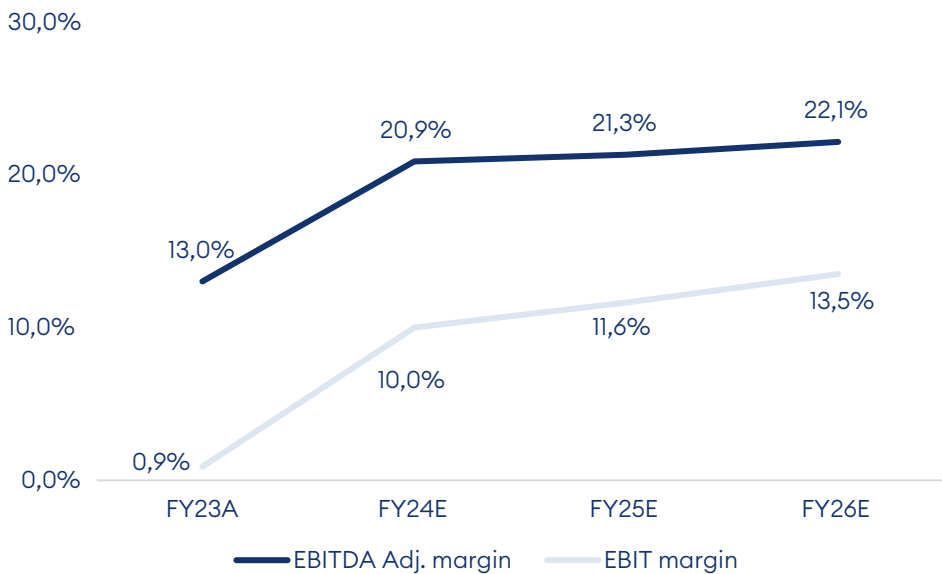
A livello patrimoniale stimiamo per il FY26E una NFP *cash positive* pari a € 2,56 mln.

CHART 1 - VOP AND EBITDA FY23A-26E



Source: Integrae SIM

CHART 2 - MARGIN FY23A-26E



Source: Integrae SIM

CHART 3 – CAPEX FY23A-26E

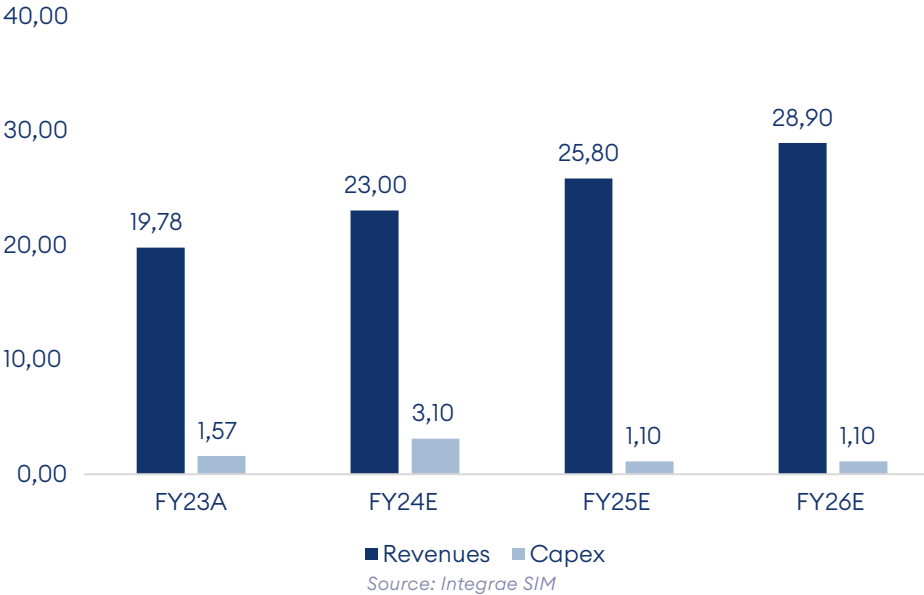
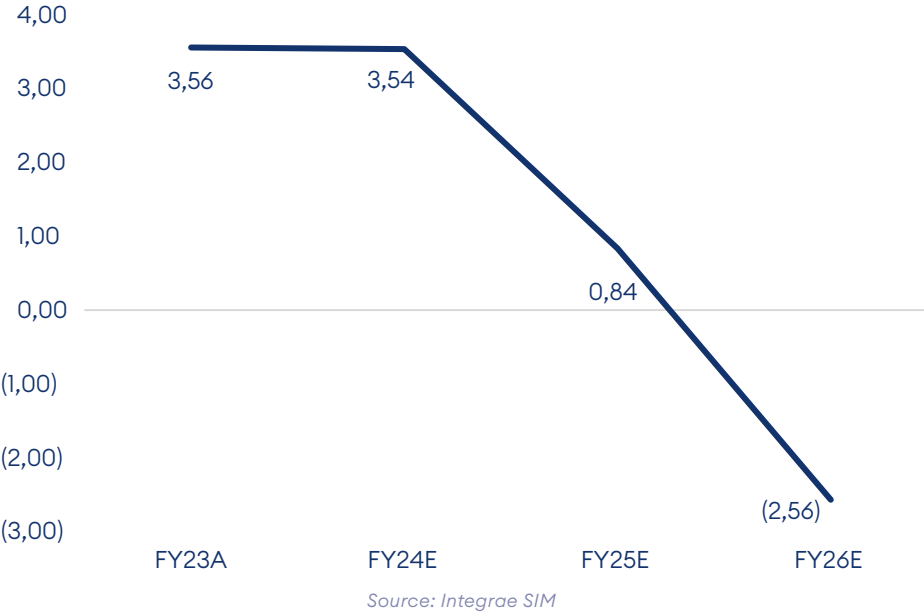


