

Sourcesense	<i>Italy</i>	<i>FTSE AIM Italia</i>	<i>IT</i>
Rating: BUY	Target Price: € 5,00	Initiation of Coverage	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	N/A	N/A	N/A	N/A
to FTSE AIM Italia	N/A	N/A	N/A	N/A
to FTSE STAR Italia	N/A	N/A	N/A	N/A
to FTSE All-Share	N/A	N/A	N/A </td <td>N/A</td>	N/A
to EUROSTOXX	N/A	N/A	N/A	N/A
to MSCI World Index	N/A	N/A	N/A	N/A

Stock Data	
Price	€ 2,75
Target price	€ 5,00
Upside/(Downside) potential	81,8%
Bloomberg Code	SOU IM Equity
Market Cap (€m)	€ 21,65
EV (€m)	€ 23,00
Free Float	29,08%
Share Outstanding	7.872.500
52-week high	N/A
52-week low	N/A
Average daily volumes (3m)	N/A

Key Financials (€m)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Revenues	14,5	16,1	19,0	21,5
VoP	15,5	17,0	19,5	22,0
EBITDA	1,7	2,0	2,4	2,9
EBIT	1,0	1,2	1,8	2,2
Net Profit	0,5	0,7	1,1	1,5
EBITDA margin	10,8%	11,8%	12,1%	13,2%
EBIT margin	6,2%	6,8%	9,0%	10,0%
Net Profit margin	3,5%	3,9%	5,8%	6,7%

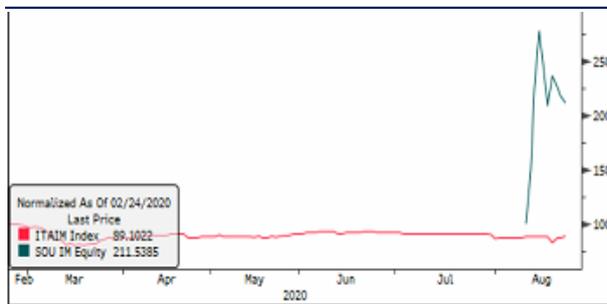
Main Ratios	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	13,7	11,5	9,8	7,9
EV/EBIT (x)	23,9	20,0	13,1	10,5
P/E (x)	39,6	32,5	19,1	14,8

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



Company Overview

Sourcesense S.p.A. è una Società operante nel settore IT con sedi a: Roma, Milano, Cosenza e Londra. La Società nasce dall'esperienza ultradecennale di realtà italiane ed estere focalizzate nella realizzazione di soluzioni per le principali aziende enterprise, basate su tecnologie "open source", utilizzando infrastrutture cloud e supportando i clienti nelle scelte strategiche e nel processo di progettazione, integrazione e sviluppo di sistemi e di piattaforme. Sourcesense opera attraverso 5 Service Line: Consulting, Solutions, Subscriptions, Cloud Services ed Enterprise Apps.

Market

La spesa prevista per i prossimi anni, per le aziende italiane in prodotti del mercato ICT, risulta in crescita da € 30,5 mld a € 32,4 mld. Tra le categorie di prodotti ICT, quelle in maggiore crescita risultano essere Software e Servizi IT. In particolare, la spesa per Software, secondo le stime Assintel, passerà dai € 6,5 mld del 2018 a € 8,3 mld del 2022, con un CAGR 18-22 pari al 6,4%. La spesa per Servizi IT passerà dagli € 11,0 mld del 2018 agli € 11,6 mld del 2022, con un CAGR complessivo pari all'1,3%. Secondo una ricerca che ha coinvolto 950 leader del settore IT, condotta da Red Hat, il 95% degli intervistati ha dichiarato che l'Open Source avrà importanza strategica nei prossimi anni.

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Sourcesense 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 €41,8 mln. L'equity value di Sourcesense utilizzando i market multiples risulta essere pari €36,9 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 39,4 mln. Il target price è di € 5,00, rating BUY e rischio MEDIUM.

Sommario

1.	Company Overview	3
1.1	L'attività	3
1.2	Storia Societaria	4
1.3	Struttura del Gruppo.....	5
1.4	Key People.....	6
2.	Il Business Model	7
2.1	Model	7
2.3	Portafoglio Prodotti e Servizi	11
3	Il mercato	17
3.1	Mercato ICT Italia.....	17
3.2	Open Source.....	20
3.3	Impatto Epidemia Covid-19	21
4	Posizionamento Competitivo	22
4.1	Swot	23
5	Economics & Financials	24
6	Valuation	31
6.1	DCF Method	31
6.2	Market Multiples	33
7.	Valuation Range.....	36

1. Company Overview

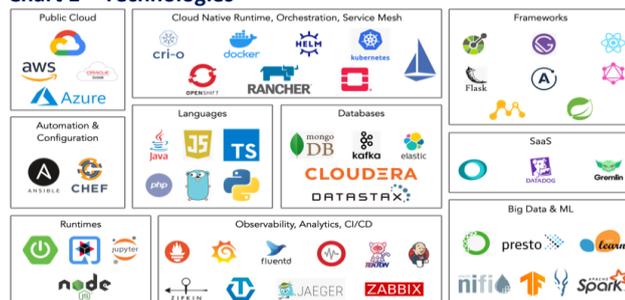
1.1 L'attività

Sourcesense S.p.A. («Sourcesense») è una Società operante nel settore IT con sedi a: Roma, Milano, Cosenza e Londra. La Società nasce dall'esperienza ultradecennale di realtà italiane ed estere, focalizzate nella realizzazione di soluzioni per le principali aziende *enterprise* del settore basate su tecnologie "open source", utilizzando infrastrutture *cloud* e supportando i clienti nelle scelte strategiche e nel processo di progettazione, integrazione e sviluppo di sistemi e di piattaforme. La Società sviluppa software applicativi, utilizzando la metodologia "Agile", una metodologia di *project management* che utilizza cicli di sviluppo brevi ("*sprint*"), per concentrarsi sul miglioramento continuo nello sviluppo di un prodotto o servizio. Per l'erogazione dei propri servizi, la Società si avvale di soluzioni di importanti *partner* del settore.

Sourcesense opera attraverso cinque *Service Line*:

- **Consulting:** fornisce consulenza specialistica e metodologica sulle tecnologie oggetto della linea di offerta della Società. Nel 2019, con € 4,0 mln, questa *Service Line* ha generato circa il 27% dei ricavi totali consolidati e un Gross Margin pari al 39%;
- **Solutions:** fornisce soluzioni in grado di risolvere le necessità dei clienti mediante la realizzazione di servizi ad alto valore aggiunto. Nel 2019, ha contribuito ai ricavi totali della Società per € 3,2 mln, generando una quota pari al 22% circa sul totale dei ricavi consolidati. La *Service Line*, nel 2019, ha generato un Gross Margin pari al 47%;
- **Subscriptions:** vende *subscription* dei partner commerciali per agevolare i clienti nell'utilizzo dei software *open source*. Nel 2019, ha contribuito ai ricavi totali del Gruppo per € 5,2 mln, generando una quota pari al 36% circa. La *Service Line*, nel 2019, ha generato un Gross Margin pari al 13%;
- **Cloud Services:** fornisce, in modalità SaaS, servizi *cloud* ad alto valore aggiunto, come ad esempio le soluzioni realizzate per i clienti e/o i *software* dei partner commerciali venduti mediante *subscription*. Nel 2019, ha contribuito ai ricavi totali del Gruppo per € 1,9 mln, generando una quota pari al 13% circa. La *Service Line*, nel 2019, ha generato un Gross Margin pari al 52%;
- **Enterprise Apps:** svolge attività di sviluppo e progettazione, sia su *cloud* che *on-premise*, sfruttando il proprio *know-how* ingegneristico. Nel 2019, ha contribuito ai ricavi totali del Gruppo per € 0,2 mln, generando una quota pari al 2% circa. La *Service Line*, nel 2019, ha generato un Gross Margin pari all'84%.

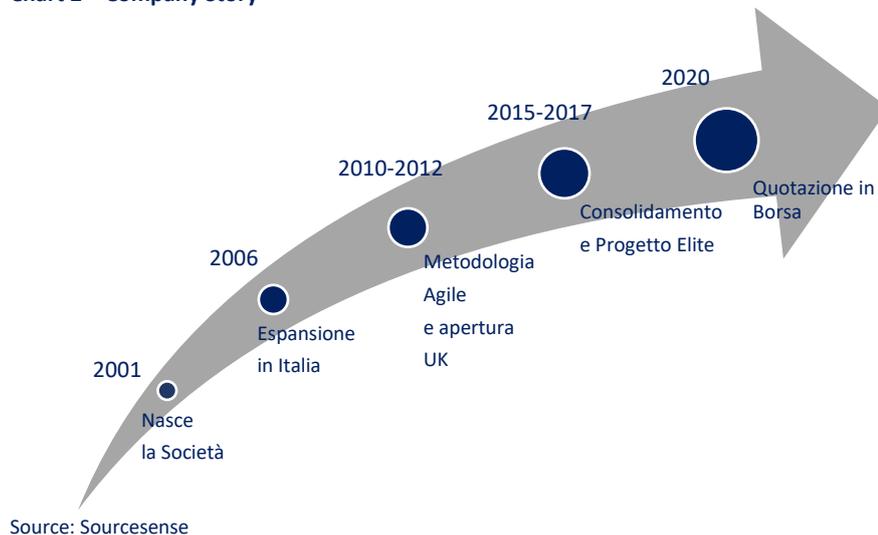
Chart 1 – Technologies



Source: Sourcesense

1.2 Storia Societaria

Chart 2 – Company Story



- Nel 2001, Marco Bruni, attuale Presidente del Consiglio di Amministrazione, costituisce la Società con il nome di Pro-netics, Società operante nel settore IT.
- Nel 2009, la Società inizia il proprio processo di espansione sul territorio nazionale. Durante l'anno, infatti, Sourcesense apre i primi uffici a Milano con l'intento specifico di gestire i prodotti in Open Source.
- Tra il 2010 e il 2012 la Società continua il proprio processo di evoluzione ed espansione. Nel 2012, Sourcesense adotta la metodologia di *project management* "Agile" per il mercato *enterprise*. Nel 2012, inizia il progetto di internazionalizzazione della Società con l'apertura dei nuovi uffici nel Regno Unito, in questo modo, Sourcesense inizia ad operare nel mercato europeo dell'Open Source.
- Nel 2015, la Società fa registrare una significativa crescita del fatturato nel Nord Italia e in UK e mostra un importante consolidamento della posizione di *leadership* nel mercato dell'Open Source. Nel 2017, Sourcesense entra a far parte del progetto Elite di Borsa Italiana.
- In data 18/06/2020 la Società ha presentato la richiesta relativa all'ottenimento della certificazione di PMI Innovativa.
- In data 12/08/2020 è avvenuta la quotazione della Società sul mercato AIM Italia.

