

Softec	Italy	FTSE AIM Italia	Digital
Rating: BUY	Target Price: € 2,20	Initiation of Coverage	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-6,15%	-1,18%	-13,40%	47,37%
to FTSE AIM Italia	-10,52%	-17,43%	-39,80%	11,72%
to FTSE STAR Italia	-11,13%	-10,75%	-37,66%	-28,77%
to FTSE All-Share	-11,31%	-10,22%	-39,87%	-7,25%
to EUROSTOXX	-9,88%	-9,31%	-33,74%	-6,60%
to MSCI World Index	-6,88%	-7,14%	-35,27%	-28,00%

Stock Data	
Price	€ 1,68
Target price	€ 2,20
Upside/(Downside) potential	31,0%
Bloomberg Code	YSFT IM Equity
Market Cap (€m)	€ 4,20
EV (€m)	€ 6,37
Free Float	10,01%
Share Outstanding	2.497.960
52-week high	€ 3,32
52-week low	€ 1,14
Average daily volumes (3m)	2.300

Key Financials (€m)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
Revenues	6,7	5,5	7,0	8,2
VoP	6,7	5,5	7,0	8,2
EBITDA	0,3	-0,3	0,4	0,7
EBIT	-0,7	-1,1	-0,2	0,1
Net Profit	-1,0	-1,1	-0,3	0,0
EBITDA margin	4,8%	-4,8%	5,0%	7,9%
EBIT margin	-10,6%	-19,4%	-2,1%	1,8%
Net Profit margin	-15,6%	-20,6%	-3,6%	0,4%

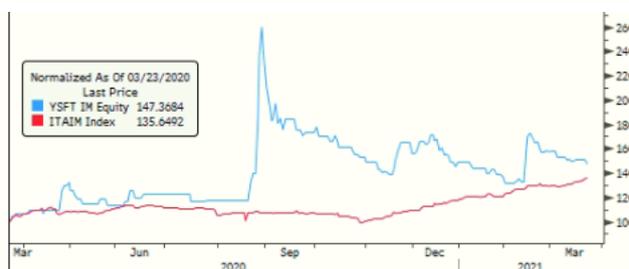
Main Ratios	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	19,8	N/A	18,2	9,8
EV/EBIT (x)	N/A	N/A	N/A	43,4
P/E (x)	N/A	N/A	N/A	131,1

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



Company Overview

Softec SpA, Società quotata sul segmento AIM di Borsa Italiana con sedi a Milano e a Prato, opera nel settore dei servizi di digital innovation con un focus sul Phygital Retail, Industry 4.0 e data driven Customer Experience. Con oltre 20 anni di storia, Softec fornisce i suoi servizi "chiavi in mano" e in modalità SaaS attraverso Orchestra piattaforma di customer data altamente scalabile basata su cloud. Nel corso del 2020 la Società ha intrapreso cambiamenti rilevanti in ambito top e middle management, inserito nuove risorse commerciali, riorganizzato l'area tecnica e si è avviata alla riorganizzazione delle linee di business, con l'obiettivo di rafforzare i prodotti proprietari, con focus su: Internet of Things, Blockchain e Artificial Intelligence.

Market

Secondo le stime di Mordor Intelligence il mercato globale della digital transformation ha generato, nel 2020, un valore di circa \$999 mld, e si prevede che raggiungerà un valore di \$2.745 mld nel 2026 (CAGR 21 – 26: 18,5%), mentre il valore del mercato della robotica nel 2020, è stato di \$23,67 mld e si prevede che raggiungerà nel 2026 un valore di \$74 mld (CAGR: 21 – 26: 20,4%).

Nel 2019 i ricavi complessivi del mercato IoT sono cresciuti del 6,19% rispetto all'anno precedente raggiungendo un valore di \$686 mld.

Si prevede che il valore del mercato mondiale del cloud computing passerà da un valore di \$371,4 mld, nel 2020, ad un valore di \$832,1 mld nel 2025 (CAGR 20 – 25: 17,5%).

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Softec 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 €6,5 mln. L'equity value di Softec utilizzando i market multiples risulta essere pari €4,5 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 5,5 mln. Il target price è di € 2,20 rating BUY e rischio MEDIUM.

Sommario

1.	Company Overview	3
1.1	L'attività	3
1.2	Storia Societaria	4
1.3	Azionisti e Struttura	5
1.4	Key People.....	6
2.	Il Business Model	7
2.1	Portafoglio Prodotti e Servizi	7
2.2	Clienti e Fornitori	11
3.	Il mercato	13
3.1	Digital Transformation	13
3.2	Robotics	14
3.3	Internet of Things.....	14
3.4	Big Data & Business Analytics	17
3.5	Machine Learnings & Artificial Intelligence	18
3.6	Cloud	20
4.	Posizionamento Competitivo	21
4.1	Swot	22
5.	Economics & Financials	23
5.1	FY20A Results	24
5.2	FY21E – FY23E Estimates	25
6.	Valuation	28
6.1	DCF Method	28
6.2	Market Multiples	30
7.	Equity Value	33

1. Company Overview

1.1 L'attività

Softec SpA («Softec»), Società quotata sul segmento AIM di Borsa Italiana con sedi a Milano e a Prato, opera nel settore dei servizi di *digital innovation* con un focus sul *phygital retail*, *industry 4.0* e *data driven customer experience*. Con oltre 20 anni di storia, Softec fornisce ai clienti i suoi servizi “chiavi in mano” e in modalità SaaS attraverso Orchestra piattaforma di *customer data* altamente scalabile basata su *cloud*.

La piattaforma Orchestra consente a Softec di offrire ai propri clienti un'esperienza *omnichannel* che integra in modo nativo l'intelligenza artificiale, l'IoT e l'orchestrazione dei processi robotici. Dal 2016, Softec è membro di Pepper Partner Europe.

Softec detiene, oltre alla piattaforma proprietaria, un portafoglio clienti al quale partecipano oltre cinquanta controparti appartenenti a diverse aree merceologiche e opera grazie all'*expertise* di circa sessanta professionisti e all'offerta derivante da oltre venti partner specializzati di elevato *standing*.

Nel corso del 2020 la Società ha intrapreso cambiamenti rilevanti in ambito *top* e *middle management*, inserito nuove risorse commerciali, riorganizzato e focalizzato l'area tecnica e si è avviata alla riorganizzazione delle linee di business, con l'obiettivo di rafforzare i prodotti proprietari, con forte focus verso: Internet of Things, Blockchain e Artificial Intelligence. Obiettivi del *management*, infatti, sono: ottimizzazione ed efficientamento dei processi di sviluppo commerciale e tecnico e nuovo posizionamento competitivo come partner tecnologico qualificato al supporto di *retailer* ed aziende manifatturiere nel percorso di evoluzione digitale del proprio processo di business in ottica di *industry 4.0* e *retail 4.0*.

La Società controlla il 49% di TradeTracker Italia Srl parte di TradeTracker International: leader del *performance marketing* in molti stati Europei, è un network di affiliazione a performance che utilizza una tecnologia innovativa, semplice e trasparente, attraverso la quale è possibile monitorare con precisione l'andamento delle proprie campagne web, ottimizzandone il ROI. Questo per Softec rappresenta un plus notevole sia nel processo di valorizzazione dei propri media sia nel supporto ai clienti.

Chart 1 – Softec Projects

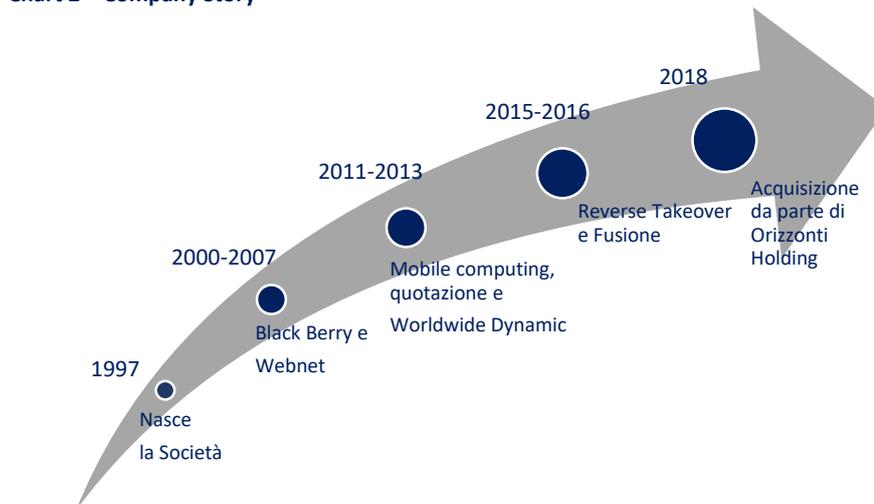


Source: Softec



1.2 Storia Societaria

Chart 2 – Company Story



Source: Softec

- Nel 1997, viene fondata la Società sotto forma di società a responsabilità limitata. Il passaggio a Società per Azioni avverrà solo nel 2000.
- Nel 2000 e fino al 2005, la Società concentra i propri sforzi sulla diffusione in Italia degli apparecchi Black Berry e nel 2007 sottoscrive un accordo con un primario operatore della telefonia per l'installazione e la gestione della tecnologia Black Berry. In seguito, nel 2008, si conclude la fusione con la società Webnet Srl: primo passaggio di un processo espansivo caratterizzato dall'acquisizione di rami d'azienda e partecipazioni in aziende sinergiche.
- La Società si focalizza, negli anni successivi nel *mobile computing* e, nel 2011, sigla una importante partnership con un secondo operatore internazionale di telefonia. Al fine di accelerare il proprio processo di crescita, nel 2012, viene concluso il processo di quotazione sul Mercato Alternativo del Capitale, nel corso dello stesso anno, la Società passa al sistema multilaterale di negoziazione AIM Italia. Nel 2013, Softec acquista una partecipazione significativa in Worlwide Dynamic Company International LTD.
- Nel 2015 avviene l'operazione di *reverse takeover* con conferimento delle Società FullPlan e FullDigi da parte di FullSix SpA che per effetto dell'operazione passa al 70% del capitale sociale di Softec. FullDigi opera nel settore della comunicazione digitale, occupandosi principalmente delle seguenti attività: *digital strategy, creativity, web design & user experience, customer relationship marketing, software development e mobile sites & app*. FullPlan opera nel settore della comunicazione digitale, occupandosi principalmente delle seguenti attività: *SEO (Search Engine Optimization), SEA (Search Engine Advertising), Social Media Marketing, Performance Media Marketing e Web Analytics*. Nel 2016 avviene la fusione con FullPlan e FullDigi. Nel 2017 viene deliberato un aumento di capitale che porta l'ingresso di nuovi soci finanziari.
- Nel 2018 avviene l'acquisizione da parte di Orizzonti Holding. OH SpA realizza l'OPAS su FullSix e a cascata su Softec (prezzo OPAS € 3 per azione), acquisendo una partecipazione diretta in Softec del 39,56% e il controllo indiretto della società, avendo acquisito l'85,48% di FullSix (76,37% OH SpA e 9,11% la consociata Centro Studi Srl). Nel 2020, OH conferisce a FullSix la propria partecipazione in Softec.

