

UPDATE

EQUITY RESEARCH

ISIM
INTEGRÆ

Websolute

Euronext Growth Milan | Digital | Italy

Produzione 23/09/2024, h. 18:30

Pubblicazione 24/09/2024, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 4,20

unchanged



Risk

Medium

Upside potential

175,5%

Key Financials (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Revenues	19,78	22,40	25,10	28,10
EBITDA Adj.	2,57	4,00	5,40	7,00
EBIT	0,18	1,75	3,10	4,70
Net Profit	(0,46)	1,10	2,10	3,25
NFP	3,56	4,29	1,54	(2,31)
EBITDA Adj. margin	13,0%	17,9%	21,5%	24,9%
EBIT margin	0,9%	7,8%	12,4%	16,7%
Net Profit margin	n.m.	4,9%	8,4%	11,6%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 1,53
Target price	€ 4,20
Upside/(Downside) potential	175,5%
Ticker	WBS IM
Market Cap (€/mln)	€ 15,60
EV (€/mln)	€ 19,15
Free Float	22,35%
Share Outstanding	10.226.825
52-week high	€ 1,94
52-week low	€ 0,90
Average daily volumes (3 months)	22.692

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it

Alessandro Colombo | alessandro.colombo@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	29,2%	39,3%	31,5%	-22,2%
to FTSE Italia Growth	29,1%	40,9%	33,4%	-15,3%
to Euronext STAR Milan	29,5%	44,6%	33,9%	-27,4%
to FTSE All-Share	27,3%	39,3%	33,0%	-37,4%
to EUROSTOXX	28,7%	40,5%	33,8%	-36,5%
to MSCI World Index	27,7%	36,1%	24,8%	-46,2%

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	7,4x	4,8x	3,5x	2,7x
EV/EBIT	109,2x	10,9x	6,2x	4,1x
P/E	n/a	14,2x	7,4x	4,8x

1H24A Results

Al termine del primo semestre 2024 il Gruppo ha registrato ricavi pari a € 11,09 mln, in crescita del 7,5% rispetto all'1H23A, in cui ammontavano a € 10,32 mln. L'EBITDA risulta pari a € 2,02 mln, in netta crescita (+46,3%) rispetto all'1H23A, in cui era pari a € 1,38 mln. Allo stesso modo, l'EBITDA margin passa dal 13,4% del 1H23A al 18,3% del semestre in esame. L'EBIT al 30 giugno 2024 è positivo e pari a € 0,91 mln, mostrando un netto incremento rispetto al risultato dell'1H23A di € 0,21 mln. Altrettanto in crescita anche il valore del Net Income per l'1H24A, pari a € 0,41 mln, a fronte di un risultato negativo per l'1H23A pari a € -0,10 mln. La NFP per il periodo in analisi ammonta a € 4,51 mln, rispetto ai € 3,56 mln del FY23A.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H24A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore dei ricavi di vendita FY24E pari a € 22,40 mln ed un EBITDA, pari a € 4,00 mln, corrispondente ad una marginalità del 17,9%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore dei ricavi possa aumentare fino a € 28,10 mln (CAGR 23A-26E: 12,4%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 7,00 mln (corrispondente ad una marginalità del 24,9%). A livello patrimoniale stimiamo per il FY26E una NFP *cash positive* pari a € 2,31 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 € 50,8 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 € 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	22,40	25,10	28,10
Other Revenues	1,25	1,69	1,40	1,40	1,40
Value of Production	22,79	21,47	23,80	26,50	29,50
COGS	1,00	0,88	0,80	0,90	1,00
Services	8,56	7,60	8,70	9,40	10,20
Use of Asset owned by Others	0,36	0,37	0,40	0,40	0,40
Employees	10,54	9,72	9,70	10,20	10,70
Other Operating Expenses	0,25	0,43	0,20	0,20	0,20
EBITDA	2,08	2,48	4,00	5,40	7,00
<i>EBITDA Margin</i>	<i>9,7%</i>	<i>12,5%</i>	<i>17,9%</i>	<i>21,5%</i>	<i>24,9%</i>
Non recurrent items	0,52	0,10	0,00	0,00	0,00
EBITDA Adjusted	2,61	2,57	4,00	5,40	7,00
<i>EBITDA Adj. Margin</i>	<i>12,1%</i>	<i>13,0%</i>	<i>17,9%</i>	<i>21,5%</i>	<i>24,9%</i>
D&A	2,29	2,30	2,25	2,30	2,30
EBIT	(0,21)	0,18	1,75	3,10	4,70
<i>EBIT Margin</i>	<i>-1,0%</i>	<i>0,9%</i>	<i>7,8%</i>	<i>12,4%</i>	<i>16,7%</i>
Financial Management	(0,10)	(0,46)	(0,25)	(0,25)	(0,25)
EBT	(0,31)	(0,28)	1,50	2,85	4,45
Taxes	0,21	0,18	0,40	0,75	1,20
Net Income	(0,52)	(0,46)	1,10	2,10	3,25
Minorities Income	0,03	0,10	0,15	0,20	0,25