1.3 Struttura del Gruppo

Chart 3 – Group

Azionisti	Quota di partecipazione
Marco Bruni	49,65%
Marco Marzuoli	21,28%
Mercato	29,08%

Source: Sourcesense

La Società detiene il 100% di Sourcesense Digital, Sourcesense Technology e Sourcesense UK, ed è controllata per il 49,65% da Marco Bruni, fondatore e Presidente del CdA, per il 21,28% da Marco Marzuoli, membro del CdA e per il restante 29,08% dal mercato.

Le società controllate italiane rappresentano dei “*competence center*” tecnologici: non hanno contatti diretti con il mercato, erogano servizi esclusivamente alla Capogruppo e non hanno un proprio portafoglio di clienti esterni.

In particolare, Sourcesense Digital S.r.l. rappresenta il centro delle competenze di “*front-end*”, ovvero gli aspetti legati alla “*user experience*” delle soluzioni *software*, mentre Sourcesense Technology S.r.l. rappresenta il centro delle competenze di “*back-end*”, inerenti alle piattaforme dedicate alla computazione ed al trattamento dei dati.

Sourcesense UK, invece, rappresenta il polo commerciale del Gruppo per il mercato estero e, in minima parte, per le attività di *consulting* in locale.

Ha un portafoglio clienti proprio, ma si interfaccia con la Capogruppo per l'erogazione della generalità di servizi.

1.4 Key People

Marco Bruni – Presidente CDA

Laureato in Scienze dell'Informazione presso l'Università di Pisa, già nel 1992 lavora come analista in una società di ricerca sull'intelligenza artificiale, per poi diventare senior presso una società di software e sistemi avanzati per le telecomunicazioni con il compito di realizzare il sistema di gestione della rete in fibra ottica di Telecom Italia Mobile. Nel 2001 fonda Sourcesense (prima Pro-netics S.p.A.), di cui è attualmente Presidente del CdA, portando a termine quattro operazioni straordinarie di acquisizione, finalizzate all'ampliamento delle competenze tecnologiche e al consolidamento della posizione di mercato. Nel corso degli anni ricopre altri ruoli (IT Officer dal 1998 al 2006, Amministratore e co-fondatore di altre società di *software*).

Marco Marzuoli – Consigliere

Laureato in Scienze dell'Informazione nel 1989 presso l'Università di Pisa, dal 1990 al 2000 matura esperienza nel campo IT come analista e successivamente Manager presso un'importante azienda di sviluppo software. Dal 2000 al 2006 diventa Responsabile di Divisione e Account Manager presso una multinazionale ICT americana, mentre dal 2007 al 2013 è General Manager e Responsabile Commerciale presso una delle principali aziende ICT in Italia. Dal 2014 è prima Top Manager e poi diventa anche membro del CdA presso Sourcesense.

Daniele Notarnicola – Amministrazione Finanza e Controllo

Laureato in Economia e Commercio presso l'Università "La Sapienza" di Roma nel 2004, già a partire dal 2002 lavora presso Sourcesense (prima Pro-netics S.r.l.) e dopo una prima esperienza di coordinamento e controllo di commesse tecniche, si sposta in Amministrazione. Dal 2007 ricopre il ruolo di Responsabile dell'Area Amministrazione, Finanza e Controllo di Sourcesense, occupandosi di controllo amministrativo, *cash management*, pianificazione a breve e medio periodo, gestione rapporti con il sistema bancario.

Beatrice Del Curto – Marketing and Communication Coordinator

Laureata in Lingue e Letterature straniere presso l'Università di Milano, dal 2012 al 2019 matura diverse esperienze come Assistente Marketing e Comunicazione, Operation & Services Manager e Account Manager in importanti realtà dell'IT e del marketing. Dal 2019 entra in Sourcesense con il ruolo di definire la strategia di marketing e di pianificazione ed esecuzione di campagne *digital* e *social*. Si occupa inoltre di *brand communication* e di rafforzamento e gestione delle relazioni con i partner più strategici.

Simon Howard – Regional Sales Director

Laureato in Elettronica e Telecomunicazioni presso la Thames Valley University a Londra, inizia la sua carriera come *account manager* presso società operanti nel settore del computer *networking*, per poi diventare *account director* presso società IT e di telecomunicazioni di *standing* mondiale. Nel 2016 entra in Sourcesense come Regional Sales Director ed è responsabile delle vendite e del marketing in UK e nel resto del mondo, occupandosi dello sviluppo e della gestione dei portafogli clienti, focalizzandosi principalmente sulle più grandi società del FinTech.

2. Il Business Model

Sourcesense opera tramite 5 diverse Service Line:

- **Consulting:** linea people intensive, la crescita dei ricavi è lineare rispetto alla crescita dei costi. Su questa linea, il cliente paga sulla base delle giornate-uomo che vengono messe a disposizione dalla Società per l'erogazione dei servizi.
- **Solutions:** linea caratterizzata da scalabilità del modello, grazie alla possibilità di riutilizzo delle soluzioni con le stesse risorse umane: crescita ricavi non lineare rispetto ai costi. Su questa linea, il modello di fatturazione SAL prevede la rendicontazione dei ricavi sulla base dello stato di avanzamento del servizio erogato al cliente, questo è possibile poiché si tratta di servizi ad alto valore aggiunto, che possono avere una durata più lunga rispetto a quelli erogati mediante le altre *service line*;
- **Subscriptions:** linea basata sul sistema "acquisto solo se vendo": la crescita dei ricavi è lineare rispetto alla crescita dei costi. La vendita di *subscription* avviene sulla base di un listino prezzi definito direttamente dal *vendor*. La marginalità per la Società è costituita principalmente dal *mark-up* rispetto al prezzo del *vendor*. Il *mark-up* risulta crescente al crescere del livello di *partnership* con il *vendor*;
- **Cloud Services:** linea caratterizzata da scalabilità del modello, mediante vendita di più pacchetti di servizio omogenei. Il modello *Software-as-a-service* consiste nell'erogazione del prodotto come servizio standard in *cloud*. I clienti pagano una sottoscrizione fissa e una *fee* variabile in base all'uso;
- **Enterprise Apps:** linea caratterizzata da scalabilità del modello una volta raggiunto il *break-even*, grazie alla replicabilità del servizio con lo stesso impiego di risorse. Il cliente, per usufruire dei servizi erogati, paga un canone mensile/annuale direttamente definito dalla Società, in linea con i prezzi praticati sul mercato.

2.1 Model

2.1.1 Consulting

La catena del valore della linea Consulting può essere suddivisa negli *step* di seguito indicati, curati da appositi *team* dedicati, i quali:

- esaminano le necessità prospettate dal singolo cliente, la fattibilità degli interventi dal punto di vista tecnologico, il *mix* di competenze e le tempistiche richieste (*assessment*);
- in base agli esiti *dell'assessment*, selezionano un gruppo di lavoro composto da personale specializzato e dotato delle competenze necessarie in relazione all'oggetto dell'intervento da effettuarsi in favore del cliente (*casting*);
- una volta individuato il gruppo di lavoro, procedono alla pianificazione dell'intervento, conciliando le necessità del cliente con il piano di allocazione aziendale di risorse umane (*resource planning*);
- seguono e coordinano l'intervento del gruppo di lavoro individuato, il quale, a sua volta, entra in contatto con il personale tecnico del cliente per definire le modalità operative e le interfacce di comunicazione e si occupa di portare a termine tutte le attività oggetto dell'intervento, sia se predeterminate sia se comunicate di volta in volta dalla controparte tecnica (*provisioning*);
- una volta terminato l'intervento del gruppo di lavoro presso il cliente, unitamente ai *team* di *business design* e *operational excellence*, analizzano le attività effettuate e raccolgono le relative risultanze, con lo scopo di migliorare le proprie soluzioni, i propri servizi e/o la linea di offerta (*technological loopback*);

- unitamente ai *team* commerciali, analizzano eventuali servizi analoghi da proporre ad altri clienti e preparano proposte per migliorie ed evoluzioni allo stesso cliente (*commercial monitoring*).

2.1.2 Solutions

La catena del valore necessaria alla creazione di *solutions*, con riferimento alle commesse ordinarie, può essere suddivisa negli *step* di seguito indicati:

- i *team* di lavoro dedicati al progetto effettuano uno studio di fattibilità sulle *solutions* da poter proporre al cliente (*assessment*);
- i *team* di lavoro individuano una possibile *solution* e la propongono al cliente (*proposal*);
- in caso di accettazione della proposta da parte del cliente, i *team* di lavoro sperimentano la *solution* (*test*);
- in caso di esito positivo della sperimentazione, i *team* di lavoro realizzano la *solution* accettata e testata (*development*);
- la *solution* realizzata viene consegnata al cliente nella sua forma finale “chiavi in mano” e al cliente viene fornito supporto nella relativa implementazione nel proprio contesto aziendale (*deployment*);
- in alternativa o in aggiunta all’attività di supporto nell’implementazione, la *solution* consegnata viene monitorata nel suo funzionamento, così che i *team* di lavoro possano apportarvi, se necessario, modifiche o miglioramenti (*technical monitoring*).

La catena del valore necessaria alla creazione di *solutions*, con riferimento alla partecipazione in gare indette da enti pubblici o semipubblici, può essere suddivisa negli *step* di seguito indicati:

- i *team* di lavoro dedicati al progetto effettuano uno studio di fattibilità sulle *solutions* da poter proporre nell’ambito di una gara indetta (*assessment*);
- i *team* di lavoro preparano la documentazione e pongono in essere il necessario per la partecipazione alla gara (*tender*);
- i *team* di lavoro propongono la *solution* nell’ambito della gara indetta (*proposal*);
- in caso di richieste di modifiche o rimodulazioni della proposta da parte del potenziale cliente, i *team* di lavoro effettuano un nuovo *assessment* (*assessment*);
- i *team* di lavoro propongono la nuova *solution* ideata (*proposal*);
- in caso di accettazione della proposta, i *team* di lavoro testano e realizzano la *solution* (*development*);
- la *solution* realizzata viene consegnata al cliente nella sua forma finale “chiavi in mano” e ne viene monitorato il funzionamento, ovvero ne viene seguita l’implementazione presso il contesto aziendale del cliente (*deployment and technical monitoring*).