1.3 Azionisti e Struttura

Chart 3 – Shareholders

Azionisti	Quota
Fullsix Spa	89,99%
Mercato	10,01%

Source: Softec

La Società è controllata: per l'89,99% da Fullsix Spa e per il restante 10,01 % dal mercato.

A sua volta, Softec controlla il 49% di TradeTracker Italia Srl, parte di TradeTracker International: leader del performance marketing in molti stati Europei, è un network di affiliazione a performance che utilizza una tecnologia innovativa, semplice e trasparente, attraverso la quale è possibile monitorare con precisione l'andamento delle proprie campagne web, ottimizzandone il ROI.

1.4 Key People

Marco Morini – Direttore Generale

Conseguita la Laurea in Ingegneria Informatica presso il Politecnico di Milano, prima di diventare Direttore Generale di Softec (nel gennaio del 2020), ha occupato le seguenti posizioni: Team leader technical server support in Fujitsu dal 2004 al 2005, BlackBerry Administrator in Italtel dal 2006 al 2008, Partner in Qubbo dal 2017 al 2018, Partner in DriveLikeYou dal 2017 al 2018, CEO di TechMobile Srl dal 2009 al 2018 ed Executive VP of Sales in BSS-One. Oltre a questo, ha svolto attività di consulenza nel corso del 2019.

Alessandro Ghizzardi – CTO

Occupa il ruolo di CTO di Softec dal giugno del 2020, dopo aver ricoperto, all'interno della Società anche il ruolo di Information Technology Team Leader per quasi quattro anni. Prima di entrare in Softec ha ricoperto diverse posizioni in Società quali Conde Nast, Microsoft, FullSix, Il sole 24 ore e Prodigit. Oltre a questo, è stato: Co-owner e CTO di Phase Information Technologies, Owner e CEO di Mecenate Aste, President e founding member di Umbracoitalia e Co-owner e founder di Ituna. Inoltre è founding member di UGido NET.

Daniele Cardesi – Sales Director

Occupa il ruolo di Sales Director presso Softec da aprile 2020. In precedenza è stato: Web Developer and Key Account di Modus Informatica & Sistemi – Espin, Sales agent di Manetti&Roberts, CEO di Zerozero39 Srl, Sales Director di PrivateWave Italia, Enterprise Mobility Business Unit Manager di S2E, Business Development Manager di Habble, Business Development Manager di Extra Group e Digital Solutions Manager di Extreme Automation.

Massimo Furoni – Chief Marketing Officer

Occupa il ruolo di Chief Marketing Officer in Softec da giugno 2020, dopo aver occupato il ruolo di Head of Data Driven Communication all'interno della Società per circa quattro anni. Formatosi presso l'Università degli Studi di Milano, è stato: Copywriter in OgilvyOne per sette anni, Senior Copywriter in Ogilvy & Mather per tre anni, Senior copywriter & Social Media Strategist per quasi dieci anni e Head of Content & Social Media per quasi otto anni in FullSix.

2. Il Business Model

Il business di Softec è in via di evoluzione per supportare il piano di riposizionamento in atto, in particolare, il modello di business si sta spostando da un'ottica originaria di web agency ad un'ottica di *tech company*. In particolare, grazie anche ai continui investimenti per lo sviluppo della piattaforma proprietaria Orchestra, la Società sta passando da un modello di business basato principalmente sulla consulenza ad una nuova fase di Platform Driven Solution che ha lo scopo di diffondere la piattaforma e le soluzioni industrializzate basate su di essa, garantendo così la scalabilità del business. Infatti, la piattaforma è stata concepita come un ecosistema aperto, dotato di API e SDK distribuite, dove le terze parti possono sviluppare in modalità SaaS oppure "chiavi in mano".

Come detto, l'adozione del nuovo modello di business segue la nuova strategia di posizionamento con un focus su Retailer e aziende B2B2C, Retail 4.0 e Manufacturing 4.0 che porterà ad un allargamento della base clienti anche verso player più piccoli (PMI e Small business) caratterizzati dall'esigenza di digitalizzare i propri modelli di business, favoriti anche da contributi statali per investimenti in innovazione digitale.

Oltre a questo, in seguito al riposizionamento, i ricavi saranno, in misura crescente, sostenuti dai canoni SAAS degli *asset* proprietari, soggetti ad un *enhancement* tecnologico in termini di sviluppo e integrazione con altre piattaforme proprietarie o terze per aumentarne l'attrattività e le potenzialità.

2.1 Portafoglio Prodotti e Servizi

Nello svolgimento del proprio business, la Società ha individuato alcuni specifici focus sui quali, trasversalmente, si sviluppa l'offerta:

- **Phygital IoT & Retail Experience:** in questo ambito, il management crede che il luogo fisico continuerà ad avere importanza strategica per il business ma con un punto di vista molto differente. Il luogo fisico passerà da momento finale d'acquisto a elemento fondante e dinamico dell'esperienza-cliente con il prodotto o servizio;
- **Platforms & Robotics:** nel processo evolutivo verso modelli *omnichannel*, le piattaforme giocano un ruolo fondamentale. In questo ambito, Softec, grazie agli *asset* proprietari e a piattaforme di terzi, è in grado di aiutare i propri clienti nel potenziamento e nell'efficientamento del proprio business;
- **Brand & User Experience:** nel segmento *customer experience*, i dati assumono crescente importanza poiché in grado di far convergere tutte le azioni tattiche in una strategia comune di tecnologia, *user experience*, media e contenuti, monitorata da precisi KPI e ottimizzata costantemente in termini di performance per assicurare il massimo ROI.

In relazione ai focus descritti, la Società si occupa di: attività *platform programming and management*, attività marketing e CX, attività UX/UI/Service Design e *concept ideation*.

L'offerta garantita da Softec ai propri clienti è riconducibile a quattro principali linee di prodotti e servizi:

- **Platform:** la divisione *Platform* è specializzata nello sviluppo e vendita dei servizi erogabili tramite le piattaforme di proprietà. Le soluzioni di tale divisione permettono alle aziende di comunicare messaggi personalizzati per la clientela *target* nel momento e nei luoghi migliori. Inoltre permettono un accesso più veloce alla rete *wi-fi* gratuita tramite la *social log-in*, che insieme ad un sistema di *marketing intelligence*

e *automation* riesce a riconoscere al meglio le abitudini dei clienti, promuovere attività ed eventi e studiare servizi per valorizzare l'esperienza. Dal 2016 Softec è partner di Softbank Robotics e distribuisce i robot Pepper e Nao, sviluppando applicazioni personalizzate mediante la piattaforma Orchestra.;

- **Communication:** la divisione *communication* comprende un insieme di servizi e consulenze, finalizzate a favorire lo sviluppo del business attraverso una importante presenza sui canali digitali;
- **Data Driven Marketing:** Softec raccoglie e analizza i dati dei clienti in modo tale da comprendere al meglio le loro esigenze e progettare così una strategia e una *user experience* ottimizzate e funzionali;
- **Digital Transformation:** questa divisione comprende un insieme di servizi tecnologici e di servizi finalizzati a favorire la progettazione e lo sviluppo di soluzioni multi-canale e di progetti *IT*.

Platform

Nell'ambito della divisione *platform* Softec vanta diverse piattaforme:

- **DesktopMate:** è una piattaforma di *Mobile Application Management* e *Mobile Device Management* che consente di passare dalla applicazione statica ad un sistema di gestione dinamico dei servizi erogati tramite i *device* mobili, successivamente diventa anche un nuovo canale di comunicazione con gli utenti finali. La piattaforma integra, insieme alla gestione dei servizi, la gestione ed il controllo degli *smart object* (in ambito *IoT*). DesktopMate consente di gestire in modo dinamico il contenuto di un *client mobile*, che si presenta agli occhi di un utente finale come una semplice applicazione. Grazie alle sue caratteristiche uniche è possibile utilizzarne le funzionalità, per creare un innovativo canale di comunicazione diretta con gli utilizzatori finali anche tramite la messaggistica *push*. Un esempio di successo di questa piattaforma è la ConadApp, applicazione implementata per la società Conad, con la quale è possibile controllare i dettagli della carta socio, il saldo punti, le promozioni in atto, così come la geolocalizzazione dei punti vendita più vicini ma anche un canale di marketing puntuale con cui raggiungere i propri clienti con contenuti promozionali e ADV;
- **Orchestra:** piattaforma informatica *cloud based* per la raccolta, l'aggregazione, la consultazione e la correlazione dei dati di utilizzo degli spazi fisici e non, con il fine di fornire informazioni, anonime o profilate, utili a migliorare l'esperienza degli utenti. La raccolta dei dati può avvenire in diversi luoghi: luoghi d'interesse pubblico, musei, teatri, negozi, impianti sportivi, centri commerciali, aeroporti, stazioni ferroviarie, sale per convegni e altri. I dati vengono raccolti attraverso i diversi servizi offerti da Orchestra:
 - WiFi;
 - Beacons;
 - Internet of Things (IoT);
 - Customer Relationship Management (CRM);
 - Gamification & behavioral analytics;
 - Mobile Engagement;
 - Robotics.

- **Orchestra Robotics MBS:** è una piattaforma di Behavioural Management System, integrabile in Orchestra, che gestisce *end-to-end* lo sviluppo di applicazioni, dei comportamenti, la distribuzione e la gestione delle flotte di robot umanoidi, consentendo la raccolta di *KPI* e dati analitici di contesto. La piattaforma supporta nativamente l'intelligenza artificiale attraverso l'integrazione con Microsoft Azure, IBM Cloud e TensorFlow.

Communication

La divisione *communication* comprende diversi servizi:

- **Digital Experience & Service design:** Softec progetta servizi e soluzioni digitali che aiutano le aziende a costruire un rapporto di fiducia con i propri utenti, supportando il *business* e la fidelizzazione dei clienti delle imprese. Si tratta di un approccio *user – centered* ad alto valore aggiunto, finalizzato a creare una nuova esperienza digitale per gli utenti;
- **Digital Strategy & Communication:** Softec sviluppa l'identità e la presenza digitale dei suoi clienti, riponendo particolare attenzione anche alla dimensione *social*, con una prospettiva multicanale, attivando di volta in volta i canali più adeguati e a maggior valore aggiunto. Inoltre progetta delle *digital experience* personalizzate per coinvolgere i consumatori e metterli in relazione con il *brand*;
- **Solution Building:** Softec realizza ed evolve continuamente le proprie competenze digitali per prevedere i bisogni dei consumatori con i mezzi e le tecnologie più adeguate e innovative. Realizza soluzioni digitali al fine di soddisfare le aspettative dei consumatori che, in un mercato in continua evoluzione, sono sempre più preparati, attenti, sensibili e soprattutto esigenti verso i *brand*;
- **Data Management:** l'approccio interdisciplinare e integrato mira a rafforzare il legame tra il marchio e l'utente finale. Softec raccoglie, analizza ed elabora i dati più rilevanti dello scenario digitale per generare nuove opportunità e sviluppare soluzioni su misura per supportare i suoi clienti.

Data Driven Marketing

Softec supporta le aziende a cogliere le opportunità della comunicazione digitale, riducendone la complessità ed incrementando l'efficacia e l'efficienza. Inoltre, assiste le imprese nel superare i confini tra le molteplici piattaforme *media* digitali, al fine di creare una relazione con i loro clienti, di ottimizzare l'investimento *media* e di monitorare i risultati in modo integrato. In funzione degli obiettivi da raggiungere Softec in questo ambito offre diversi servizi:

- *content marketing*;
- *display e video advertising*;
- *search engine optimization*;
- *search engine advertising*;
- *lead generation*;
- *direct e-mail marketing*;
- *social advertising & management*.