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Fixed Asset	7,92	7,20	10,00	8,80	7,60
Accounts receivable	6,69	6,99	6,80	7,50	8,30
Inventories	0,11	0,13	0,15	0,15	0,15
Accounts payable	1,63	1,75	2,00	2,20	2,40
Operating Working Capital	5,18	5,36	4,95	5,45	6,05
Other Receivables	1,57	1,73	1,95	2,20	2,45
Other Payables	3,35	3,27	4,00	4,15	4,35
Net Working Capital	3,40	3,82	2,90	3,50	4,15
Severance Indemnities & Provision	2,52	2,50	2,55	2,60	2,65
NET INVESTED CAPITAL	8,81	8,52	10,35	9,70	9,10

Share Capital	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
Reserves and Retained Profits	4,97	4,28	3,71	4,66	6,56
Net Profit	(0,55)	(0,57)	0,95	1,90	3,00
Equity	4,62	3,92	4,87	6,77	9,77
Minorities Equity	0,95	1,05	1,20	1,40	1,65
Cash and Cash Equivalents	4,01	1,92	3,31	4,36	6,31
Short term financial debt	2,01	2,56	2,60	2,40	2,20
M/L term financial debt	5,24	2,91	5,00	3,50	1,80
Net Financial Position	3,24	3,56	4,29	1,54	(2,31)
TOTAL SOURCES	8,81	8,52	10,35	9,70	9,10

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EBIT	0,18	1,75	3,10	4,70
Taxes	0,18	0,40	0,75	1,20
NOPAT	(0,01)	1,35	2,35	3,50
D&A	2,30	2,25	2,30	2,30
Change in NWC	(0,42)	0,92	(0,60)	(0,65)
Change in receivable	(0,29)	0,19	(0,70)	(0,80)
Change in inventories	(0,01)	(0,02)	0,00	0,00
Change in payable	0,13	0,25	0,20	0,20
Change in others	(0,24)	0,51	(0,10)	(0,05)
Change in provisions	(0,02)	0,05	0,05	0,05
OPERATING CASH FLOW	1,85	4,58	4,10	5,20
Capex	(1,57)	(5,05)	(1,10)	(1,10)
FREE CASH FLOW	0,28	(0,48)	3,00	4,10
Financial Management	(0,46)	(0,25)	(0,25)	(0,25)
Change in Financial debt	(1,77)	2,12	(1,70)	(1,90)
Change in Equity	(0,14)	(0,00)	0,00	(0,00)
FREE CASH FLOW TO EQUITY	(2,09)	1,40	1,05	1,95

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 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).

1H24A Results

TABLE 2 – 1H24A VS 1H23A

€/mln	Revenues	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H24A	11,09	2,02	18,3%	0,91	0,41	4,51
1H23A	10,32	1,38	13,4%	0,21	(0,10)	3,56*
Change	7,5%	46,3%	4,8%	322,4%	n/a	n/a