2.1.3 Subscriptions

La catena del valore della linea Subscriptions può essere suddivisa negli *step* di seguito indicati, curati da appositi *team* di lavoro dedicati, i quali:

- esaminano le necessità prospettate dal singolo cliente, l’eventuale possesso, da parte dello stesso, di *subscriptions* (tipicamente in scadenza), e l’ambito operativo di destinazione delle *subscriptions* richieste (*assessment*);

- in base agli esiti *dell'assessment*, valutano e definiscono nel dettaglio le *subscriptions* più adeguate alle necessità espresse dal singolo cliente, determinandone i relativi prezzi da proporre (*quote*);
- presentano al cliente tutte le possibili offerte di *subscriptions* con la relativa quotazione (*proposal*);
- in caso di accettazione della proposta, procedono all'acquisto, dai partner di volta in volta interessati, delle *subscriptions* richieste dal cliente e al conseguente invio dei relativi codici al personale tecnico del cliente (*rollout*);
- assicurano il supporto all'installazione e alla corretta configurazione dei prodotti e/o servizi oggetto delle *subscriptions* ed eventualmente – se previsto nella proposta accettata dal cliente – prestano servizi consulenziali (*setup and configuration*);
- unitamente ai team di *business design* e *operational excellence*, analizzano le attività effettuate e raccolgono le relative risultanze con lo scopo di migliorare le proprie soluzioni, i propri servizi e/o la linea di offerta (*technological loopback*);
- unitamente ai team commerciali, analizzano eventuali servizi analoghi da proporre ad altri clienti e preparano proposte per migliorie ed evoluzioni allo stesso cliente (*commercial monitoring*).

2.1.4 Cloud Services

La catena del valore della linea Cloud Services può essere suddivisa negli *step* di seguito indicati, curati da appositi *team* di lavoro dedicati, i quali:

- esaminano e analizzano le risultanze delle esperienze e i dati raccolti nell'ambito delle attività svolte per le linee Solutions e Consulting, per poi valutare la possibilità di ingegnerizzare un servizio *cloud* che possa soddisfare le rilevate esigenze della clientela (*design*);
- effettuano uno studio di fattibilità sul servizio da proporre al mercato (*assessment*);
- in caso di esito positivo dello studio di fattibilità sul servizio ideato, presentano il medesimo servizio, unitamente a un piano di investimento, al *management* tecnico e commerciale del Gruppo (*proposal*);
- in caso di accettazione della proposta, sperimentano le possibili funzionalità del servizio *cloud* e raccolgono i relativi *feedback* sia internamente sia da clienti selezionati (*prototyping*);
- in caso di esito positivo della sperimentazione, realizzano la piattaforma in *cloud* per l'erogazione del servizio recependo i *feedback* ricevuti (*development*);
- stabiliscono il *pricing* da applicare al servizio *cloud* realizzato (unitamente ai *team* commerciali e di *marketing*), predispongono la comunicazione da inserire sui canali digitali aziendali (incluso logo e nome), finalizzano la documentazione di uso (tra cui la preparazione degli *screenshot*) e la strategia di lancio e rilasciano il servizio *online* (*rollout*);
- per ogni singolo servizio realizzato, affidano a *team* di lavoro specializzati in *user support*: la predisposizione di appositi strumenti di supporto agli utenti e di strumenti funzionali alla segnalazione di errori di funzionamento e la pianificazione del lavoro di supporto per le fasce orarie contrattualmente pattuite (*user support*);
- predispongono l'infrastruttura tecnologica per consentire la corretta erogazione del servizio, predispongono tutti i servizi di monitoraggio operativo e mettono a disposizione della clientela gli strumenti per una costante valutazione del rispetto dei livelli di servizio definiti contrattualmente (*provisioning*);
- unitamente ai *team* commerciali e di *marketing*, controllano l'evoluzione delle vendite, valutano azioni promozionali, analizzano eventuali servizi analoghi proposti dalla

concorrenza (sia in termini di sovrapposizione sia in termini di complementarietà di funzioni) e preparano proposte per migliorie ed evoluzioni (*commercial monitoring*).

2.1.5 Enterprise Apps

La catena del valore della linea “Enterprise apps” può essere suddivisa negli *step* di seguito indicati, curati da appositi *team* di lavoro dedicati, i quali:

- esaminano e analizzano le risultanze delle esperienze e i dati raccolti nell’ambito delle attività svolte per le linee Solutions, Consulting e Cloud Services al fine di ideare, elaborare e ingegnerizzare possibili nuove soluzioni a servizio di *software open source* dei *vendor* e non già disponibili nei *marketplace* (*design*);
- verificano il potenziale interesse da parte di selezionati clienti già acquisiti, e, in caso di esito positivo delle verifiche condotte, effettuano uno studio di fattibilità sulla soluzione da realizzare (*assessment*);
- in caso di esito positivo dello studio di fattibilità, propongono la soluzione da realizzare, unitamente a un piano di investimento, al *management* tecnico e commerciale del Gruppo (*proposal*);
- in caso di accettazione della proposta, sperimentano le possibili funzionalità dell’*enterprise app* sia internamente sia presso clienti selezionati (*prototyping*);
- in caso di esito positivo della sperimentazione, realizzano l’*enterprise app* accettata e testata (*development*);
- consegnano al *partner* commerciale di tecnologia l’*enterprise app* realizzata nella sua forma finale e “pronta all’uso” (*turn-key* o “chiavi in mano”) per la validazione in vista della pubblicazione sul *marketplace* (*certification*);
- stabiliscono il *pricing* da applicare all’*enterprise app* realizzata (unitamente ai *team* commerciali e di *marketing*), predispongono la comunicazione da inserire sul *marketplace* (incluso logo e nome), finalizzano la documentazione di uso (tra cui la preparazione degli *screenshot*), definiscono le condizioni di licenza e la strategia di lancio e, ottenuta la certificazione del *vendor* interessato, pubblicano l’*enterprise app* sul *marketplace* (*rollout*);
- per ogni singola *enterprise app* realizzata, affidano a *team* di lavoro specializzati in *user support* la predisposizione di appositi strumenti di supporto agli utenti e di strumenti funzionali alla segnalazione di errori di funzionamento (*online service desk*) ovvero alle richieste di funzionalità aggiuntive (*user support*);
- predispongono l’infrastruttura tecnologica per consentire il *bug tracking* (tracciamento di *bug*) sulle singole *release* di prodotto, si occupano del *bug fixing* (correzione di *bug*) in funzione degli eventuali problemi rilevati dai *team* di *user support* o segnalati dagli utenti e preparano i piani di evoluzione dell’*enterprise app* (*roadmapping*);
- unitamente ai *team* commerciali e di *marketing*, controllano l’evoluzione delle vendite, valutano azioni promozionali, analizzano eventuali *enterprise apps* concorrenti e già presenti sui *marketplace* e preparano proposte per migliorie ed evoluzioni (*commercial monitoring*).

2.3 Portafoglio Prodotti e Servizi

Sourcesense opera su cinque diverse linee:

- **Consulting:** offre consulenza specialistica e metodologica sulle tecnologie oggetto della linea di offerta. La linea di servizio ha due principali ambiti di applicazione:
 - supporto nei processi di cambiamento e di gestione del rischio aziendali;
 - accelerazione nella *business transformation*.

- **Solutions:** l'offerta si articola nell'individuazione di soluzioni in grado di risolvere le necessità dei clienti mediante la realizzazione di servizi ad alto valore aggiunto. La linea di servizio ha due principali ambiti di applicazione:
 - assemblaggio e integrazione componenti software open source e infrastrutture in cloud;
 - velocizzazione processi di *digital transformation*.

- **Subscriptions:** vendita di *subscription* dei partner commerciali, per agevolare i clienti nell'utilizzo dei software Open Source. La linea di servizio ha tre principali ambiti di applicazione:
 - portali di business;
 - sistemi di gestione documentale;
 - sistemi di gestione processi aziendali.

- **Cloud Services:** erogazione di servizi ad alto valore aggiunto sfruttando le potenzialità del *cloud*. La linea di servizio ha tre principali ambiti di applicazione:
 - servizi informativi e di marketing;
 - servizi di gestione processi aziendali;
 - servizi di gestione infrastrutturale.

- **Enterprise App:** sviluppo di *plug-in* sulle applicazioni software per consentirne un maggior sfruttamento delle proprie potenzialità. La linea di servizio ha tre principali ambiti di applicazione:
 - sistemi di gestione processi aziendali;
 - potenziamento *insite* di utilizzo;
 - estensione funzionalità di configurazione e gestione delle applicazioni.

2.4 Casi di Successo

Nell'ambito dello svolgimento della propria attività, la Società, negli ultimi anni, ha avuto la possibilità di portare a termine progetti di grande rilevanza per clienti di primaria importanza, quali: Poste Italiane, Enel e Il Sole 24 Ore.

2.4.1 Poste Italiane

- **Cliente:** Poste Italiane è il principale operatore nella gestione del servizio postale in Italia, offre anche servizi finanziari, assicurativi e per la telefonia mobile.
- **Necessità:** Poste Italiane aveva la necessità di:
 - Intraprendere un percorso di profondo cambiamento, con l'obiettivo di arrivare ad una trasformazione tecnologica e all'evoluzione dell'infrastruttura aziendale;
 - formare un vero e proprio team di esperti DevOps che lavorassero a stretto contatto con il cliente e lo supportassero in tutte le fasi del progetto.
- **Soluzione:** la Società ha risolto le necessità del proprio cliente tramite:
 - la selezione e la proposizione di una *tool chain* in grado di supportare l'automatizzazione dei sistemi e degli ambienti, creando procedure per la gestione del ciclo di vita del *software* (CI/CD);
 - la realizzazione di *cluster* Openshift per la gestione dei *workload* delle nuove applicazioni. Questo ha portato all'adozione di soluzioni *cloud-native* da parte del cliente.
- **Business Value**, questo ha portato a:
 - acquisizione di competenze specifiche da sviluppare all'interno dell'organizzazione;
 - adozione di ambienti *cloud-native*, scalabili ed efficienti;
 - automatizzazione dei processi, che ha permesso di razionalizzare le risorse e, di conseguenza, di ridurre i costi di esercizio.

2.4.2 Enel

- **Cliente:** leader mondiale nel settore Utility per rete di distribuzione, con quasi 73 milioni di clienti Global
- **Necessità:** Enel aveva la necessità di:
 - individuare *suite* di prodotti in grado di unire team molto distanti tra di loro e lavorare in modalità "*Agile*" ottimizzando tempi e risorse;
 - riuscire a standardizzare i processi aziendali, in un contesto *multi-Country* e con linee di business eterogenee.
- **Soluzione:** la Società ha risolto le necessità del proprio cliente tramite:
 - l'adozione della *suite* completa dei *tool* Atlassian in modalità Data Center con l'obiettivo di implementare la metodologia "*Agile*" in tutte le aree aziendali, di centralizzare la comunicazione e di standardizzare i processi aziendali;
 - la fornitura di consulenza e supporto nell'implementazione e nella formazione dei team coinvolti in varie Country nel mondo.

- **Business Value**, questo ha portato a:
 - possibilità per 10.000 utenti Enel in tutto il mondo di collaborare, condividere, sviluppare software in modalità *smart*;
 - digitalizzazione dei processi aziendali interni che permette di migliorare il *workflow* e monitorare KPI e risultati.