Digital Transformation

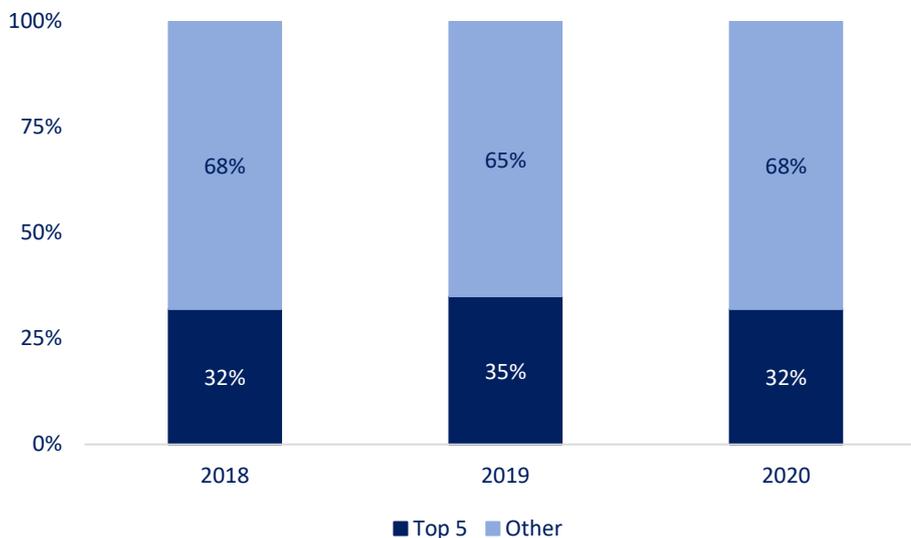
Softec affianca le imprese nel processo di digitalizzazione offrendo principalmente tre tipi di servizi:

- **Digital Experience & Service Design:** progettazione e sviluppo di soluzioni digitali che aiutano le aziende a costruire un rapporto di fiducia con i propri utenti, supportando il business e la fedeltà al *brand*;
- **Technology Design:** progettazione di servizi che aiutano le aziende a soddisfare le loro necessità di crescita e sviluppo, accompagnandoli nel processo di digitalizzazione e fornendo gli strumenti tecnologici più idonei;
- **Technology Development:** realizzare e integrare piattaforme *content management*, *collaboration*, *e-commerce*, *app mobile* e altre piattaforme *web-based* con lo scopo di rendere il lavoro quotidiano più semplice, efficiente e redditizio.

2.2 Clienti e Fornitori

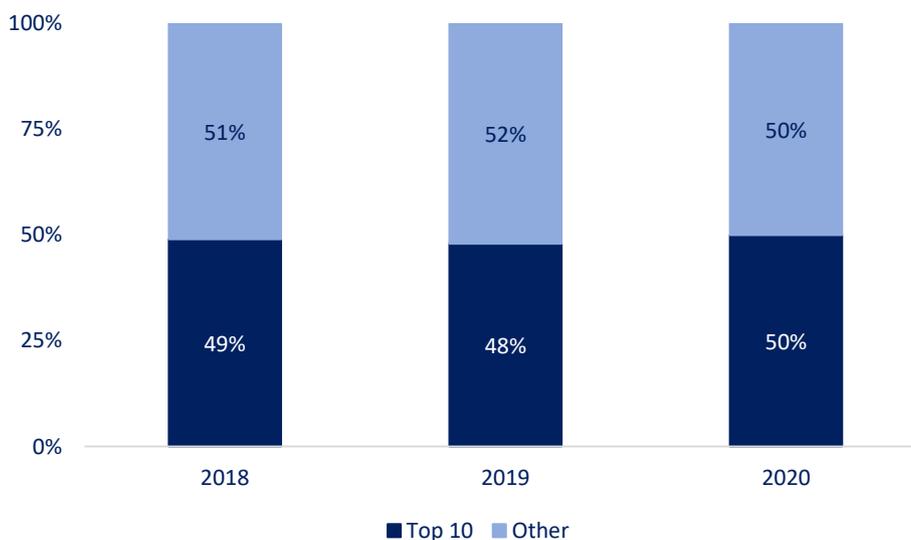
2.2.1 Clienti

Chart 4 – Top 5 Client Weight



Source: Integrae SIM

Chart 5 – Top 10 Client Weight

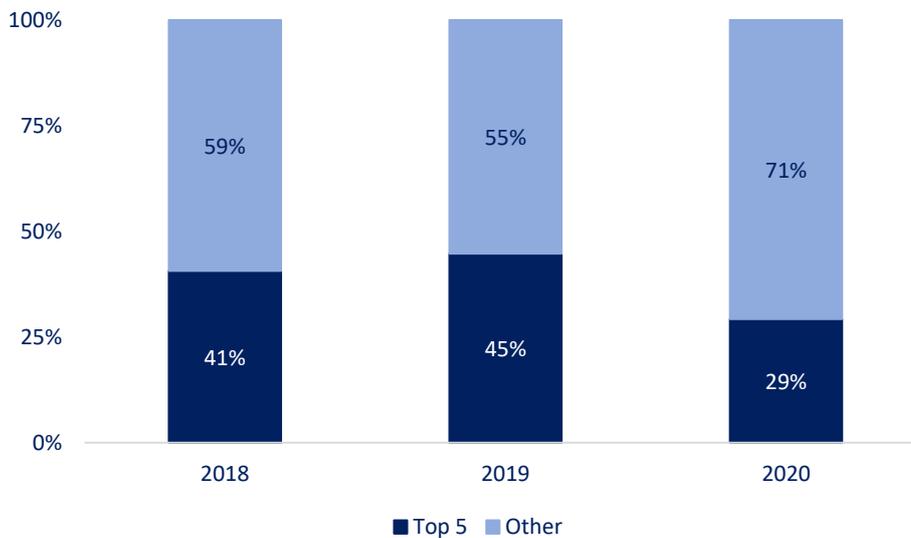


Source: Integrae SIM

Softec, oltre ad importanti clienti già consolidati, grazie al percorso di riposizionamento in atto, ha già avuto modo, nel corso del 2020 di siglare contratti con nuove importanti controparti ed è al lavoro per formalizzare nuovi contratti con clienti *prospect*. Nella ricerca di nuovi clienti, la Società ha implementato la metodologia *inbound* con l'obiettivo di produrre *leads* altamente qualificate attraverso un percorso basato su strategie di comunicazione di contenuti di valore che vengono convertiti in opportunità tramite elementi di attrazione digitale. Per la corretta implementazione di tale strategia, Softec ha messo a regime il *tool* Hubspot, soluzione leader mondiale nell'applicazione delle metodologie *inbound*. La Società non presenta problemi di concentrazione nel proprio portafoglio clienti. Oltre a questo, una quota prossima al 20% del totale dei clienti è legato a Softec da contratti pluriennali.

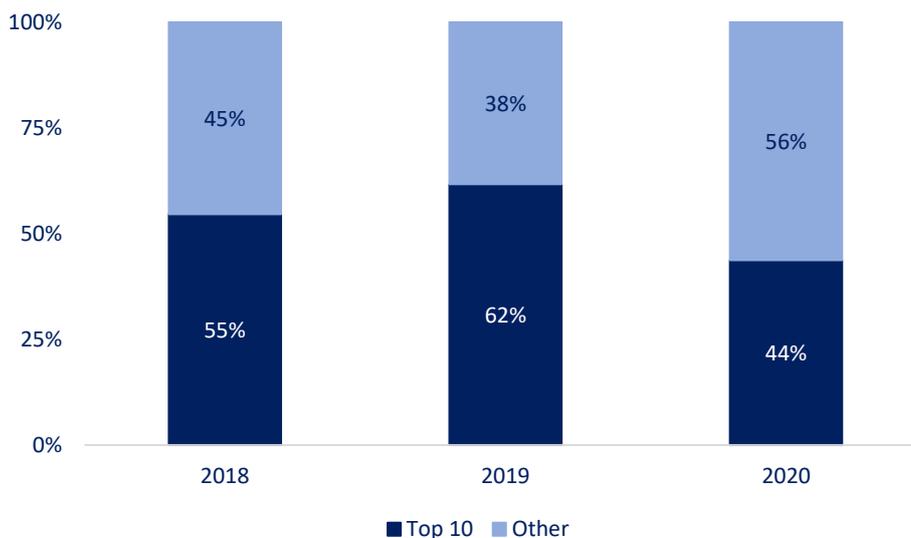
2.2.2 Fornitori

Chart 6 – Top 5 Provider Weight



Source: Integrae SIM

Chart 7 – Top 10 Provider Weight



Source: Integrae SIM

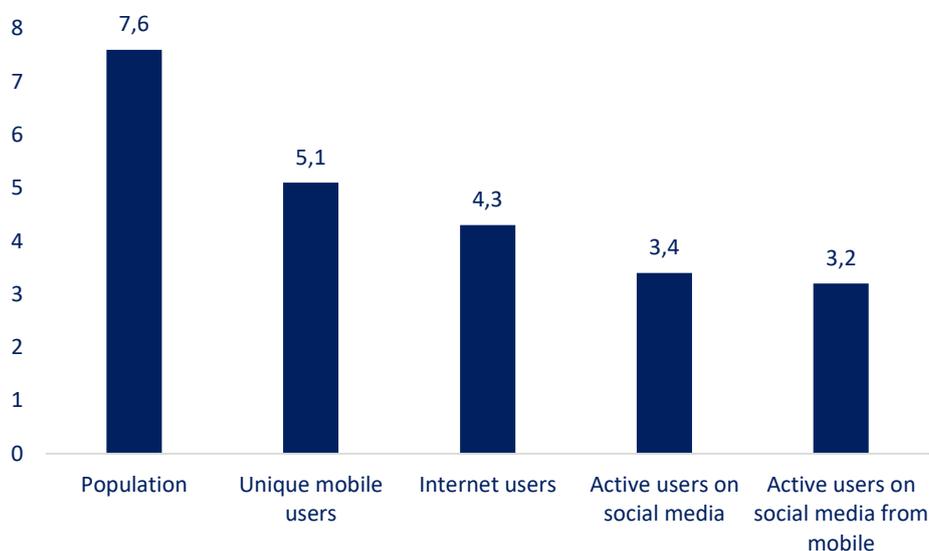
La Società acquista beni e servizi da Società partner certificate leader nei settori di riferimento al fine di garantire ai propri clienti soluzioni innovative e tecnologicamente evolute e prestazioni di elevato *standing*. I partner di Softec sono principalmente riconducibili a due categorie: partner tecnologici e partner strategici. Tra i partner tecnologici figurano aziende quali: Tag Distribuzione, Kleecks, Cookiebot, SoftBank Robotics, Thawte, VeriSign, Google, Facebook, Cisco, HubSpot, Liferay, Magnolia, Mobile Iron, Mobile Tornado, Libellum, Blackberry, ReteApps, Cloudflare, Cisco Meraki, Umbraco, Atonomo, Keetings, Open CMS e Positive Technology. Tra i partner strategici, invece, figurano: EY, Microsoft, Think Open, Irideos, TIM e AGM. Anche in termini di portafoglio fornitori, nonostante i legami di partnership, non si rilevano problemi di concentrazione o dipendenza. Inoltre, nel corso del 2020, è stata sviluppata un'azione di consolidamento e ampliamento del rapporto con i partner di canale al fine di allargare sia il perimetro di offerta sia la quantità di relazioni ed interazioni.