*NFP al 31/12/2023
Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, commentando i risultati semestrali, Lamberto Mattioli, Presidente e Amministratore Delegato di Websolute, dichiara: *“Siamo estremamente soddisfatti dei risultati registrati nel primo semestre, che registra ricavi in crescita e un significativo miglioramento dei margini, in particolare con un incremento record dell’EBITDA che si attesta a 2,0 mln euro con un margine del 17,2%. Di rilievo la crescita della gamma servizi AI e degli Investimenti nella business unit specializzata in “Generative AI”, ambito nel quale vantiamo un importante vantaggio competitivo e che ci posiziona tra le 20 società quotate su EGM in cui, secondo l’Osservatorio ECM AI di IRTOP Consulting, l’intelligenza artificiale svolge un ruolo fondamentale nella value proposition. Grazie alla bontà delle strategie adottate e alla rilevanza della proposta commerciale integrata, unica a livello di mercato per ampiezza e profondità, riteniamo che nel 2024 si possa ambire a una crescita dei ricavi in un contesto di redditività caratteristica influenzata positivamente dagli interventi strutturali già adottati sul fronte dei costi. Abbiamo inoltre adottato strategie specifiche per alimentare una risposta positiva in termini di ordinato con un positivo riscontro nella raccolta ordini nei primi sei mesi del corrente esercizio a livello di Gruppo e che sono in corso le attività per l’implementazione di azioni commerciali congiunte con Lunghezza D’Onda Srl, finalizzate a massimizzare le sinergie a livello settoriale nell’ambito dell’Home & Design, azioni la cui aspettativa di ritorno integrativo di ricavi e redditività potranno determinarsi da fine anno e inizi del prossimo esercizio.”*

Al termine del primo semestre 2024 il Gruppo ha registrato ricavi pari a € 11,09 mln, in crescita del 7,5% rispetto all’1H23A, in cui ammontavano a € 10,32 mln. Tuttavia, per una corretta interpretazione del dato, è necessario applicare alcune rettifiche. In primo luogo, il deconsolidamento dei ricavi di Ws Webness e W-Mind ha generato una rettifica positiva di € 0,20 mln. Contestualmente, l’inclusione di Lunghezza D’Onda Srl nel perimetro di consolidamento ha comportato una rettifica negativa pari a € 0,29 mln, utile a garantire l’omogeneità del confronto tra i periodi. Inoltre, l’impatto dei ricavi commercializzati, ossia ricavi derivanti dal riaddebito di costi sostenuti per conto di clienti senza effetto sulla marginalità, ha determinato una rettifica negativa di € 0,33 mln. L’aggregato complessivo delle rettifiche risulta negativo per € 0,42 mln. Una volta normalizzati i dati per tener conto delle variazioni nel perimetro di consolidamento, si osserva che i ricavi di natura produttiva, ossia quelli effettivamente legati alla generazione di margini operativi, mostrano un incremento del 3,5%.

Analizzando l'incremento specifico delle singole linee di prodotto all'evoluzione dei ricavi, si nota che la linea *Digital Marketing* migliora del 18,0%; la linea *Realtà virtuale aumentata ed Intelligenza artificiale* del 27,0%; *Piattaforme Digitali, licenze software, mobile App e Cloud & System Integration* cresce del 6,5%; infine, *Brand UX, UI, Customer Journey, Consulenza Digital Strategy, New Media* registra una crescita del 77,0%. Si evidenzia, dunque, un Valore della Produzione per il primo semestre del 2024 pari a € 11,77 mln, in aumento del 5,4% rispetto al dato equivalente per l'1H23A (€ 11,16 mln).

L'EBITDA risulta pari a € 2,02 mln, in netta crescita (+46,3%) rispetto all'1H23A, in cui era pari a € 1,38 mln. Allo stesso modo, l'EBITDA *margin* passa dal 13,4% del 1H23A al 18,3% del semestre in esame. Questo risultato è frutto della scelta pianificata di razionalizzazioni e potenziamento dell'efficienza adottato dal Gruppo. In particolare, si registra un calo del consumo di materie prime, sussidiarie e variazione rimanenze, pari al 18,8% rispetto all'1H23A, principalmente ascrivibile alla diminuzione dei costi corrispondenti alla fatturazione dei ricavi di vendita commercializzati per merce su shop, unitamente alla diminuzione dei costi del personale pari al 7,5%. Diversamente, i costi per servizi totalizzano un incremento del 12,8%, attribuibile esclusivamente ai costi budget media, che risultano però totalmente compensati da pari ricavi per riaddebito a clienti.