2.4.3 Il Sole 24 Ore

- **Cliente**: principale quotidiano economico-finanziario in Italia e quinto in assoluto per diffusione nel Paese
- **Necessità**: Il Sole 24 Ore aveva la necessità di pubblicare un numero molto elevato di contenuti provenienti da fonti diverse, tenendo in considerazione: che le tecnologie alla base presentavano soluzioni verticali ed eterogenee, l'elevato traffico di utenti esistente e la visibilità a livello nazionale.
- **Soluzione**: la Società ha risolto le necessità del proprio cliente tramite:
 - una nuova infrastruttura sviluppata interamente *cloud-native*, localizzata in un *Data center* proprietario e con la possibilità di migrare verso un *cloud provider* senza necessità di interventi *software*;
 - messa a disposizione, per i prodotti digitali, di un *layer* di API che espone i contenuti provenienti dalle differenti fonti dati con un formato ottimizzato per la fruizione;
 - l'approccio iterativo e incrementale, insieme all'utilizzo di metodologie di sviluppo "*Agile*", in grado di migliorare sperimentazione e automatizzazione.
- **Business Value**, questo ha portato a:
 - incremento del *time to value*: maggior velocità di creazione dei prodotti digitali e sfruttamento di tutte le potenzialità del cloud;
 - miglioramento nella fruibilità dei prodotti digitali, con l'introduzione di soluzioni in grado di supportare interazioni più ricche ed evolute per gli utenti;
 - riduzione dei costi di manutenzione dei prodotti digitali;
 - riduzione della complessità e dei costi dei sistemi software.

2.5 Ricerca e Sviluppo

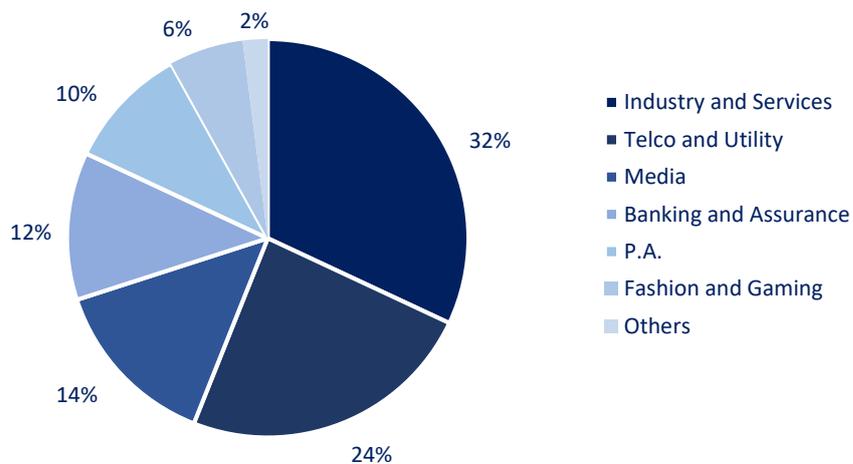
Per la Società, l'attività di Ricerca e Sviluppo risulta fondamentale per la creazione di valore, infatti, l'impiego di un considerevole numero di tecnologie nello svolgimento del *core business* aziendale comporta un costante e ingente lavoro di aggiornamento delle proprie risorse e di miglioramento dei processi, poiché le tecnologie sono in continua e crescente evoluzione. Negli ultimi 5 anni, la Società, mediamente, ha impiegato circa il 4% del valore della produzione consolidato in spese per Ricerca & Sviluppo, al fine di garantire l'innovazione e l'aggiornamento delle tecnologie impiegate, per poter offrire al cliente soluzioni sempre più innovative.

Grazie al proprio impegno in ambito R&D, nel 2019, la Società ha potuto ottenere la Certificazione ISO 9001:2015 per "Erogazione ed assistenza di servizi informatici e di editoria elettronica", "Consulenza specialistica informatica erogata in sede e presso i clienti" e "Commercializzazione hardware e software" e, nel 2020, ha iniziato il percorso finalizzato all'ottenimento della certificazione ISO 27001:2013 del sistema di gestione per la sicurezza delle informazioni, propedeutica al conseguimento delle estensioni ISO 27017 e ISO 27018 per la protezione dei dati dei Servizi Cloud.

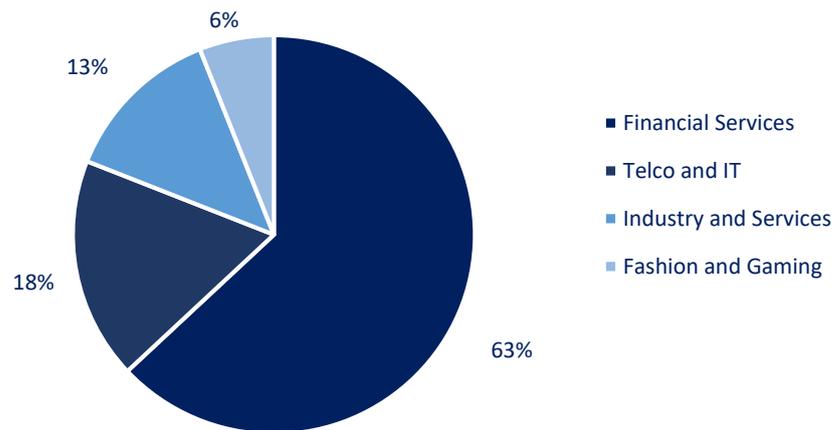
2.6 Clienti e Fornitori

2.6.1 Clienti

Chart 4 – Client Sourcesense SpA by Sector



Source: Integrae SIM

Chart 5 – Client Sourcesense UK by Sector


Source: Integrae SIM

Tra i principali clienti del Gruppo, sia per Sourcesense SpA, sia per Sourcesense UK, figurano Società operanti in molti settori differenti. Possiamo, infatti, osservare come il fatturato 2019 in Italia sia ascrivibile: per il 32% al settore Industria e Servizi, per il 24% al settore Telco e Utility, per il 14% al settore Editoria e Media, per il 12% al settore Banking e Assurance, per il 10% alla Pubblica Amministrazione, per il 6% al settore Fashion e Gaming e per il restante 2% ad altri settori. Il mercato di riferimento della controllata inglese è differente, infatti, il fatturato 2019 è ascrivibile: per il 63% al settore dei Servizi Finanziari, per il 18% al settore IT e Telco, per il 13% al settore Industria e Servizi e per il 6% al settore Fashion e Gaming. Analizzando la scomposizione settoriale del fatturato, è possibile osservare un ottimo livello di diversificazione.

Table 1 – Top 10 Clients Revenues Sourcesense SpA

Client	2016	2017	2018	2019
1	1.978,00	1.816,00	1.719,00	1.965,00
2	1.292,00	1.520,00	781,00	1.795,00
3	792,00	613,00	909,00	1.753,00
4	242,00	791,00	879,00	960,00
5	847,00	880,00	1.061,00	662,00
6	649,00	440,00	517,00	656,00
7	643,00	735,00	546,00	460,00
8	0,00	2,00	127,00	242,00
9	0,00	0,00	0,00	240,00
10	271,00	255,00	299,00	230,00
Total	6.714,00	7.052,00	6.838,00	8.963,00

Source: Integrae SIM

Table 2 – Top 10 Clients Revenues Sourcesense UK

Client	2016	2017	2018	2019
1	108,00	320,00	265,00	773,00
2	162,00	200,00	194,00	207,00
3	0,00	0,00	0,00	102,00
4	38,00	62,00	92,00	63,00
5	0,00	0,00	0,00	59,00
6	29,00	28,00	32,00	53,00
7	0,00	23,00	80,00	53,00
8	81,00	73,00	62,00	48,00
9	0,00	0,00	12,00	34,00
10	0,00	0,00	0,00	22,00
Total	418,00	706,00	737,00	1.414,00

Source: Integræ SIM

I clienti più importanti del Gruppo, sia per quanto riguarda il fatturato italiano, sia per quanto riguarda il fatturato del Regno Unito, presentano una buona storicità e mostrano la volontà di consolidare rapporti di lungo periodo. Questo dimostra un buon livello di fidelizzazione dei clienti che decidono di affidarsi a Sourcesense. La fidelizzazione dei clienti, negli ultimi tre anni, si è concretizzata in una quota di ricavi ricorrenti superiore al 60%.

2.6.2 Fornitori

Sourcesense ha relazioni con i fornitori in merito all'implementazione della *service line* Subscription, tali rapporti commerciali si basano su *partnership* strategiche. La Società ha in essere *partnership* commerciali con i principali operatori multinazionali del settore dei *software open source*, i cui servizi vengono acquistati da Sourcesense che li commercializza presso i propri clienti. L'esistenza di tali *partnership* porta significativi vantaggi per la Società:

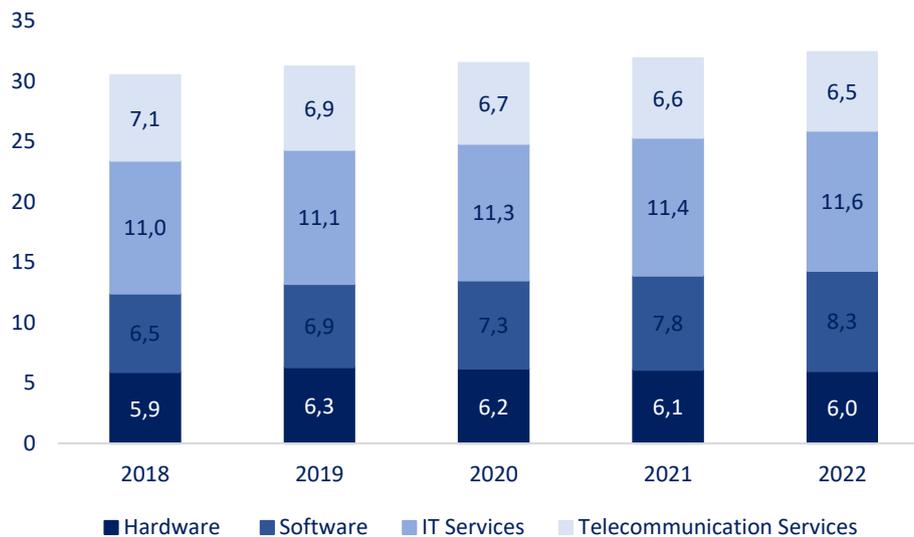
- intrattenimento di rapporti commerciali con importanti operatori esteri del settore, con conseguenti effetti relazionali, di marketing e reputazionali;
- inserimento dei servizi dei *vendor*, come componenti delle soluzioni offerte;
- visibilità sul mercato e accesso a grandi clienti che, in relazione alle *subscriptions* effettuate, possono richiedere l'erogazione di altri servizi direttamente al Gruppo Sourcesense.