3. Il mercato

3.1 Digital Transformation

Con *digital transformation* si intende l'utilizzo di tecnologie digitali per la modifica di modelli di business in modo da fornire nuove opportunità di generazione di valore: è il processo di passaggio da impresa tradizionale a impresa digitale. La digitalizzazione, attraverso l'implementazione di software, aiuta le imprese a migliorare la reputazione del loro *brand*, la *customer experience* e la *customer retention*. Le industrie che principalmente adottano processi di digitalizzazione sono: *automotive, food & beverages, IT, telecom, banking financial services and insurance (BFSI), retail*. Secondo le stime di Mordor Intelligence il mercato globale della *digital transformation* ha, nel 2020, un valore di circa \$ 999 mld, e si prevede che raggiungerà un valore di \$ 2.745 mld nel 2026 (CAGR 21-26: 18,5%).

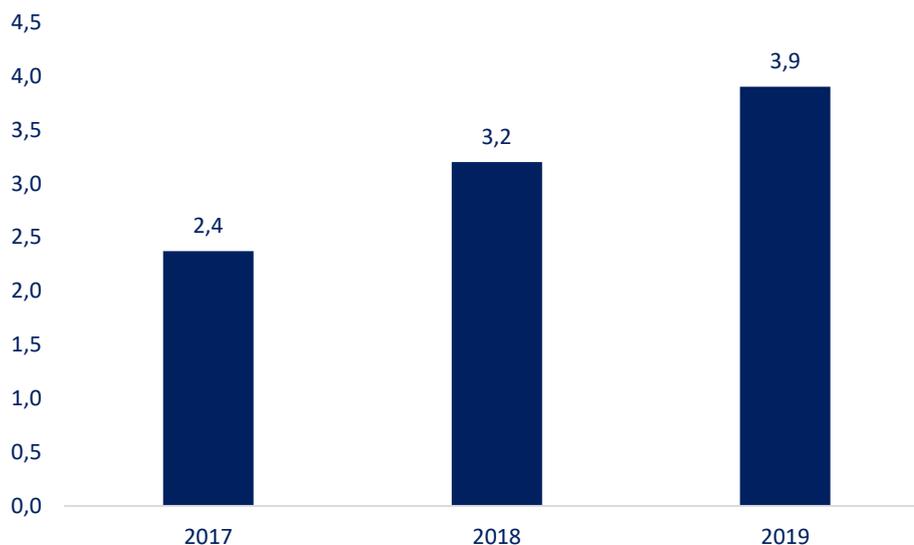
Chart 8 – Digital in the world 2019 (Data in bln)



Source: L'evoluzione dell'azienda con la 4a Rivoluzione Industriale Novembre 2019, Casaleggio

I *digital* nel mondo hanno una presenza molto importante. A fronte di una popolazione di circa 7,6 mld gli utenti da *mobile* sono 5,1 mld, con una penetrazione del 67%. Gli utenti di internet sono 4,3 mld con una penetrazione del 57%, gli utenti attivi sui *social media* sono 3,4 mld con una penetrazione del 45% e gli utenti attivi *sui social media da mobile* sono 3,2 mld con una penetrazione del 42%.

Secondo le stime di Statista, comprendenti anche gli effetti della pandemia Covid 19, si prevede che gli investimenti nella *digital transformation* raggiungeranno un totale di \$ 6,8 tld nel periodo 2020-2023. Per il 2020 invece si prevede che il valore del mercato globale della trasformazione digitale sia pari a \$ 1,3 tld.

Chart 9 – Industry 4.0 market size in Italy (Data in € bln)


Source: Osservatorio Industria 4.0 della School of Management del Politecnico di Milano, Giugno 2020

Il mercato dell'industria 4.0 in Italia nel 2017 aveva un valore di circa € 2,4 mld. Nel 2018 ha raggiunto una dimensione complessiva di € 3,2 mld, attestando una crescita del 35% rispetto al 2017. Nel 2019 il valore del mercato era di € 3,9 mld, in crescita di circa il 22% rispetto all'anno precedente. Il mercato italiano dell'industria 4.0 è cresciuto ad un CAGR del 28,27% nel periodo 2017-2019.

Tra i principali settori del mercato della *digital transformation* vi sono: *robotics*, *internet of things (IoT)*, *big data & analytics*, *machine learning & artificial intelligence*, *cloud*.

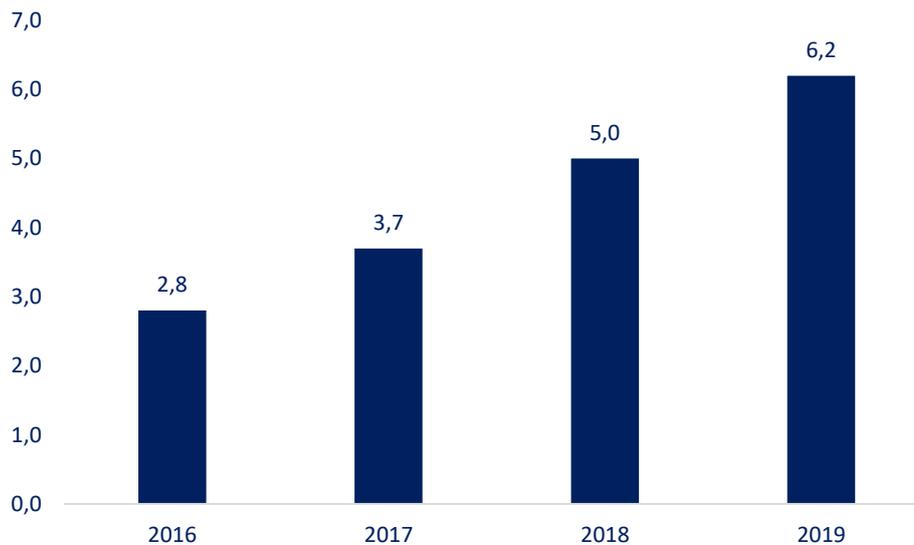
3.2 Robotics

La robotica è il punto di incontro della tecnologia, dell'ingegneria e della produzione dei macchinari che replicano i movimenti umani. L'obiettivo della robotica è quello di migliorare le *performance* delle imprese. Questo mercato sta vivendo un'intensa trasformazione, con i *robot* che stanno iniziando a prendere il ruolo di assistenti personali, di assistenti medici, di veicoli per le consegne, di veicoli autonomi, di esoscheletri e di veicoli aerei senza equipaggio. Il valore del mercato della robotica nel 2020, secondo le stime Mordor Intelligence, è di \$ 23,67 mld e si prevede che raggiungerà nel 2026 un valore di \$ 74 mld (CAGR 21-26: 20,4%).

3.3 Internet of Things

Internet of things (IoT) identifica quel percorso nello sviluppo tecnologico in base al quale, attraverso la rete internet, degli oggetti dell'esperienza quotidiana acquistano una loro identità nel mondo digitale. Infatti grazie agli sviluppi nella tecnologia della comunicazione e nel *data analytics*, ad oggi, molti oggetti intelligenti possono collezionare dati, analizzarli ed eventualmente compiere azioni autonome.

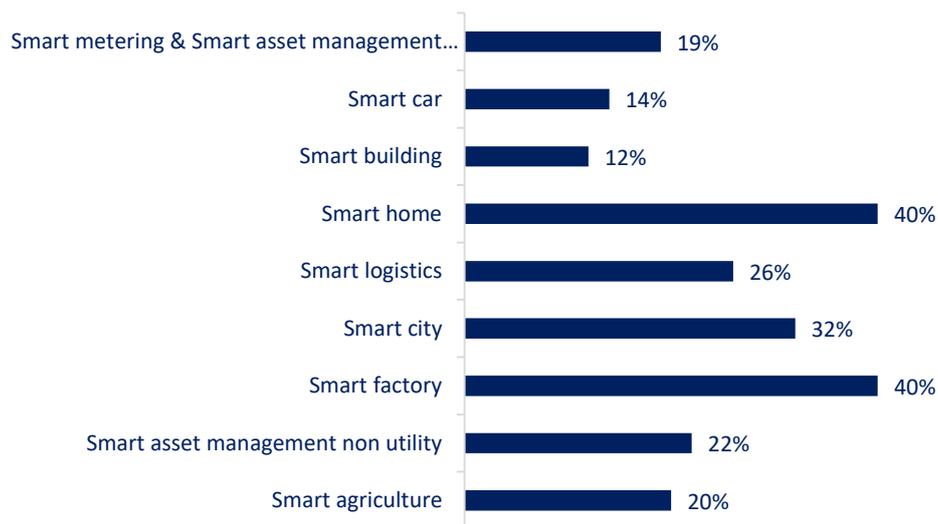
Chart 10 – Italian IoT market value 2016-2019 (Data in € bln)



Source: Osservatorio Internet of Things della School of Management del Politecnico di Milano, 2020

In Italia, secondo i dati elaborati dal Politecnico di Milano, il mercato dell'*IoT* è passato da un valore di € 2,8 mld nel 2016 ad un valore di € 6,2 mld nel 2019 (CAGR 16-19: 30,34%). Nel 2019 vi è stata una crescita del 24% rispetto all'anno precedente, tasso di incremento tendenzialmente allineato a quello dei principali paesi occidentali (che oscilla tra il 20% e il 25%). L'aumento della dimensione del mercato è sostenuto sia dalle applicazioni più consolidate che sfruttano la tradizionale connettività cellulare con un valore di € 3,2 mld (+14% rispetto al 2018) sia da quelle che utilizzano altre tecnologie di comunicazione con un valore di € 3 mld (+36% rispetto al 2018). Un deciso incremento deriva anche dalla componente dei servizi abilitati dagli oggetti connessi, che registra un aumento del 28% e raggiunge un valore di € 2,3 mld, segno di una crescente maturità del mercato.

Chart 11 – Changes in IoT segments in Italy 2018-2019



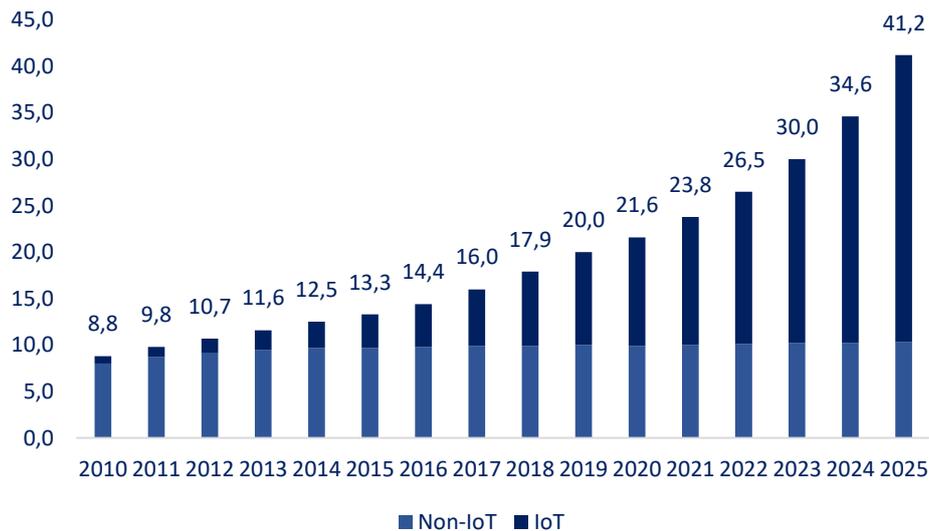
Source: Osservatorio Internet of Things della School of Management del Politecnico di Milano

Nel 2019 *Smart metering & smart asset management* nelle *utility* è stato il segmento più rilevante del mercato *IoT*, con un valore di € 1,700 mld pari al 27% del fatturato complessivo e complessivamente ha mostrato una crescita del 19% rispetto al 2018.