CHART 4 – NFP FY23A-26E



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				6,28%
D/E 150,00%	Risk Free Rate 3,14%	β Adjusted 0,8	α (specific risk) 2,50%	
K_d 3,50%	Market Premium 7,81%	β Relevered 0,7	K_e 11,92%	

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 6,28%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	6,3	13%
TV actualized DCF	42,7	87%
Enterprise Value	49,0	100%
NFP (FY22A)	3,6	
Equity Value	45,5	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 45,5 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		4,8%	5,3%	5,8%	6,3%	6,8%	7,3%	7,8%
	3,0%	122,0	94,6	77,1	65,0	56,0	49,1	43,7
	2,5%	95,9	78,2	65,8	56,8	49,8	44,3	39,8
	2,0%	79,2	66,7	57,5	50,4	44,9	40,3	36,6
	1,5%	67,6	58,3	51,1	45,5	40,9	37,1	33,9
	1,0%	59,0	51,8	46,1	41,4	37,6	34,3	31,6
	0,5%	52,5	46,7	42,0	38,1	34,8	32,0	29,6
	0,0%	47,3	42,5	38,6	35,3	32,4	30,0	27,9

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			EV/EBIT		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
Neosperience SpA	6,4 x	5,1 x	4,3 x	19,8 x	9,9 x	8,4 x
Cyberoo S.p.A.	11,2 x	8,4 x	7,1 x	14,9 x	11,2 x	9,0 x
Reply S.p.A.	12,7 x	11,6 x	10,7 x	15,6 x	14,2 x	12,8 x
Growens S.p.A.	64,0 x	57,1 x	44,5 x	n.m.	n.m.	48,3 x
Tinexta SpA	7,4 x	6,5 x	5,8 x	9,9 x	8,2 x	7,2 x
Peer median	11,2 x	8,4 x	7,1 x	15,3 x	10,5 x	9,0 x

Source: *Infinancials*

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY24E	FY25E	FY26E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	53,70	46,15	45,22
EV/EBIT	35,08	31,63	34,91
Equity Value			
EV/EBITDA	50,17	45,32	47,79
EV/EBIT	31,54	30,80	37,47
Average	40,86	38,06	42,63

Source: *Integrae SIM*

L'*equity value* di Websolute, utilizzando i market multiple EV/EBITDA e EV/EBIT, risulta essere pari a circa € 40,5 mln.

Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	43,0
Equity Value DCF (€/mln)	45,5
Equity Value multiples (€/mln)	40,5
Target Price (€)	4,20

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 43,0 mln. **Il target price è quindi di € 4,20 (prev. € 4,70). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	18,8 x	9,7 x	8,5 x	7,3 x
EV/EBIT	n.m.	20,2 x	15,5 x	11,9 x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	5,6x	3,0x	2,6x	2,3x
EV/EBIT	82,7x	6,3x	4,8x	3,7x

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
02/10/2023	1,82	Buy	4,70	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.