3 Il mercato

Sourcesense attraverso le sue cinque *service line*, opera nel mercato IT italiano, con particolare focus sul mercato Open Source.

3.1 Mercato ICT Italia

Chart 6 – ICT Company Expenses 2018-2022 (Data in \$Mld)

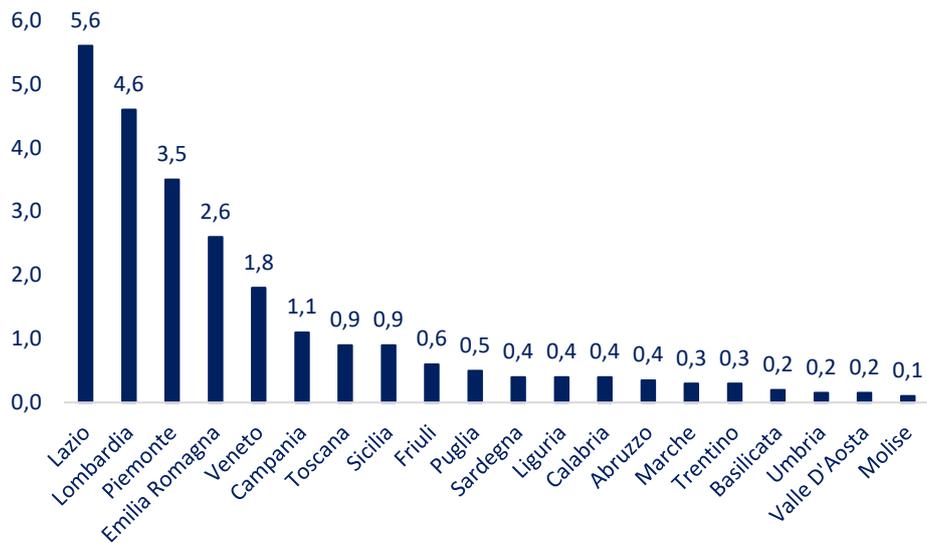


Source: Assintel 2020

La spesa prevista per i prossimi anni, per le aziende italiane in prodotti del mercato ICT risulta in crescita da € 30,5 mld a € 32,4 mld. Tra le categorie di prodotti ICT, quelle in maggiore crescita risultano essere Software e Servizi IT. In particolare, la spesa per Software, secondo le stime Assintel (Associazione nazionale imprese ICT), passerà dai € 6,5 mld del 2018 a € 8,3 mld del 2022, con un CAGR 18-22 pari al 6,4%. In particolare, la spesa per Servizi IT passerà dagli € 11,0 mld del 2018 agli € 11,6 mld del 2022, con un CAGR complessivo pari all'1,3%.

In particolare, secondo il Report Assintel 2020, le due aree tecnologiche con maggior spesa prevista dalle aziende italiane sono: Cloud e Sicurezza IT. In particolare, la maggior priorità di investimento è rappresentata da Cloud SaaS, Cloud Paas, Sicurezza IT e Cloud IaaS. La forte crescita della componente Cloud è giustificata da un numero sempre maggiore di soluzioni "Cloud-native", soprattutto per quanto riguarda le piattaforme innovative di Data Analytics, Cognitive, Intelligenza Artificiale, sistemi CRM e Internet of Things.

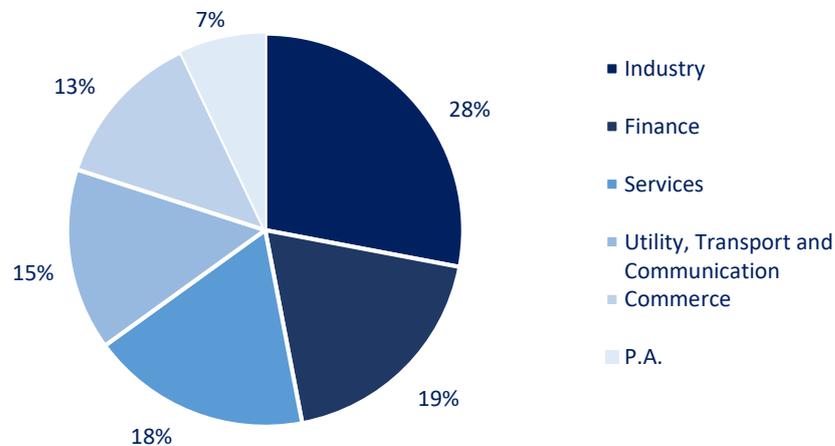
Chart 7 – IT Expenses by Region 2020 (Data in \$Mld)



Source: Assintel 2020

Per l'anno 2020, le spese nel mercato IT italiano, secondo Assintel, saranno trainate da Lazio, Lombardia e Piemonte, che spenderanno rispettivamente € 5,6 mld, € 4,6 mld e € 3,5 mld. La quota di spesa imputabile a queste tre regioni, secondo le stime, dovrebbe essere pari al 55% circa del totale.

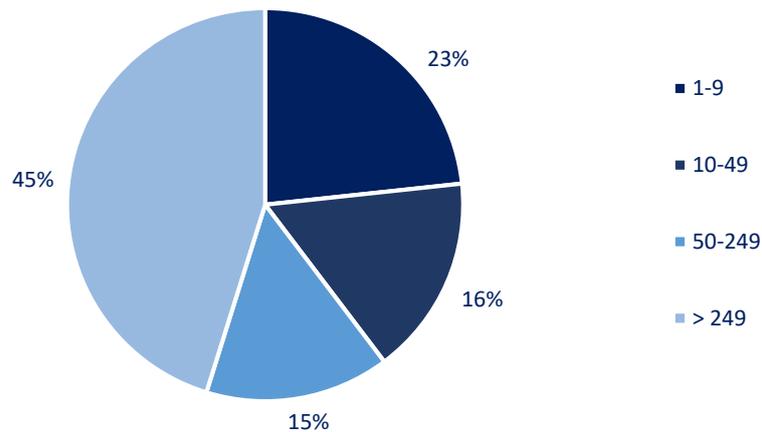
Chart 8 – Software Expenses by Sector 2020



Source: Assintel 2020

All'interno delle spese per IT, una delle principali voci di spesa risulta essere quella per Software. Il report Assintel 2020 ha scomposto tale voce per settore di appartenenza delle aziende. Dei € 7,3 mld di spese previste per Software per il 2020: il 28% è legato al settore Industria, il 19% al settore Finanza, il 18% al settore Servizi, il 15% ai settori Utility, Trasporti e Comunicazione, il 13% al Commercio e il restante 7% alla Pubblica Amministrazione.

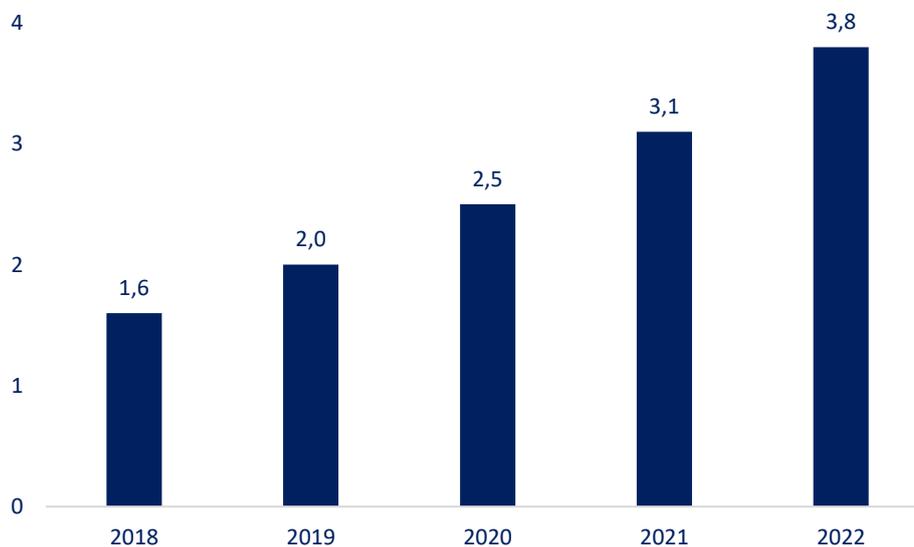
Chart 9 – Software Expenses by Company Size Category 2020



Source: Assintel 2020

Le spese per Software, nel 2020, in Italia, riguarderanno tutte le tipologie di imprese, dalle più piccole (individuate da Assintel come le imprese con un numero di addetti compreso tra 1 e 9) che saranno responsabili per una quota pari a 23% del totale, alle più grandi (individuate da Assintel come le imprese con un numero di addetti superiore a 249) che saranno responsabili per una quota pari al 45% del totale. Le imprese comprese tra queste due categorie spenderanno, invece, una quota pari al 32% circa dei € 7,3 mld previsti.

Chart 10 – Public Cloud Revenues in Italy 2018-2022

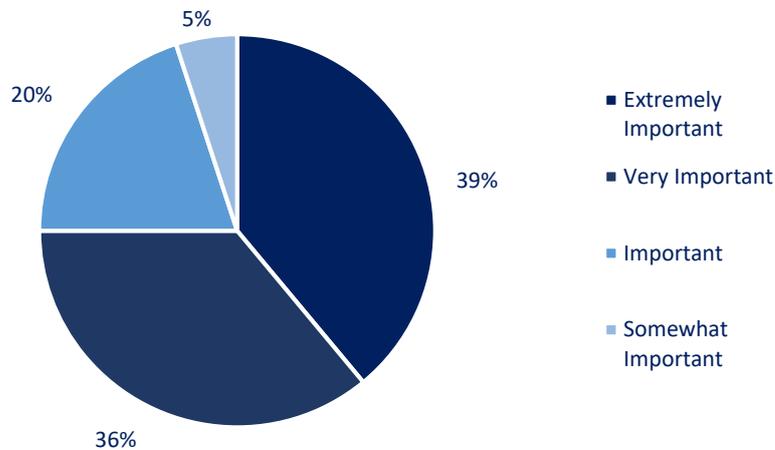


Source: Assintel 2020

Il mercato del Public Cloud, in Italia, negli ultimi due anni ha generato ricavi pari a: € 1,6 mld nel 2018 e 2,0 mld nel 2019. Assintel per l'anno 2020 prevede una crescita pari a € 0,5 mld, fino a quota € 2,5 mld. La stima del fatturato per l'anno 2022 è pari a € 3,8 mld, con un CAGR 18-22 pari al 24%.