Seguono: il segmento delle *smart car*, con un valore di € 1,2 mld, pari a circa il 19% del mercato, e in crescita del 14% rispetto all'anno precedente e lo *smart building*, con un valore di € 670 mln (10,8% del mercato), e in crescita del 12% rispetto al 2018.

I segmenti con la crescita più significativa sono stati: *smart home* (€ 530 mln, +40%), grazie soprattutto alla crescente domanda di assistenti vocali, la *smart factory* (€ 350 mln, +40%), che negli ultimi tre anni ha beneficiato degli incentivi previsti dal Piano Nazionale Industria 4.0, e la *smart city* (€ 520 mln, +32%), che ha visto crescere il numero di progetti avviati da molti comuni italiani e la nascita di nuove iniziative e collaborazioni fra pubblico e privato.

Chart 12 – Total number of device connections worldwide (incl. Non-IoT) (Data in bln)



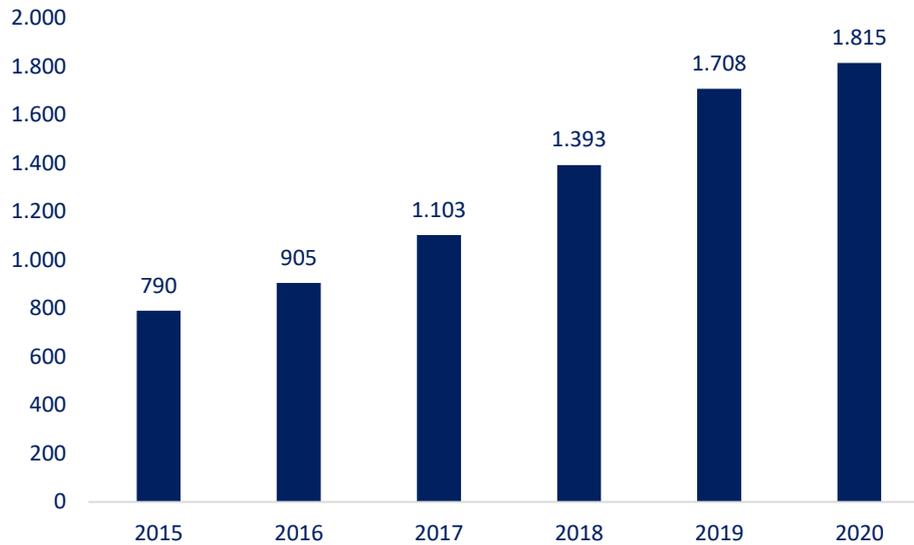
Source: IoT Analytics market insights for the internet of things, November 2020

Secondo le stime si prevede che il numero di dispositivi totali, comprendenti sia dispositivi *IoT* sia dispositivi *Non-IoT*, passerà da 21,6 mld nel 2020 a 41,2 mld nel 2025 (CAGR 20-25: 13,79%). Nello stesso periodo i dispositivi *Non-IoT* passeranno da 9,9 mld a di 10,3 mld (CAGR 20-25: 0,8%). Mentre, si prevede che i dispositivi *IoT* passeranno da un numero di 11,7 mld ad uno di 30,9 mld (CAGR 20-25: 21,44%).

3.4 Big Data & Business Analytics

Il mercato italiano *big data analytics* è dinamico e sempre più maturo, con imprese che mostrano un livello avanzato di utilizzo delle tecnologie, sperimentazioni complesse e competenze di data science, affiancate da altre che, pur in ritardo, si stanno attivando aumentando gli investimenti e puntando su progetti di integrazione dei dati.

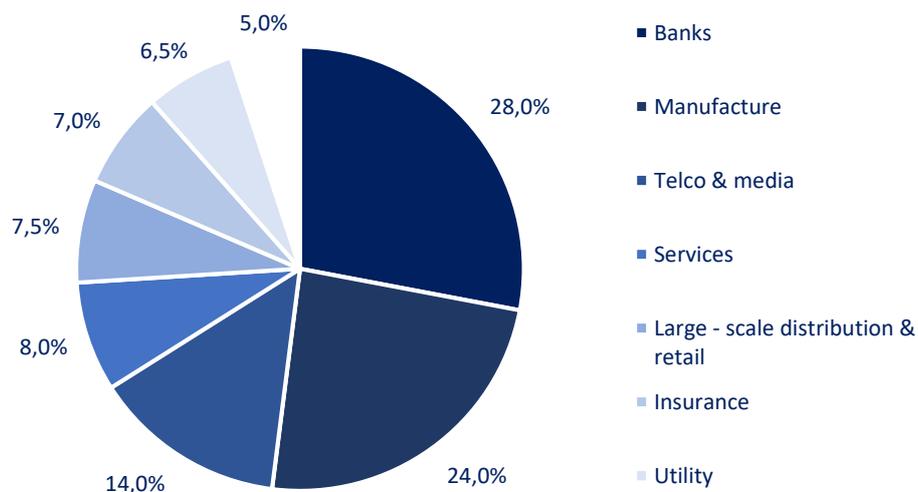
Chart 13 – Italian analytics market 2015-2020 (Data in € mln)



Source: Osservatorio Big Data & Business Analytics Politecnico di Milano, Novembre 2020

Il mercato italiano dei *big data* tra il 2017 e il 2018 è cresciuto del 23%. Nel 2019 il mercato ha raggiunto un valore di € 1.708 mln, in crescita del 26% rispetto al 2018 e di oltre il doppio rispetto al 2015 (CAGR 15-19: 21,3%). Nel 2020, invece, il mercato ha attestato un aumento del 6% rispetto all'anno precedente, non riuscendo a mantenere la stessa crescita ottenuta negli ultimi anni.

Chart 14 – Italian analytics market by segment 2020



Source: Osservatorio Big Data & Business Analytics Politecnico di Milano, Novembre 2020

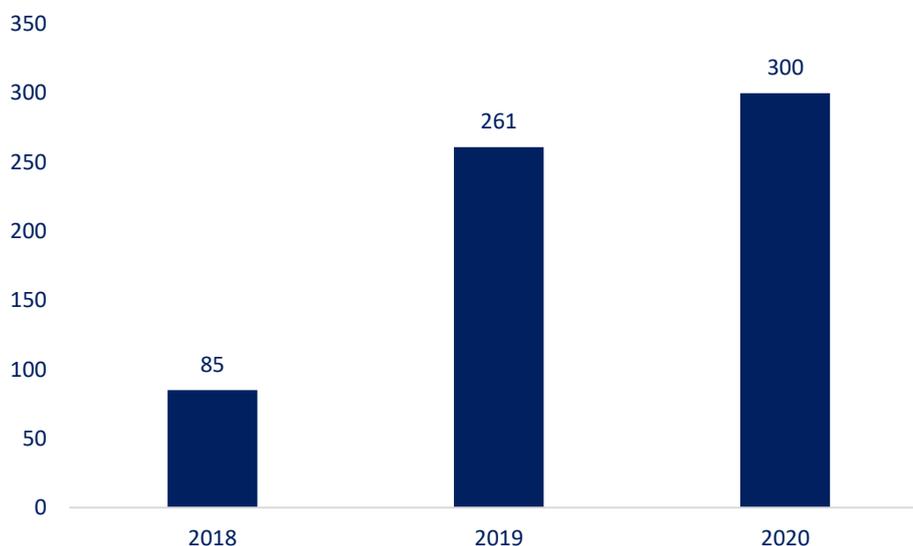
Le banche confermano la loro propensione alle logiche *data driven* rappresentando il 28% del mercato, seguono: il segmento manifatturiero con una quota del 24% e quello *telco e media* con una quota del 14%. I servizi rappresentano l'8%, la GDO e il *retail* il 7,5%, le assicurazioni il 7%, le *utility* il 6,5% e, infine la pubblica amministrazione e la sanità il 5%.

Analizzando la composizione del mercato, i software valgono il 52% e confermano una crescita importante, pari ad un aumento del 16% rispetto al 2019. I servizi rappresentano il 28% del mercato mentre le spese per infrastrutture sono aumentate del 7% e hanno raggiunto una quota del 20% grazie a investimenti per soluzioni di calcolo e *storage*. Gli *analytics in cloud*, con un tasso di crescita, rispetto all'anno precedente, del 24% rappresentano una quota del 19%.

3.5 Machine Learnings & Artificial Intelligence

Secondo le stime IDC i ricavi globali per il settore dell'intelligenza artificiale si attestano, nel 2020, ad un totale di \$ 156,5 mld, in crescita del 12,3% rispetto all'anno precedente. Si prevede che i ricavi supereranno i \$ 300 mld nel 2024 crescendo ad un CAGR del 17,1%.

Chart 15 – Italian AI market 2018-2020 (Data in € mln)



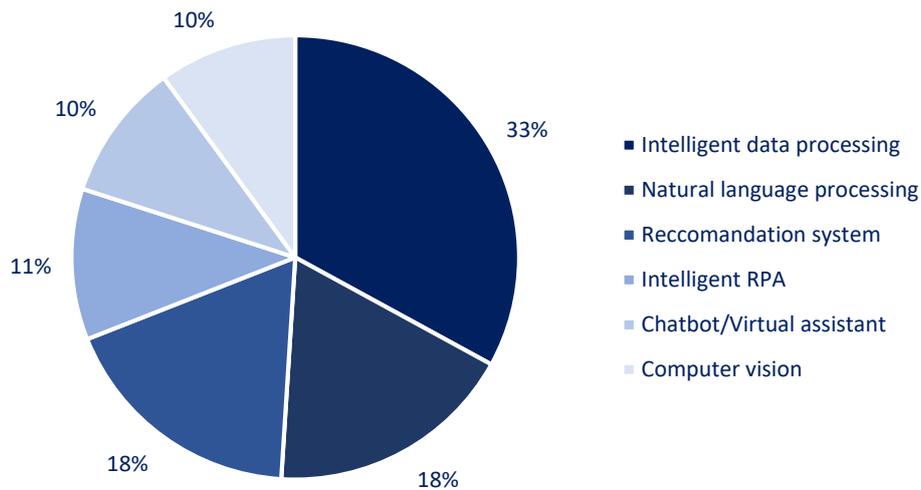
Source: Osservatorio Artificial Intelligence del Politecnico di Milano, 2021

Il settore italiano dell'intelligenza artificiale è passato da un valore di € 85 mln nel 2018 ad un valore di € 261 mln nel 2019, con una crescita del 207,1%. Nel 2020 i ricavi del settore hanno raggiunto € 300 mln, con un aumento del 14,9% rispetto all'anno precedente.