L'EBIT al 30 giugno 2024, computato al netto di ammortamenti e svalutazioni per € 1,12 mln, è positivo e pari a € 0,91 mln, mostrando un netto incremento rispetto al risultato dell'1H23A di € 0,21 mln. Altrettanto in crescita anche il valore del Net Income per l'1H24A, pari a € 0,41 mln, a fronte di un risultato negativo per l'1H23A pari a € -0,10 mln.

La NFP per il periodo in analisi ammonta a € 4,51 mln, rispetto ai € 3,56 mln del FY23A. Emerge un significativo miglioramento della capacità di produrre flussi finanziari, una buona elasticità di cassa con buoni livelli di disponibilità liquide e una migliore capacità del Gruppo in termini di autonomia e indipendenza grazie alle buone e migliorate performance reddituali, come evidenziato dall'indebitamento finanziario netto complessivo.

Si segnala, inoltre, che nel semestre considerato il Gruppo ha sostenuto investimenti di varia natura. Per quanto riguarda gli investimenti strategici, nel mese di aprile è stata completata l'acquisizione del 70,0% di Lunghezza d'Onda Srl per un importo di € 3,50 mln. La società acquisita è proprietaria di Showefy, una suite software di servizi in modalità SAAS specializzata nella configurazione 3D di prodotti per il settore arredamento. L'integrazione di Showefy nel perimetro ha permesso a Websolute non solo di continuare la propria strategia di diversificazione dei servizi offerti, ma anche di ampliare la propria *client base*, sfruttando dinamiche di *cross-selling* e *up-selling*. Showefy, infatti, è adottata da numerosi leader di mercato con ambizioni internazionali. In particolare, la piattaforma consente alle imprese del comparto arredamento una gestione efficiente e personalizzata dei propri processi interni ed esterni, sia in ottica B2B che B2C. Il Gruppo, dunque, potrà sfruttare il portafoglio clienti di Lunghezza d'Onda, che include aziende di fascia alta nel settore arredamento, per avviare sinergie mirate a potenziare l'offerta integrata di servizi tecnologici e digitali delle società del Gruppo, favorendo una crescita reciproca e una più profonda penetrazione del mercato.

L'acquisizione rappresenta un'operazione strategica di grande rilievo per Websolute, che rafforza così la sua posizione di leadership nel settore Home & Design, già presidiato con successo.

Inoltre, il Gruppo ha continuato ad investire nell'innovazione dei prodotti e servizi offerti, sviluppando nuovi strumenti tecnologici per arricchire il proprio catalogo. Per consolidare la sua posizione di leader di mercato, il Gruppo si è impegnato ad anticipare le tendenze e le esigenze dei clienti, sfruttando le opportunità offerte dall'evoluzione tecnologica, con particolare interesse per l'intelligenza artificiale generativa. A tal proposito, è stata istituita una *business unit* specializzata, supportata da investimenti in competenze avanzate, strumenti dedicati e un'infrastruttura tecnologica proprietaria nell'ambito dell'AI, destinata a diventare sempre più centrale nelle piattaforme aziendali. Nel dettaglio, il processo di innovazione ha coinvolto sia lo sviluppo di nuove piattaforme, sia la riprogettazione di quelle già esistenti, come gli applicativi Bom (Back Office Manager) e Project, attualmente in fase di completa reingegnerizzazione. Al contempo, sono state introdotte nuove soluzioni per l'*hosting*, la gestione del *Brand Content* e l'analisi dei processi aziendali. Grazie alla tecnologia avanzata impiegata, il Gruppo è in grado di progettare applicativi capaci di integrare diverse competenze in una piattaforma unificata, con l'obiettivo di massimizzare l'efficienza degli investimenti commerciali, in particolare quelli dedicati alle attività di *pre-sale*.

Infine, Websolute ha realizzato anche investimenti di natura organizzativa per creare nuove funzionalità, migliorando le proprie sinergie interne ed esterne. Queste includono strumenti per la pianificazione, gestione e controllo delle risorse, con un focus sull'estrazione delle informazioni finanziarie e contabili, anche senza l'uso del sistema Microsoft Business Central. È stato implementato un database con dashboard dinamiche e KPI, contribuendo a un recupero di efficienza e a un aumento della redditività, permettendo una più rapida individuazione delle inefficienze organizzative.