3.2 Open Source

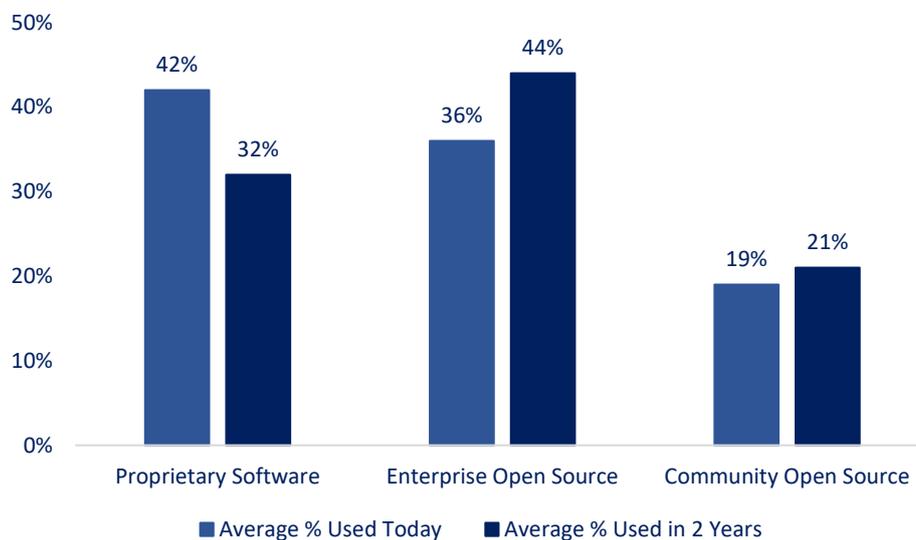
Chart 11 – Importance of Enterprise Open Source (IT Decision Makers Opinion)



Source: “The State of Enterprise Open Source 2020” – A Red Hat® Report

Secondo una ricerca che ha coinvolto 950 leader del settore IT, condotta alla fine del 2019 da Red Hat, il 95% degli intervistati ha dichiarato che l’Open Source avrà importanza strategica nei prossimi anni. Il 39% degli intervistati crede che questa tecnologia sarà estremamente importante, mentre il 36% ritiene che sarà molto importante.

Chart 12 – Expected Changes in Software Usage



Source: “The State of Enterprise Open Source 2020” – A Red Hat® Report

Secondo le stime contenute nel report di Red Hat, l’utilizzo di software proprietari diminuirà dal 42% attuale al 32%, nei prossimi due anni. Tale perdita di importanza dei software proprietari, sarà bilanciata da un maggior utilizzo di software open source. In particolare, i Community open source passeranno dal 19% al 21% e gli Enterprise open source passeranno dal 36% al 44%.

3.3 Impatto Epidemia Covid-19

La diffusione dell'epidemia Covid-19 e la relativa situazione di incertezza economica, secondo quanto dichiarato da IDC, prima società mondiale specializzata in ricerche di mercato, servizi di consulenza e organizzazione di eventi nei settori ICT e dell'innovazione digitale, potrebbero portare ad un generale ribasso del mercato IT e dei relativi investimenti. Tuttavia, nonostante le previsioni per il 2020 siano in ribasso rispetto alle stime pre-epidemia, IDC si aspetta un importante recupero a partire già dal 2021, con investimenti attesi sostanzialmente in linea con quelli pre-crisi.

Oltre a questo, secondo i dati raccolti da IDC, la riduzione degli investimenti attesi per servizi IT non colpirà allo stesso modo tutte le singole tecnologie. In particolare, le riduzioni attese sono significativamente inferiori alla media per software e servizi IT, tecnologie ritenute strategiche dalle aziende anche in questo periodo di incertezza. Infine, le spese per alcune tecnologie, utili per garantire l'efficienza dei lavoratori in *smart-working* (*videoconferencing, remote access, remote learning, virtual workplace, Cloud* e altre), potrebbero subire un aumento durante l'anno.

4 Posizionamento Competitivo

Table 3 – Main Competitor (2018 data)

	VoP	EBITDA	EBITDA Margin	EBIT	EBIT Margin	Net Income	Net Income Margin	NFP
Reply	1.183,0	191,0	16,1%	155,0	13,1%	114,0	9,6%	-105,0
Herzum	3,3	0,1	3,7%	0,1	2,2%	0,1	2,1%	N/A
Gruppo SMC	14,3	2,0	14,0%	1,5	10,5%	1,0	7,1%	N/A
Gruppo Euris	27,7	1,7	6,1%	0,8	2,7%	0,5	1,7%	3,9
MEDIAN	21,0	1,8	10,0%	1,1	6,6%	0,7	4,6%	-50,6
Source: Integræ SIM	12,9	0,8	6,4%	0,7	5,2%	0,5	4,0%	2,4

Source: Integræ SIM

Nello svolgimento del proprio business, la Società compete con alcuni importanti player del mercato italiano.

La miglior marginalità generata da Reply può essere giustificata da economie di scala molto importanti dati i grandi volumi di affari, che le permettono di scegliere commesse ad alta marginalità e di avere una maggior forza contrattuale con i clienti.

Per questo motivo, Sourcesense ha in piano:

- di aumentare le proprie dimensioni, al fine di migliorare la forza contrattuale con i clienti e la propria marginalità;
- di focalizzarsi maggiormente sulle linee a maggior marginalità: Cloud Services ed Enterprise Apps.

4.1 Swot

Strenghts:

- *First-mover* su un mercato in recente crescita (mercato Open Source nel contesto IT);
- Linea di offerta servizi innovativa e completa;
- Posizionamento geografico basato sugli investimenti storici e prospettici da parte delle aziende italiane nel settore IT;
- *Partnership* strategiche di lunga durata con i principali *vendor* del settore;
- Presenza nell'albo fornitore delle maggiori aziende italiane che investono in IT;
- Diversificazione settoriale dei clienti;
- Relazioni pluriennali con molti dei clienti più importanti;
- Assenza di *lock-in* su clienti e *vendor*.

Weaknesses:

- Proprietà intellettuale debole (assenza di brevetti), tipica del modello Open Source;
- Saturazione della capacità produttiva;
- Necessità di risorse tecniche e manageriali in virtù della crescita registrata negli ultimi anni;
- Limitazioni a partecipare a gare di grosso taglio, per via delle attuali dimensioni della Società.

Opportunities:

- Mercati di riferimento (Open Source, Cloud-native e DevOps) in forte crescita negli ultimi anni;
- Possibilità di sfruttamento delle evoluzioni tecnologiche e metodologiche nel settore;
- Possibilità di M&A su concorrenti;
- Espansione sul mercato estero, sfruttando il livello di internazionalità dei partner e il posizionamento attuale sul mercato italiano.

Threats:

- Obsolescenza dell'offerta: in un settore innovativo in evoluzione, è necessaria una continua innovazione;
- Difficoltà ad effettuare continui investimenti in *know-how*;
- Difficoltà a reperire risorse qualificate nel settore;
- Potenziale ingresso di grossi *player* internazionali nel mercato di riferimento;
- Scenari macroeconomici sfavorevoli legati all'epidemia Covid-19.

5 Economics & Financials

Table 4 – Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mIn)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Revenues	12,13	14,45	16,10	19,00	21,50
Other Revenues	0,74	1,02	0,90	0,50	0,50
Value of Production	12,87	15,48	17,00	19,50	22,00
COGS	3,87	4,85	5,20	6,10	6,85
Services	1,71	1,91	2,00	2,30	2,50
Use of assets owned by others	0,36	0,33	0,35	0,40	0,45
Employees	5,82	6,61	7,40	8,30	9,25
Other Operating Expenses	0,30	0,10	0,05	0,05	0,05
EBITDA	0,83	1,68	2,00	2,35	2,90
<i>EBITDA Margin</i>	6,4%	10,8%	11,8%	12,1%	13,2%
D&A	0,16	0,71	0,85	0,60	0,70
EBIT	0,67	0,96	1,15	1,75	2,20
<i>EBIT Margin</i>	5,2%	6,2%	6,8%	9,0%	10,0%
Financial Management	(0,23)	(0,12)	(0,13)	(0,12)	(0,09)
EBT	0,44	0,85	1,02	1,63	2,11
Taxes	-0,07	0,30	0,35	0,50	0,65
Net Income	0,51	0,55	0,67	1,13	1,46

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mIn)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Fixed Assets	0,92	1,00	1,20	1,05	0,80
Account receivable	5,78	7,15	7,25	8,40	9,50
Account payable	1,93	2,56	2,00	2,20	2,40
Operating Working Capital	3,85	4,58	5,25	6,20	7,10
Other receivable	1,38	1,09	1,10	0,30	0,30
Other payable	1,40	2,34	2,20	2,05	2,10
Net Working Capital	3,84	3,34	4,15	4,45	5,30
Severance Indemnities & Other Provisions	1,25	1,32	1,65	1,95	2,35
NET INVESTED CAPITAL	3,50	3,01	3,70	3,55	3,75
Share Capital	0,56	0,56	0,79	0,79	0,79
Reserves	0,05	0,56	3,85	4,51	5,65
Net Income	0,51	0,55	0,67	1,13	1,46
Equity	1,11	1,66	5,30	6,44	7,90
Cash & Cash Equivalent	0,59	0,48	3,85	4,79	5,00
Short Term Debt to Bank	2,26	1,45	1,85	1,60	0,60
M/L Term Debt to Bank	0,71	0,38	0,40	0,30	0,25
Net Financial Position	2,39	1,35	(1,60)	(2,89)	(4,15)
SOURCES	3,50	3,01	3,70	3,55	3,75

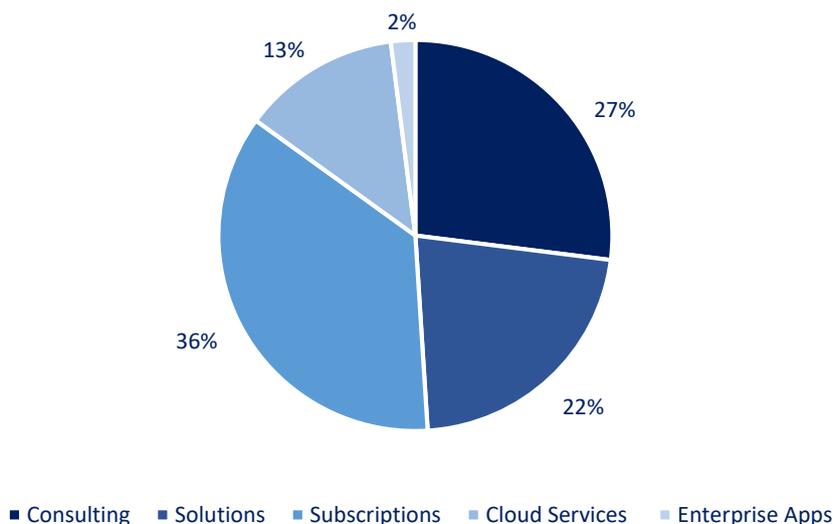
CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mIn)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EBIT		0,96	1,15	1,75	2,20
Taxes		0,30	0,35	0,50	0,65
NOPAT		0,66	0,80	1,25	1,55
D&A		0,71	0,85	0,60	0,70
Change in receivable		(1,37)	(0,10)	(1,15)	(1,10)
Change in payable		0,64	-0,56	0,20	0,20
Change in others		1,23	-0,15	0,65	0,05
<i>Change in NWC</i>		0,50	-0,81	-0,30	-0,85
Change in provisions		0,07	0,33	0,30	0,40
OPERATING CASH FLOW		1,95	1,17	1,85	1,80
Capex		(0,8)	(1,1)	(0,5)	(0,5)
FREE CASH FLOW		1,15	0,11	1,40	1,35
Financial Management		(0,12)	(0,13)	(0,12)	(0,09)
Change in Debt to Bank		(1,14)	0,41	(0,35)	(1,05)
Change in Equity		(0,00)	2,98	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY		(0,10)	3,37	0,94	0,21

Source: stime Integrae SIM

5.1 FY19A Results

Nel 2019, è stato registrato un incremento dei ricavi YoY del 19,1%: il valore della produzione consolidato è passato dai € 12,87 mln del 2018 a € 15,48 mln. Il valore della produzione risulta in crescita anche grazie alla voce “Incremento immobilizzazioni per lavori interni”, pari a € 0,49 mln che riflette la quota di costi capitalizzati per il personale interno impiegato in progetti di Ricerca e Sviluppo. Inoltre, all’interno della voce “Altri ricavi”, si registra un contributo, pari a € 0,49 mln, in corso di erogazione da parte del MISE relativo allo sviluppo del “progetto LogOn”, terminato ad ottobre 2019.