Nonostante la decrescita economica, causata dalla pandemia, abbia originato una forte barriera alla diffusione di soluzioni *AI*, queste sono ormai presenti nel 53% delle imprese di medie e grandi dimensioni italiane

Secondo le stime della Grand View Research, il mercato globale dell'intelligenza artificiale, nel 2019, aveva un valore di \$ 39,9 mld e si prevede che crescerà ad un CAGR del 42,2% fino al 2027.

Chart 16 – Italian AI market by segment 2020



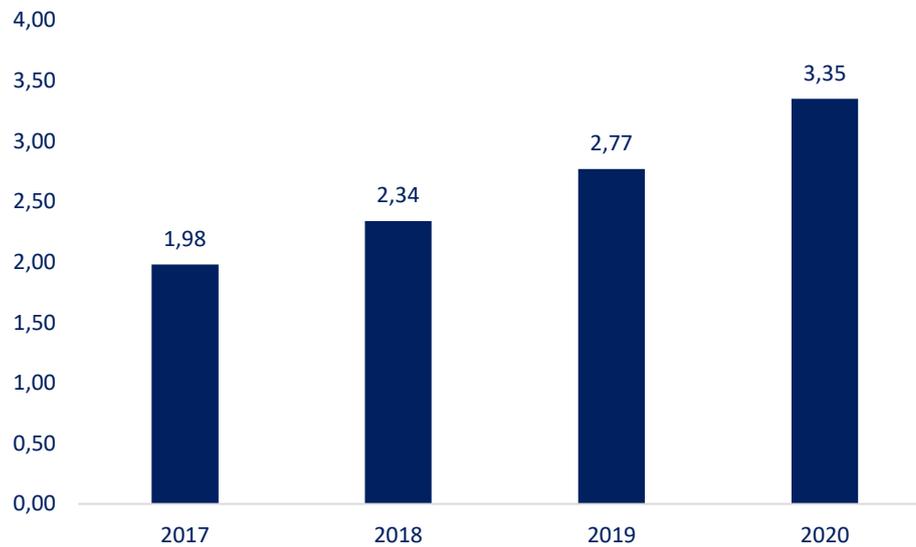
Source: Osservatorio Artificial Intelligence del Politecnico di Milano, 2021

I progetti di *AI* che attirano più investimenti sono gli algoritmi per analisi ed estrazione di informazioni dai dati (*Intelligent Data Processing*), che rappresentano il 33% dei ricavi e nel 2020 sono cresciuti del 15% rispetto all'anno precedente. Seguono: le soluzioni per l'interpretazione del linguaggio naturale (*Natural Language Processing*) con il 18% del mercato e una crescita del 9% rispetto al 2019, gli algoritmi per suggerire ai clienti contenuti in linea con le singole preferenze (*Recommendation System*) con una quota del 18% e una crescita del 15% e le soluzioni con cui l'*AI* automatizza alcune attività di un progetto e ne governa le varie fasi (*Intelligent RPA*), che valgono l'11% del mercato e hanno attestato un aumento del 15%. Le iniziative che sono cresciute di più in termini di risorse sono stati *chatbot* e *virtual assistant* con una quota del 10% e una crescita del 28% rispetto al 2019. Infine le iniziative di *computer vision*, che analizzano il contenuto di un'immagine in contesti come la sorveglianza in luoghi pubblici o il monitoraggio di una linea di produzione, hanno un peso del 10% e hanno attestato una crescita del 15% rispetto all'anno precedente.

3.6 Cloud

Con *cloud computing* si intende l'utilizzo di *network* di servizi remoti per immagazzinare, gestire e processare i dati. Secondo le stime di Markets and Markets si prevede che il valore del mercato mondiale del *cloud computing* passerà da un valore di \$ 371,4 mld nel 2020, ad un valore di \$ 832,1 mld nel 2025 (CAGR 20-25: 17,5%).

Chart 17 – Italian Cloud market size 2017-2020 (Data in € bln)



Source: Osservatorio Cloud Transformation del Politecnico di Milano, Ottobre 2020

Il mercato *cloud* italiano, nel 2017, aveva una dimensione totale pari a € 1,98 mld. Nel 2018 ha raggiunto una dimensione di € 2,34 mld, crescendo del 18,2% rispetto al 2017. Nel 2019 il ricavo complessivo del mercato si attestava a € 2,77 mld, in aumento del 18,4% rispetto all'anno precedente. Infine, si prevede che chiuderà l'anno 2020 con un valore di € 3,35 mld, consolidando una crescita del 20,9% rispetto al 2019. Il mercato italiano è cresciuto dal 2017 al 2020 ad un CAGR del 19,2%.

La componente *Software as a Service (SaaS)* ha ottenuto una crescita del 46% rispetto all'anno precedente, segue la componente *Platform as a Service (PaaS)*, in crescita del 22% e la componente *Infrastructure as a Service (IaaS)*, in crescita del 16%.

4. Posizionamento Competitivo

Nello svolgimento del proprio business, la Società compete con alcuni importanti *player* del mercato italiano. I *competitor* di Softec possono essere raggruppati nelle seguenti categorie:

- Generalisti: si posizionano sul mercato definendo un approccio specifico alla clientela;
- Specialisti: si posizionano sul mercato definendo specifiche competenze, pronti ad allargare la propria offerta per sfruttare opportunità aggiuntive;
- Verticali: si tratta di *player* generalisti che si specializzano su una determinata *industry* o su una specifica area.

Softec si posiziona tra i *player* verticali attraverso un modello di “consulenza in azione”, offrendo un livello di consulenza dal valore riconosciuto dal mercato e al tempo stesso grande *expertise* tecnico, essendo in grado di seguire i progetti dal “*concept*” fino alla piena *delivery* tecnologica. La Società si focalizza sul segmento PMI e Small Business sul quale non è costretta a competere con i maggiori *player* del mercato (con i quali è in grado di stringere *partnership* in caso di progetti di grandi dimensioni).

Nello svolgimento del proprio business, Softec presenta alcuni importanti elementi distintivi rispetto ai *competitor*:

- Dotazione di *asset* tecnologici interni (quali Orchestra, Pepper BMS e Badgeminton);
- Ampia offerta nel segmento Phygital;
- Competenze e *track record* su molte *industries* anche su progetti ad alti livelli di innovazione;
- Esperienza internazionale nel settore del Phygital Banking e nella Branch Automation.

4.1 Swot

Strengths:

- Offerta completa ed integrata in ambito *tech* e *consulting*;
- Offerta completa in ambito *Phygital*;
- *Track record* significativo con metodologia consolidata;
- Riorganizzazione e riposizionamento a partire dall'anno 2020.

Weaknesses:

- Necessità di apportare miglioramenti, a seguito del riposizionamento, in termini di *time to market asset*;
- Copertura internazionale ancora piuttosto limitata.

Opportunities:

- Presidio dell'intera *value chain* in ambito *Retail*;
- Crescente importanza del reparto *Phygital* come conseguenza della pandemia;
- Contributi statali per PMI e Small Business per gli investimenti in innovazione.

Threats:

- Possibili evoluzioni negative per *retailer* e aziende B2B2C in relazione agli effetti della pandemia.

5. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

INCOME STATEMENT (€/mIn)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Revenues	6,72	5,49	6,95	8,15	9,45
Other Revenues	0,01	0,03	0,05	0,05	0,05
Value of Production	6,74	5,52	7,00	8,20	9,50
Services	2,55	2,10	2,95	3,05	3,20
Employees	3,58	3,45	3,50	4,25	5,00
Other Operating Expenses	0,29	0,24	0,20	0,25	0,25
EBITDA	0,32	-0,27	0,35	0,65	1,05
<i>EBITDA Margin</i>	<i>4,8%</i>	<i>-4,8%</i>	<i>5,0%</i>	<i>7,9%</i>	<i>11,1%</i>
D&A	1,04	0,80	0,50	0,50	0,60
EBIT	-0,71	-1,07	-0,15	0,15	0,45
<i>EBIT Margin</i>	<i>-10,6%</i>	<i>-19,4%</i>	<i>-2,1%</i>	<i>1,8%</i>	<i>4,7%</i>
Financial Management	(0,14)	(0,06)	(0,10)	(0,10)	(0,05)
EBT	-0,85	-1,13	-0,25	0,05	0,40
Taxes	0,20	0,01	0,00	0,02	0,10
Net Income	-1,05	-1,14	-0,25	0,03	0,30
BALANCE SHEET (€/mIn)					
Fixed Assets	6,75	5,66	5,50	5,45	5,40
Account receivable	1,65	1,77	1,60	1,80	2,10
Inventories	0,62	0,29	0,30	0,30	0,35
Account payable	1,35	1,29	0,90	0,90	0,95
Operating Working Capital	0,92	0,77	1,00	1,20	1,50
Other receivable	0,40	0,11	0,15	0,15	0,15
Other payable	1,34	1,59	1,45	1,50	1,55
Net Working Capital	(0,02)	(0,71)	(0,30)	(0,15)	0,10
Severance Indemnities & Other Provisions	1,18	0,85	0,90	0,95	1,05
NET INVESTED CAPITAL	5,55	4,11	4,30	4,35	4,45
Share Capital	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Reserves	1,61	0,57	-0,57	-0,82	-0,79
Net Income	-1,05	-1,14	-0,25	0,03	0,30
Equity	3,06	1,93	1,68	1,71	2,01
Cash & Cash Equivalent	0,31	0,03	0,43	0,41	0,46
Short Term Debt to Bank	0,98	0,95	1,80	1,95	1,90
M/L Term Debt to Bank	1,83	1,26	1,25	1,10	1,00
Net Financial Position	2,49	2,18	2,62	2,64	2,44
SOURCES	5,55	4,11	4,30	4,35	4,45
CASH FLOW (€/mIn)					
EBIT		-1,07	-0,15	0,15	0,45
Taxes		0,01	0,00	0,02	0,10
NOPAT		-1,08	-0,15	0,13	0,35
D&A		0,80	0,50	0,50	0,60
Change in receivable		(0,12)	0,17	(0,20)	(0,30)
Change in inventories		0,32	(0,01)	0,00	(0,05)
Change in payable		(0,06)	(0,39)	0,00	0,05
Change in others		0,54	-0,18	0,05	0,05
<i>Change in NWC</i>		<i>0,68</i>	<i>(0,41)</i>	<i>(0,15)</i>	<i>(0,25)</i>
Change in provisions		-0,33	0,05	0,05	0,10
OPERATING CASH FLOW		0,08	(0,01)	0,54	0,80
Capex		0,3	(0,3)	(0,5)	(0,6)
FREE CASH FLOW		0,36	(0,34)	0,08	0,25
Financial Management		(0,06)	(0,10)	(0,10)	(0,05)
Change in Debt to Bank		(0,60)	0,85	0,00	(0,15)
Change in Equity		0,01	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY		(0,29)	0,41	(0,02)	0,05