FY24E – FY26E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY24E-26E

€/mln	FY24E	FY25E	FY26E
Revenues			
New	22,40	25,10	28,10
Old	23,00	25,80	28,90
Change	-2,6%	-2,7%	-2,8%
EBITDA			
New	4,00	5,40	7,00
Old	4,80	5,50	6,40
Change	-16,7%	-1,8%	9,4%
EBITDA %			
New	17,9%	21,5%	24,9%
Old	20,9%	21,3%	22,1%
Change	-3,0%	0,2%	2,8%
EBIT			
New	1,75	3,10	4,70
Old	2,30	3,00	3,90
Change	-23,9%	3,3%	20,5%
Net Income			
New	1,10	2,10	3,25
Old	1,30	1,80	2,45
Change	-15,4%	16,7%	32,7%
NFP			
New	4,29	1,54	(2,31)
Old	3,54	0,84	(2,56)
Change	n/a	n/a	n/a

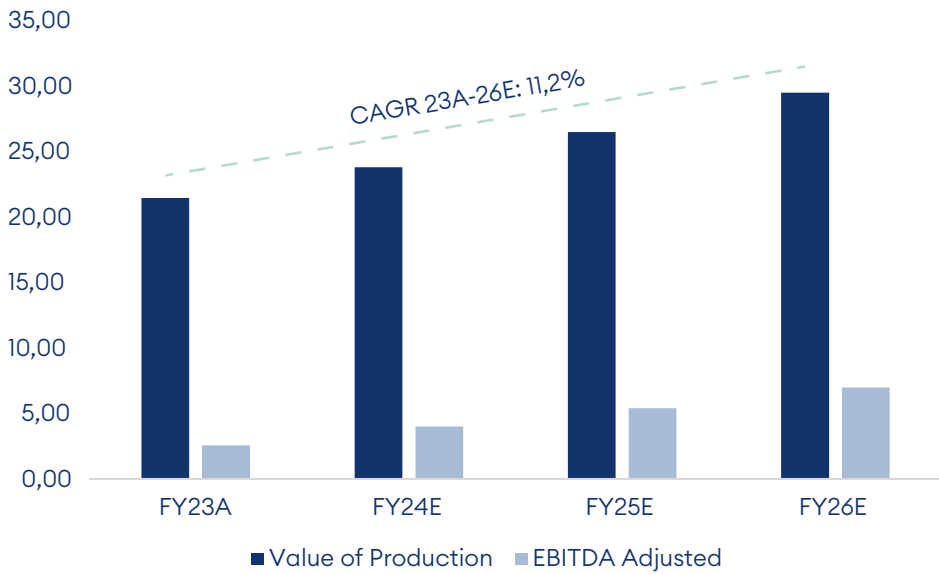
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H24A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore dei ricavi di vendita FY24E pari a € 22,40 mln ed un EBITDA, pari a € 4,00 mln, corrispondente ad una marginalità del 17,9%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore dei ricavi possa aumentare fino a € 28,10 mln (CAGR 23A-26E: 12,4%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 7,00 mln (corrispondente ad una marginalità del 24,9%).