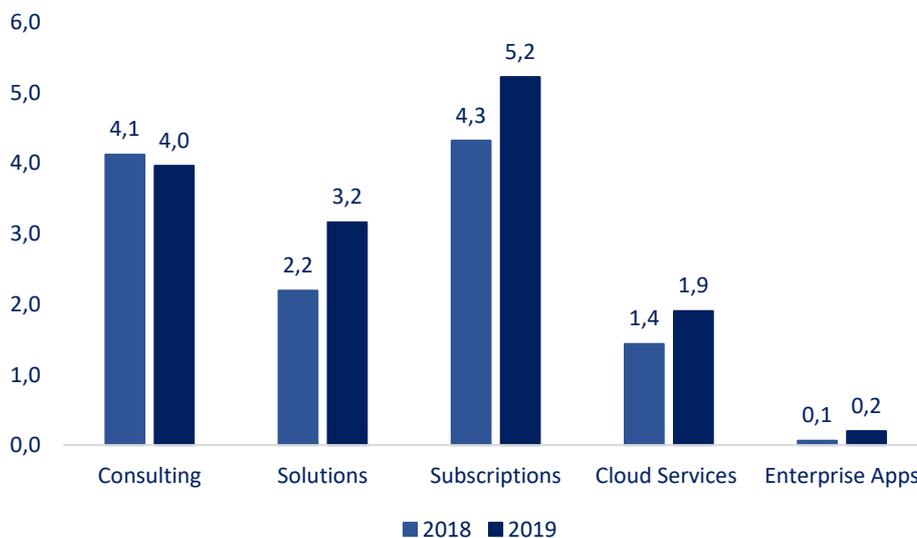
Chart 13 –Revenues Breakdown by Service Line



Source: Integrae SIM

In termini di ricavi generati, la principale *service line* è la linea Subscription, con una quota pari al 36% del totale. Le *service line* Solutions, Consulting e Cloud Services, invece, hanno generato una quota rispettivamente pari: al 22%, al 27% e al 13%. La *service line* Enterprise Apps risulta ancora poco rilevante in termini di ricavi generati, con una quota pari al 2% circa del totale.

Chart 14 –Service Line 2018-2019



Source: Integrae SIM

L'unica linea in leggero calo rispetto al 2018 risulta essere la linea Consulting, con un calo del 3,8%, in linea con i *driver* strategici del Gruppo che prevedono la progressiva riduzione di tale *service line*, in quanto a minor valore aggiunto, rispetto alle altre *service line* concernenti l'erogazione di servizi (escludendo quindi la vendita di *subscription*). Tutte le altre *service line* mostrano buoni livelli di crescita. In particolare, i servizi *cloud*, insieme alle attività di sviluppo e progettazione di *plug-in* sulle applicazioni *software*, registrano crescite pari rispettivamente al 33% e al 213%. Tali crescite sono rappresentative della volontà della Società di investire nello sviluppo di queste *service line*.

Anche il valore dell'EBITDA è in forte crescita da €0,83 mln a € 1,68 mln. Questo segna un miglioramento della marginalità che, in termini di EBITDA margin, passa da 6,4% a 10,8%, grazie: alla vendita di prodotti con marginalità superiore e all'instaurazione di rapporti di lunga durata con i clienti.

In aumento anche l'Ebit da € 0,67 mln del 2018 a € 0,96 mln del 2019, con conseguente incremento della marginalità che passa da 5,2% a 6,2%. Infine, anche il Net Income registra un incremento, seppur di minor rilevanza, passando da € 0,51 mln a € 0,55 mln.

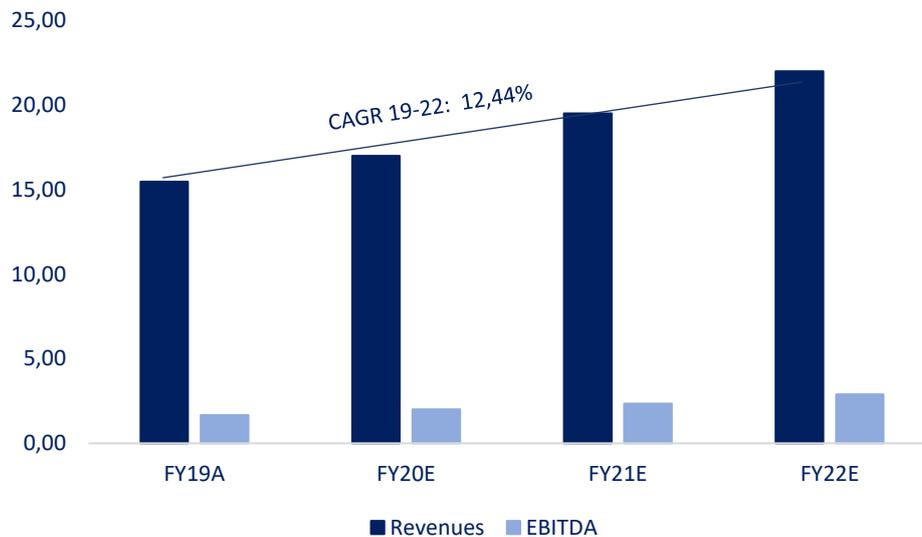
La variazione dell'*operating working capital* è dovuta principalmente al processo di fatturazione della Società, prevalentemente concentrato nell'ultimo trimestre dell'anno: questo determina un incremento nominale dei crediti verso clienti alla fine dell'esercizio.

A livello di Capex, il Gruppo ha impiegato parte delle proprie risorse per investimenti in Ricerca & Sviluppo. In particolare, una quota rilevante è relativa al progetto "LogOn" realizzato dalla Capogruppo e concluso nel corso dell'anno 2019.

La PFN risulta in miglioramento rispetto all'anno precedente, passando da € 2,39 mln a € 1,35 mln. Il miglioramento della PFN testimonia la capacità della Società di generare flussi di cassa positivi.

5.2 FY20E – FY22E Estimates

Chart 15 – VoP, EBITDA19A-22E



Source: elaborazione Integræe SIM

Per i prossimi anni, ci aspettiamo un incremento del valore della produzione che, secondo le nostre stime, passerà da € 15,48 mln del 2019A a € 22,00 mln del 2022E (CAGR19A-22E: 12,44%), grazie ai seguenti principali driver di crescita:

- Mantenimento del posizionamento sulla frontiera dell'innovazione;
- Consolidamento della posizione di *leadership* in Italia;
- Ampliamento e rafforzamento dell'offerta tecnologica;
- Ampliamento e rafforzamento delle partnership strategiche;
- Ampliamento della *customer base*;
- Incremento delle risorse tecniche e manageriali;
- Partecipazione a gare di importo rilevante, grazie alla crescita delle dimensioni aziendali;
- Maggior copertura territoriale nazionale;
- Maggior accesso al mercato globale;
- Rafforzamento della forza di vendita.

Le stime dei ricavi sono basate sull'attuale *pipeline*, su accordi commerciali già contrattualizzati e sui possibili effetti causati dall'epidemia Covid, in base alla quale, per prudenza, per l'anno 2020, abbiamo stimato una crescita dei ricavi inferiore a quella storica.

Chart 16 - EBITDA% and EBIT% 19A-22E


Source: elaborazione Integrae SIM

Allo stesso modo, ci aspettiamo un incremento dell'EBITDA che, secondo le nostre stime, passerà da € 1,68 mln del 2019A a € 2,90 mln del 2022E. Pensiamo che la Società sarà in grado di migliorare la propria marginalità soprattutto grazie ad una progressiva crescita delle *service line* a maggior marginalità.

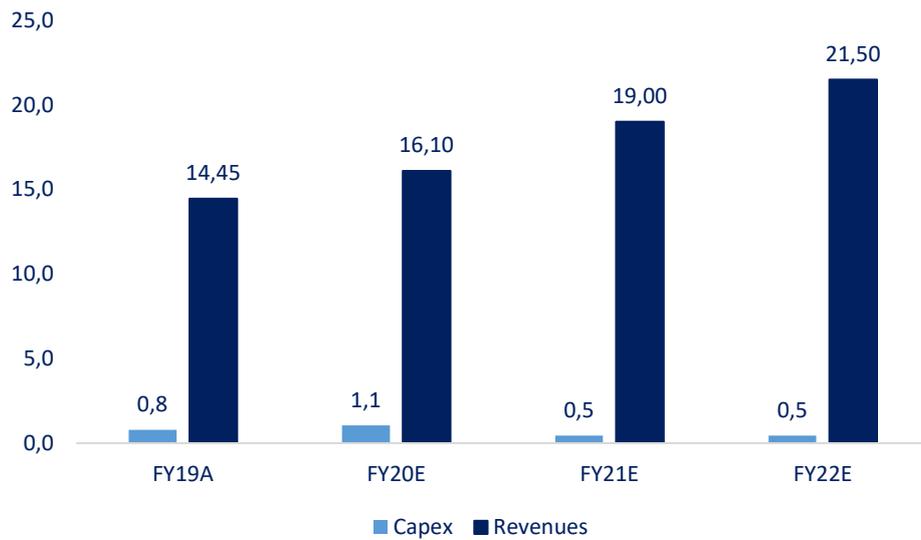
Per quanto riguarda le stime dei costi:

- Per la Voce COGS, abbiamo stimato un'incidenza decrescente dei costi sui ricavi da *subscriptions*, grazie ad un cambio nel listino prezzi di un'importante *partner* che ha ridotto la propria marginalità su alcune linee di prodotto. Crediamo che la Società sarà in grado di adeguare la propria offerta per godere dei benefici di tale modifica;
- Per i costi operativi, abbiamo stimato una sempre minor incidenza dei costi fissi (grazie all'aumento delle *revenues*) e una crescita dei costi variabili in linea con quella storica;
- Per la voce costi del personale, abbiamo stimato un progressivo efficientamento dell'incidenza sui ricavi della linea Service.