Source: stime Integrae SIM

5.1 FY20A Results

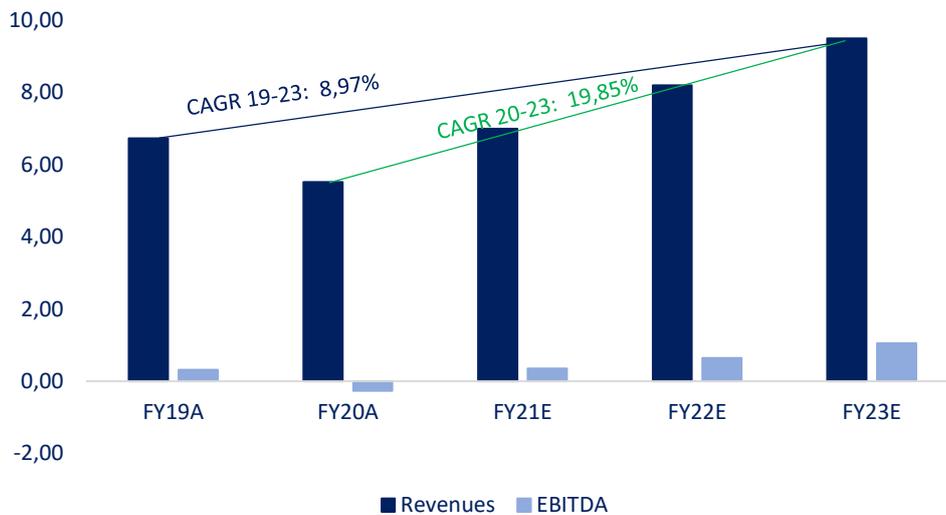
La Società, nel 2020A, oltre alle difficoltà derivanti dalla diffusione della pandemia Covid 19 e le relative conseguenze, ha affrontato una fase di profonda transizione gestionale. Infatti, nel corso dell'anno, si sono concretizzati cambiamenti rilevanti in ambito *top* e *middle management*, inserite nuove risorse commerciali, è stata riorganizzata e focalizzata l'area tecnica e si è avviata la riorganizzazione delle linee di business, con l'obiettivo di rafforzare i prodotti proprietari, con forte focus verso gli sviluppi *Internet of Things*, *Blockchain* e *Artificial Intelligence*.

Nel corso dell'anno Softec ha generato ricavi pari a € 5,49 mln, in discesa rispetto ai € 6,72 mln del 2019A. Come spiegato tramite comunicato stampa, tale decrescita dei ricavi è principalmente derivante dalla mancata cantierizzazione di due commesse di rilevante ammontare, il cui avvio è slittato di alcuni mesi per ragioni anche connesse al Covid-19 e la cui competenza è dell'esercizio in corso. Per quanto riguarda le attività svolte per contenere gli effetti dell'epidemia, la Società comunica che, grazie alla natura del business, lo svolgimento delle attività tramite *smart-working* (iniziato nei primi mesi del 2020A) non ha avuto significative ripercussioni in termini di produttività.

A livello di marginalità, si osserva una decrescita dell'EBITDA nel corso dell'anno, da € 0,32 mln a - € 0,27 mln, in decrescita anche i valori di EBIT (da - € 0,71 mln a - € 1,07 mln) e Net Income (da - € 1,05 mln a - € 1,14 mln). Il calo delle marginalità è principalmente collegato al calo dei ricavi e alla difficoltà di ridurre in maniera proporzionale una porzione dei costi sostenuti. Alcune delle attività di riorganizzazione messe in atto al fine di ridurre i costi sostenuti hanno inciso positivamente sui costi di struttura ma con effetti di efficientamento non ancora tutti visibili alla fine dell'esercizio 2020.

Nonostante i risultati osservabili a livello di Conto Economico, il valore della PFN risulta in miglioramento dal 2019A al 2020A da € 2,49 mln a € 2,18 mln. La variazione è ascrivibile in via prevalente alla riduzione dei debiti iscritti in applicazione dell'IFRS 16, dovuto ad un percorso di ottimizzazione logistica che ha portato alla risoluzione anticipata del contratto di locazione della sede di Milano P.le Lugano, con conseguente passaggio a spazi di *co-working*.

5.2 FY21E – FY23E Estimates

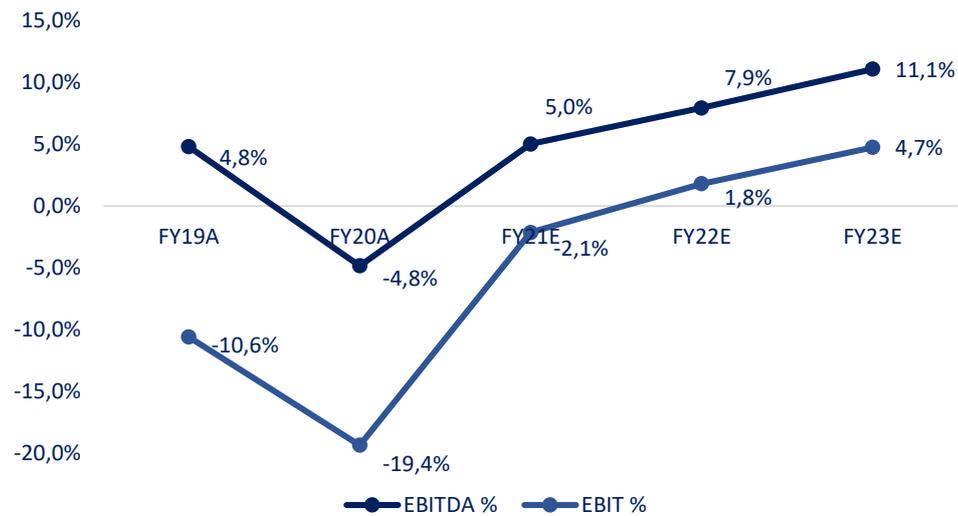
Chart 18 – VoP, EBITDA19A-23E


Source: elaborazione Integrae SIM

Per i prossimi anni, ci aspettiamo un incremento del valore della produzione che, secondo le nostre stime, passerà da € 5,52 mln del 2020A a € 9,50 mln del 2023E (CAGR20A-23E: 19,85%), grazie ai seguenti principali *driver*:

- Sfruttamento nuove opportunità di business in ambito: *phygital IoT e retail experience, platforms, robotics, brand e user experience*;
- Rafforzamento e riorganizzazione dell'area produzione;
- Nuovo posizionamento competitivo come partner tecnologico qualificato in grado di supportare *retailer* ed aziende manifatturiere nel percorso di evoluzione digitale del proprio processo di business in ottica di Industry 4.0. e Retail 4.0;
- Strategie *Inbound Marketing*;
- Consolidamento e ampliamento del rapporto continuo con i partner di canale;
- Investimenti per sviluppi di tecnologia interna;
- Investimenti in tecnologia per il personale;
- Ristrutturazione del personale;
- Rafforzamento qualitativo/quantitativo della rete dei partner industriali finalizzata allo sviluppo del canale indiretto;
- Attuazione di una politica di *retention* per il management e le *key people*;
- Dismissione CED ed esternalizzazione del servizio Hosting (i sistemi risultavano obsoleti, questo permetterà una riduzione dei rischi).

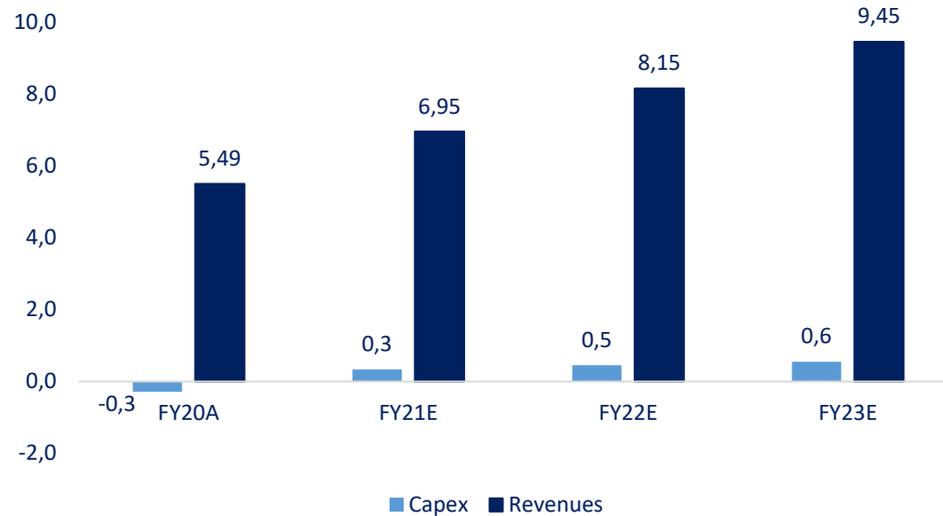
Chart 19 – EBITDA% and EBIT% 19A-23E



Source: elaborazione Integrae SIM

Allo stesso modo, ci aspettiamo un incremento dell'EBITDA che, secondo le nostre stime, passerà da - € 0,27 mln del 2020A a € 1,05 mln del 2023E. Crediamo che Softec potrà migliorare la propria marginalità negli anni di piano grazie al nuovo posizionamento competitivo su attività a maggior valore aggiunto e ad un'ulteriore razionalizzazione dei costi di struttura.

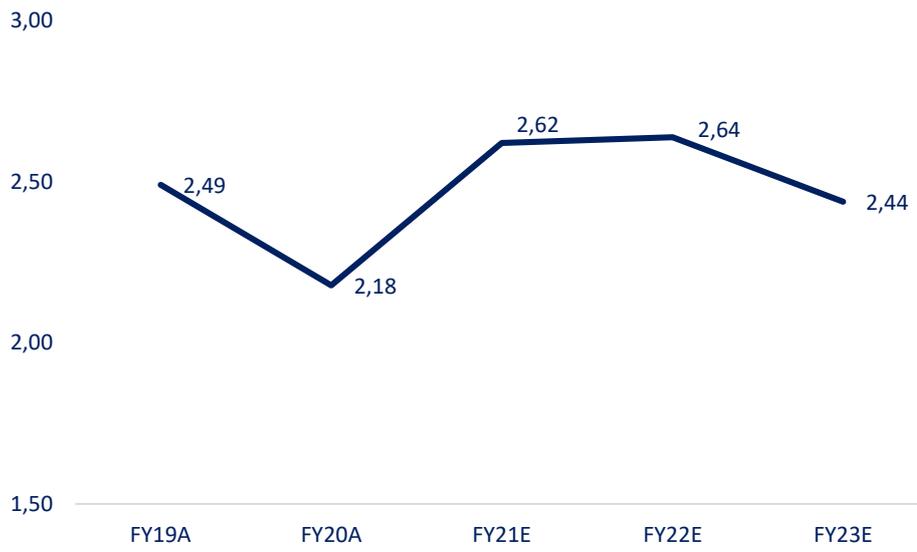
Chart 20 – Revenues, Capex 20A-23E



Source: elaborazione Integrae SIM

Crediamo che nei prossimi anni, la Società investirà principalmente per: sviluppi di tecnologia interna e miglioramento tecnologia per il personale.