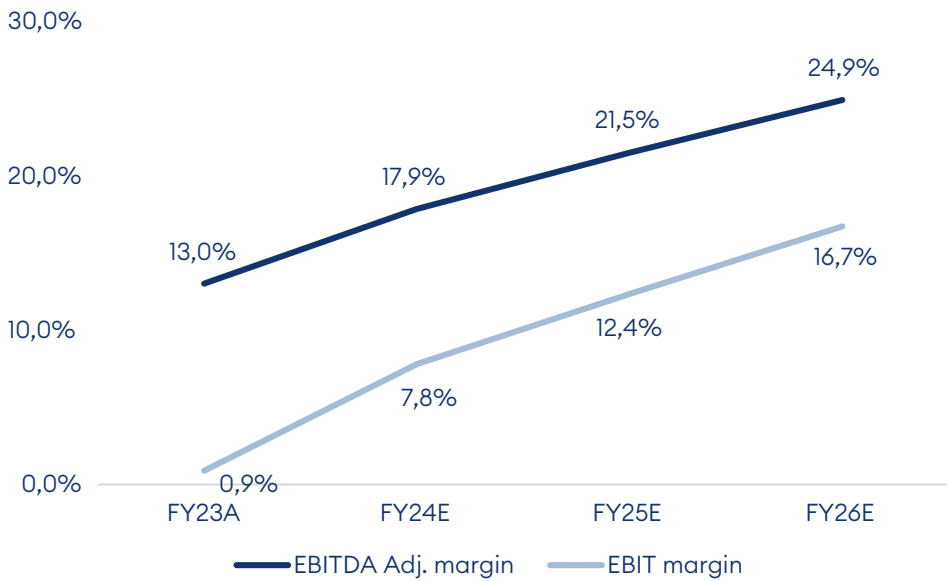
A livello patrimoniale stimiamo per il FY26E una NFP *cash positive* pari a € 2,31 mln.

CHART 1 - VOP AND EBITDA FY23A-26E



Source: Integrae SIM

CHART 2 - MARGIN FY23A-26E



Source: Integrae SIM

CHART 3 – CAPEX FY23A-26E

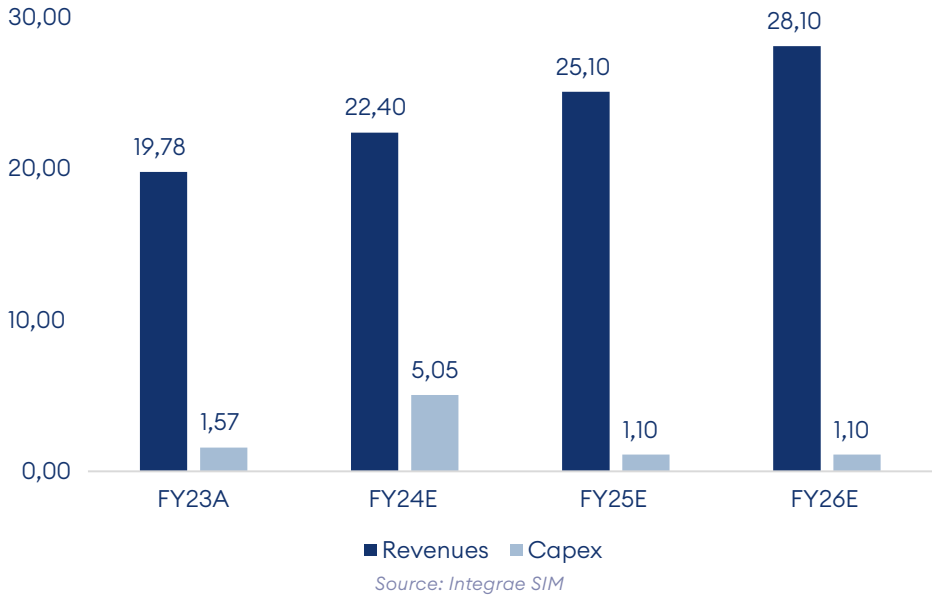
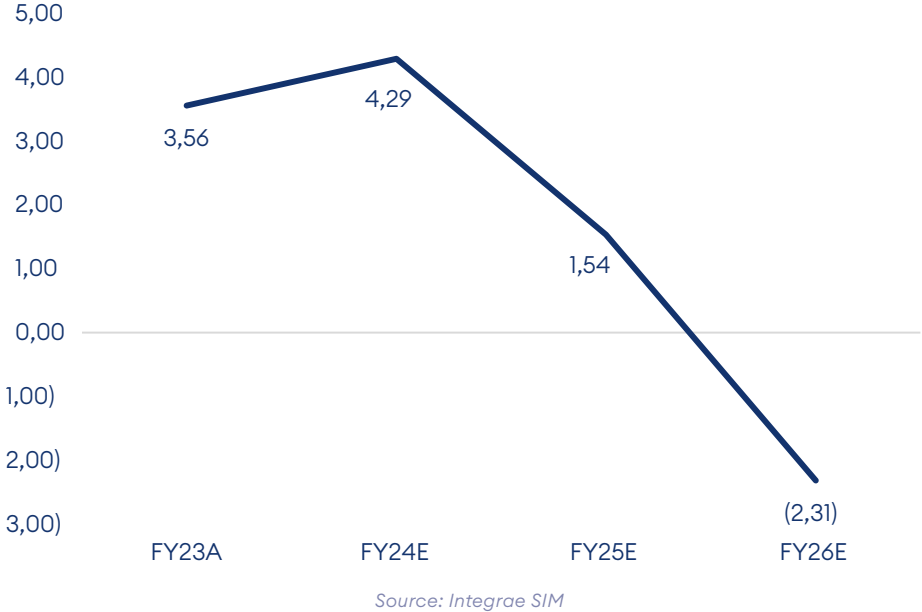