Chart 21 - NFP 20A-23E



Source: elaborazione Integrae SIM

6. Valuation

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

6.1 DCF Method

Table 2 – WACC

WACC		5,27%
Risk Free Rate	-0,13% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,85% Beta Adjusted	1,0
D/E (average)	122,22% Beta Relevered	1,9
Ke	9,24% Kd	2,80%

Source: Integrae SIM

In particolare:

- Il Risk-Free Rate è rappresentato dal Rendistato di febbraio 2021 con scadenza compresa tra i 3 anni e 7 mesi e 4 anni e 6 mesi;
- Il Market Premium coincide con il premio per il rischio del mercato italiano calcolato dal Professor A. Damodaran;
- D/E è calcolato in base alle stime di Integrae SIM;
- Ke è stato calcolato tramite CAPM;
- Alfa, ovvero rischio specifico aggiuntivo, tipico degli investimenti azionari in imprese caratterizzati da ridotte dimensioni operative. Trattandosi di piccole dimensioni, lo small cap risk addizionale è stato assunto pari al 2.5%, valore medio tra quelli suggeriti dai principali studi in materia (Massari Zanetti, Valutazione Finanziaria, McGraw-Hill, 2004, pag. 145, A. Damodaran, Cost of Equity and Small Cap Premium in Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets, III edizione 2012, Guatri Bini, Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende, 2009 pag. 236);
- Il Beta è stato fissato pari al Beta di mercato poiché il Beta calcolato sulla base dei competitor non risulta significativo;
- Kd coincide con l'attuale costo del debito della Società.

Utilizzando questi dati, risulta un WACC di 5,27%.

Table 3 – DCF Valuation

DCF Equity Value		6,5
FCFO actualized	0,3	4%
TV actualized DCF	8,3	96%
Enterprise Value	8,6	100%
NFP (FY20A)	2,2	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, ne risulta un *equity value* di € 6,5 mln.

Table 4 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		3,8%	4,3%	4,8%	5,3%	5,8%	6,3%	6,8%
Growth Rate (g)	2,5%	27,7	19,0	14,1	11,0	8,8	7,2	6,0
	2,0%	19,4	14,4	11,2	9,0	7,4	6,1	5,2
	1,5%	14,7	11,5	9,2	7,6	6,3	5,3	4,5
	1,0%	11,7	9,4	7,7	6,5	5,4	4,6	3,9
	0,5%	9,6	7,9	6,6	5,6	4,7	4,1	3,5
	0,0%	8,1	6,8	5,7	4,9	4,2	3,6	3,1
	-0,5%	7,0	5,9	5,0	4,3	3,7	3,2	2,7

Source: Integrae SIM

6.2 Market Multiples

Il Panel utilizzato è formato da Società appartenenti allo stesso settore di Softec.

6.2.1 Composizione del Panel

Digital 360 SpA (Italy) si pone l'obiettivo di accompagnare imprese e pubbliche amministrazioni nel processo di trasformazione digitale e favorirne l'incontro con i migliori fornitori tecnologici. Persegue l'obiettivo tramite le business unit: Demand Generation che supporta le imprese tecnologiche nelle attività di comunicazione, *storytelling*, gestione eventi e generazione di opportunità di business e Advisory & Coaching che si rivolge a tutte le imprese e pubbliche amministrazioni che vogliono intraprendere un percorso di trasformazione digitale.

DHH SpA (Italy) è un'impresa che fornisce "l'infrastruttura virtuale" per gestire siti web, app, e-commerce e applicazioni SaaS (*software-as-a-service*) a oltre 100.000 clienti in tutto il Sud Est Europa.

Reply SpA (Italy) è specializzata nella progettazione e nella realizzazione di soluzioni basate sui nuovi canali di comunicazione e media digitali. Costituita da un modello a rete di aziende altamente specializzate, affianca i principali gruppi industriali europei appartenenti ai settori Telco & Media, Industria e Servizi, Banche e Assicurazioni e PA nella definizione e nello sviluppo di modelli di business abilitati dai nuovi paradigmi dell'AI, Cloud Computing, Digital Media e Internet of Things. I servizi includono: Consulenza, System Integration e Digital Services.

Websolute SpA (Italy) è una *digital company* attiva principalmente nella creazione di piattaforme digitali, nel digital marketing e Brand UX, UI e Customer Journey. Nel 2018, la Società ha ottenuto la certificazione come PMI innovativa. Websolute è una holding operativa e offre una diversificata gamma di prodotti e servizi: Piattaforme Digitali, Digital Marketing, Brand UX, UI e Customer Journey, Social & Influencer Marketing, e-Commerce Strategy & Management, Cloud & System Integration, Mobile Apps, Editoria New Media, Consulenza Digital Strategy e altro.

Digital Value SpA (Italy) con sede a Roma e Milano ed attività sull'intero territorio nazionale, è a capo di un Gruppo che costituisce uno degli operatori di riferimento in Italia nel settore delle soluzioni e servizi IT. Il Gruppo svolge attività di ricerca, progettazione, sviluppo e commercializzazione di soluzioni e servizi ICT per la digitalizzazione di clienti *large account* operanti nei settori strategici dell'economia del paese (Telecomunicazioni, Trasporti, Utilities, Finance, Industria e Pubblica Amministrazione).

Neosperience SpA (Italy) è una PMI innovativa italiana che opera come *software vendor*. Fondata a Brescia nel 2006, la Società è attiva nel settore della Digital Customer Experience con Neosperience Cloud: piattaforma software che sfrutta l'Intelligenza Artificiale che permette di offrire un'esperienza digitale personalizzata ed empatica. Tra le aziende clienti di Neosperience figurano società leader nel settore della moda, della GDO e dei servizi finanziari.

Be Think, Solve, Execute SpA (Italy) quotato sul segmento STAR di Borsa Italiana, è tra i principali player italiani nel settore di Business Consulting e IT Services. Grazie alla combinazione di competenze specialistiche, avanzate tecnologie proprietarie ed esperienza consolidata, il Gruppo supporta primarie istituzioni finanziarie, assicurative e industriali internazionali nella creazione di valore e nella crescita del business.

Table 5 – Comparables Financial Highlights (data in € mln)

FY2019A	Digital360 SpA	DHH SpA	Reply S.p.A.	Websolute SpA	Digital Value SpA	Neosperience SpA	Be Think, Solve, Execute S.p.A.	Peer Median	Sottec
Country	Italy	Italy	Italy	Italy	Italy	Italy	Italy		
Mkt Cap	4,5	12,3	2.598,2	19,9	176,2	57,7	170,0	57,7	4,5
EV	21,4	10,0	2.496,5	20,8	148,3	59,2	183,1	59,2	7,0
Profitability									
Sales	24,9	6,8	1.205,7	12,8	363,2	13,9	148,5	24,9	6,7
EBITDA	2,9	0,5	191,3	2,1	31,3	3,1	20,9	3,1	0,3
EBIT	0,5	0,1	154,1	0,9	27,1	1,1	12,2	1,1	-0,7
Net Profit	-0,5	0,1	113,0	0,5	19,0	0,9	6,1	0,9	-1,0
EBITDA Margin	11,6%	7,4%	15,9%	16,6%	8,6%	22,3%	14,1%	14,1%	4,8%
EBIT Margin	2,0%	1,5%	12,8%	6,8%	7,5%	7,9%	8,2%	7,5%	-10,6%
Net Profit Margin	-2,0%	1,5%	9,4%	3,9%	5,2%	6,5%	4,1%	4,1%	-15,6%
Capital Structure									
NFP	16,9	-2,3	-101,7	0,9	-27,9	1,5	13,1	0,9	2,5
NFP/EBITDA	5,8x	N/A	N/A	0,4x	N/A	0,5x	0,6x	0,6x	7,7x

Source: Bloomberg

6.2.2 Multiples Method

Table 6 – Market Multiples

Company Name	EV/Sales (x)			EV/EBITDA (x)		
	FY21E	FY22E	FY23E	FY21E	FY22E	FY23E
Digital360 SpA	1,5	1,3	1,1	7,7	6,6	5,8
Dominion Hosting Holding SpA	2,6	2,3	N/A	7,1	6,2	N/A
Reply S.p.A.	2,4	2,2	2,0	14,8	13,3	12,4
Websolute SpA	0,8	0,7	N/A	5,7	4,7	N/A
Digital Value SpA	0,8	0,7	N/A	8,0	6,8	N/A
Neosperience SpA	1,7	1,3	1,0	7,3	4,8	3,2
Be Think, Solve, Execute S.p.A.	1,2	1,1	N/A	6,7	6,2	N/A
Peer median	1,5	1,3	1,1	7,3	6,2	5,8

Source: elaborazione Integrae SIM e consensus di mercato

Table 7 – Market Multiples Valuation

€/mln	2021E	2022E	2023E
Enterprise Value (EV)			
EV/Sales	10,1	10,5	10,8
EV/EBITDA	2,5	4,0	6,1
Equity Value			
EV/Sales	7,5	7,9	8,3
EV/EBITDA	N/A	1,4	3,7
Equity Value post 25% discount			
EV/Sales	5,6	5,9	6,3
EV/EBITDA	N/A	1,1	2,7
Average	5,6	3,5	4,5

Source: elaborazione Integrae SIM e consensus di mercato

L'equity value di Softec utilizzando i *market multiple* EV/Sales ed EV/EBITDA risulta essere pari a circa € 6,0 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%: **ne risulta un equity value di € 4,5 mln.**

7. Equity Value

Table 8 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	5,5
Equity Value DCF (€/mln)	6,5
Equity Value multiples (€/mln)	4,5
Target Price (€)	2,20

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a € 5,5 mln. **Il target price è quindi di € 2,20, rating BUY e rischio MEDIUM.**

Table 9 – Implied Multiples – Sensitivity Analysis

Equity Value (€/mln)	EV/Sales			EV/EBITDA		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
3,0	0,7x	0,6x	0,5x	N/A	8,0x	4,9x
4,0	0,9x	0,8x	0,7x	N/A	9,5x	5,9x
5,0	1,0x	0,9x	0,8x	N/A	11,0x	6,8x
6,0	1,2x	1,0x	0,9x	N/A	12,6x	7,8x
7,0	1,3x	1,1x	1,0x	N/A	14,1x	8,7x
8,0	1,5x	1,2x	1,1x	N/A	15,7x	9,7x
9,0	1,6x	1,4x	1,2x	N/A	17,2x	10,6x

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. INTEGRÆ SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRÆ 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 is current financial analyst.

Disclaimer

This publication was produced by INTEGRÆ SIM SpA. INTEGRÆ SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of March 29th 2011. INTEGRÆ SIM SpA performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

INTEGRÆ SIM SpA is distributing this report in Italian and in English, starting from the date indicated on the document, to approximately 300 qualified institutional investors by post and/or via electronic media, and to non-qualified investors through the Borsa Italiana website and through the leading press agencies.

Unless otherwise indicated, the prices of the financial instruments shown in this report are the prices referring to the day prior to publication of the report. INTEGRÆ SIM SpA will continue to cover this 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 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. INTEGRÆ SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRÆ SIM SpA shall not be directly and/or indirectly held liable for the correctness or completeness of said sources.

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRÆ SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRÆ SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRÆ SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. 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. INTEGRÆ SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, 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:

- Integrae SIM S.p.A. It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Nominated Adviser of the Softec SpA;
- Integrae SIM S.p.A. It pays, or has paid in the past 12 months inside of the engagement of specialist, research services in favor of Softec SpA;
- Integrae SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Softec SpA.

At the Integrae SIM website you can find the archive the last 12 months of the conflicts of interest between Integrae SIM and issuers of financial instruments, and their group companies, and referred to in research products produced by analysts at Integrae SIM.