CHART 4 – NFP FY23A-26E



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				7,48%
D/E 66,67%	Risk Free Rate 2,94%	β Adjusted 0,8	α (specific risk) 2,50%	
K_d 3,50%	Market Premium 6,80%	β Relevered 0,7	K_e 10,79%	

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 7,48%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	5,5	10%
TV actualized DCF	48,8	90%
Enterprise Value	54,3	100%
NFP (FY22A)	3,6	
Equity Value	50,8	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 50,8 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		6,0%	6,5%	7,0%	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%
	3,0%	103,2	87,7	76,1	67,1	59,9	54,0	49,1
	2,5%	88,7	77,0	67,8	60,6	54,6	49,7	45,5
	2,0%	77,8	68,6	61,2	55,2	50,2	46,0	42,3
	1,5%	69,4	61,9	55,8	50,8	46,5	42,8	39,6
	1,0%	62,6	56,4	51,3	47,0	43,3	40,1	37,2
	0,5%	57,1	51,9	47,5	43,8	40,5	37,7	35,2
	0,0%	52,5	48,1	44,3	41,0	38,1	35,6	33,3

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	5,8 x	4,5 x	3,6 x	46,8 x	12,8 x	6,9 x
Cyberoo SpA	10,1 x	7,8 x	6,4 x	14,0 x	10,3 x	8,2 x
Reply SpA	13,1 x	12,0 x	11,0 x	16,0 x	14,5 x	13,1 x
Growens SpA	n.m.	33,2 x	18,6 x	n/a	n/a	n.m.
Tinexta SpA	6,7 x	5,7 x	5,0 x	9,9 x	7,8 x	6,7 x
Peer median	8,4 x	7,8 x	6,4 x	15,0 x	11,5 x	7,6 x

Source: *Infanciales*

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY24E	FY25E	FY26E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	33,57	42,12	44,80
EV/EBIT	26,25	35,79	35,53
Equity Value			
EV/EBITDA	29,29	40,58	47,11
EV/EBIT	21,97	34,25	37,85
Average	25,63	37,42	42,48

Source: *Integrae SIM*

L'*equity value* di Websolute, utilizzando i market multiple EV/EBITDA e EV/EBIT, risulta essere pari a circa € 35,2 mln.

Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	43,0
Equity Value DCF (€/mln)	50,8
Equity Value multiples (€/mln)	35,2
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. € 4,20). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	18,8 x	11,6 x	8,6 x	6,6 x
EV/EBIT	265,2 x	26,6 x	15,0 x	9,9 x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	7,4x	4,8x	3,5x	2,7x
EV/EBIT	109,2x	10,9x	6,2x	4,1x

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 Riviello, Alessandro Colombo, Edoardo Luigi Pezzella, Alessandro Elia Stringa and Alessia di Florio 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
16/04/2024	1,07	Buy	4,20	Medium	Update
30/05/2024	1,04	Buy	4,20	Medium	Breaking News
13/06/2024	1,15	Buy	4,20	Medium	Breaking News

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 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, Integræ 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, Integræ 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) Integræ 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 Integræ 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, Integræ SIM played the role of global coordinator;
- It plays, or has played in the last 12 months, the role of broker in charge of the share buyback activity of Websolute SpA;