Nel passaggio dall'EBITDA all'EBIT, è importante sottolineare come, nel corso del 2020E, la Società completerà l'ammortamento delle immobilizzazioni immateriali relative al progetto "LogOn". Per questo motivo, dall'anno 2021E, ci aspettiamo una decrescita degli ammortamenti di esercizio.

La marginalità di Sourcesense è positivamente influenzata dalla presenza del credito di imposta relativo ai costi di IPO. Tale beneficio fiscale sarà utilizzato nei prossimi cinque anni ed è contabilizzato nella voce "altri ricavi". Oltre a questo, i costi di IPO verranno capitalizzati dalla Società con un piano di ammortamento quinquennale, mentre i costi *on-going* della quotazione saranno contabilizzati tra i costi per servizi.

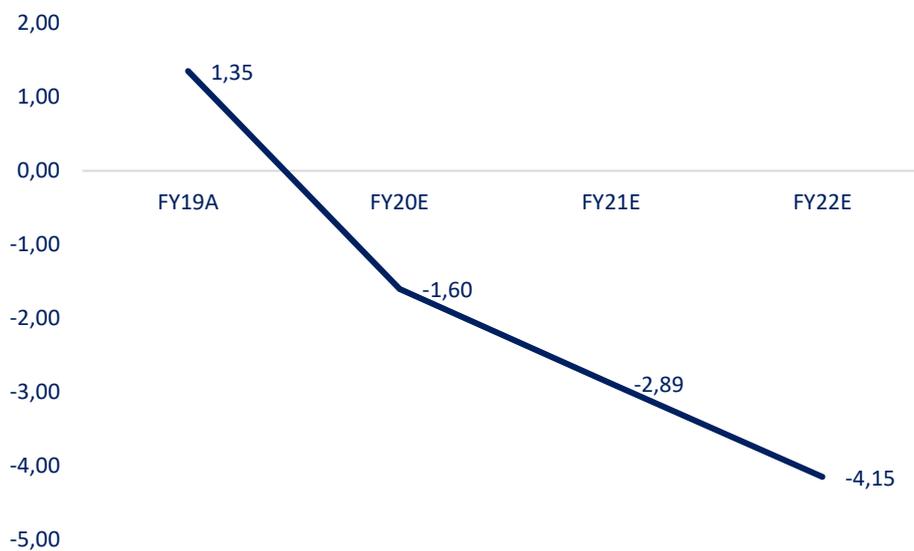
Chart 17 – Revenues, Capex 19A-22E



Source: elaborazione Integrae SIM

A livello di Capex, la stima degli investimenti per R&D è basata sui valori storici: stimiamo investimenti pari a circa € 1,5 mln negli anni di piano. Gli investimenti in Ricerca e Sviluppo sono finalizzati alla valutazione e alla sperimentazione di nuove tecnologie e all’industrializzazione di nuovi prodotti e servizi. Storicamente, gli investimenti in Ricerca e Sviluppo della Società sono stati intorno al 4% del valore della produzione.

Chart 18 - NFP 19A-22E



Source: elaborazione Integrae SIM

Crediamo che il Gruppo possa continuare a migliorare la propria NFP nei prossimi anni, grazie ai flussi di cassa positivi generati dalla gestione caratteristica. La NFP mostra un sensibile miglioramento nel 2020E, grazie alla raccolta derivante dall’operazione di IPO.

A livello di circolante, per i crediti commerciali, le stime sono basate sui giorni di incasso storici per cliente, mentre, per i debiti commerciali, le stime sono basate sui giorni di pagamento storici per fornitore.

5.3 Use of Proceeds

Sourcesense ha portato a termine la quotazione sul mercato AIM Italia al fine di reperire risorse finalizzate alla prosecuzione del processo di crescita. In particolare, la Società ha pianificato di continuare la propria crescita per linee interne e per linee esterne.

- Per quanto riguarda le linee interne, l'idea è quella di:
 - consolidare la propria presenza sul mercato italiano grazie ad una maggiore copertura geografica: *market entry* nelle aree in cui la Società non è ancora presente;
 - espansione internazionale, mediante consolidamento della posizione di mercato in UK nelle tecnologie Open Source;
 - ampliamento dell'offerta tecnologica e delle *partnership*;
 - potenziamento delle soluzioni cloud e delle Enterprise App offerte;
 - potenziamento della componente marketing e della forza commerciale.

- Per quanto riguarda le linee esterne, l'idea è quella di completare due acquisizioni nei prossimi anni:
 - il primo target è potenzialmente rappresentato da una Società che opera sul mercato dei servizi cloud/Enterprise App, con un fatturato compreso tra € 3,0 mln e € 7,0 mln. Sourcesense ha in piano l'acquisizione di una quota pari al 70% - 80% della Società *target*;
 - il secondo target è potenzialmente rappresentato da una Società che opera sul mercato Open Source su clienti *enterprise* locali, con un fatturato compreso tra € 3,0 mln e € 7,0 mln. Sourcesense ha in piano l'acquisizione di una quota pari al 70% - 80% della Società *target*.

6 Valuation

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

6.1 DCF Method

Table 5 – WACC

WACC		4,64%
Risk Free Rate	0,44% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	8,46% Beta Adjusted	0,71
D/E (average)	150,00% Beta Relevered	1,47
Ke	8,91% Kd	2,50%

Source: Integrae SIM

In particolare:

- Il Risk-Free Rate è rappresentato dal Rendistato di luglio 2020 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 calcolato partendo dal Beta unlevered a 5 anni dei competitors;
- Kd coincide con l'attuale costo del debito della Società.

Utilizzando questi dati, risulta un WACC di 4,64%.

Table 6 – DCF Valuation

DCF Equity Value		41,8
FCFO actualized	4,1	10%
TV actualized DCF	39,0	90%
Enterprise Value	43,1	100%
NFP (FY19A)	1,4	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption per il periodo 2020E-2023E, ne risulta un **equity value di € 41,8 mln.**

Table 7 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		3,1%	3,6%	4,1%	4,6%	5,1%	5,6%	6,1%
Growth Rate (g)	2,5%	234,2	131,0	90,6	69,1	55,7	46,5	39,9
	2,0%	133,1	92,1	70,2	56,5	47,3	40,5	35,4
	1,5%	93,5	71,3	57,4	48,0	41,2	36,0	31,9
	1,0%	72,4	58,3	48,7	41,8	36,5	32,4	29,0
	0,5%	59,3	49,5	42,4	37,1	32,9	29,5	26,7
	0,0%	50,3	43,1	37,7	33,4	30,0	27,1	24,8
	-0,5%	43,8	38,3	33,9	30,4	27,5	25,1	23,1

Source: Integrae SIM

6.2 Market Multiples

Il nostro panel è formato da Società appartenenti allo stesso settore di Sourcesense, ma molte hanno capitalizzazione maggiore.

6.2.1 Composizione del Panel

Accenture Plc (USA) fornisce servizi e soluzioni di consulenza gestionale e tecnologica. L'azienda offre una gamma di soluzioni specializzate ai clienti di tutti i settori industriali in tutto il mondo. Accenture gestisce una rete di aziende che forniscono consulenza, tecnologia e *outsourcing*.

Bouvet ASA (Norway) è una società scandinava che fornisce servizi di consulenza e sviluppo nel campo delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione integrata sia ad imprese del settore pubblico sia ad imprese del settore privato.

Cloudera Inc (USA) è una società di software con sede negli Stati Uniti che fornisce piattaforme per: il *data engineering*, il *data warehousing*, l'apprendimento automatico e l'analisi in *cloud*. Cloudera ha iniziato con la distribuzione *open source* Apache Hadoop, CDH (Cloudera Distribution Including Apache Hadoop), rivolta ad implementazioni di classe *enterprise* della tecnologia. Cloudera afferma che più del 50% del suo output ingegneristico è donato ai vari progetti *open source* con licenza Apache (Apache Spark, Apache Hive, Apache Avro, Apache HBase, e altri) che si combinano per formare la piattaforma Apache Hadoop.

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.

WIIT SpA (Italy), quotata sul mercato MTA - Segmento STAR, è uno dei principali *player* italiani nel mercato del Cloud Computing e, in particolare, nei settori Hosted Private Cloud e Hybrid Cloud per le imprese. È focalizzata e specializzata in servizi di Hosted Private e Hybrid Cloud per imprese con necessità di gestione di *critical application* e *business continuity* e gestisce tutte le principali piattaforme applicative internazionali (SAP, Oracle e Microsoft) con un approccio *end-to-end*.

6.2.2 Comparables Financial Highlights

Table 8 – Comparables (data in € mln)*

FY2019A	Accenture PLC	Bouvet ASA	Cloudera INC.	Reply S.p.A.	WIIT S.p.A.	Peer Median	Sourcesense
Country	USA	Norway	USA	Italy	Italy		
Mkt Cap	114.799,0	403,0	3.169,5	2.597,0	231,4	2.597,0	
EV	109.602,0	392,0	2.700,3	2.496,0	257,5	2.496,0	
Profitability							
Sales	38.142,0	216,0	409,1	1.205,7	33,7	409,1	15,5
EBITDA	6.353,0	29,7	-150,3	191,3	14,2	29,7	1,7
Net Profit	4.218,2	18,3	-164,9	113,0	6,5	18,3	0,5
EBITDA Margin	16,7%	13,8%	-36,7%	15,9%	42,1%	15,9%	10,8%
Net Profit Margin	11,1%	8,5%	-40,3%	9,4%	19,3%	9,4%	3,5%
Capital Structure							
NFP	-5.197,0	-11,0	-469,2	-101,0	26,1	-101,0	1,4
NFP/EBITDA	-0,8x	N/A	N/A	N/A	1,8x	0,5x	0,8x

Source: Bloomberg

*Dati Accenture 31/08/2019

6.2.3 Multiples Method

Table 9 – Market Multiples

Company Name	EV/Sales (x)			EV/EBITDA (x)		
	FY20E	FY21E	FY22E	FY20E	FY21E	FY22E
Accenture Plc	3,3	3,1	2,9	17,8	17,3	16,2
Bouvet ASA	2,3	2,1	2,0	16,5	13,7	12,3
Cloudera Inc.	3,5	3,2	3,0	17,4	12,4	11,9
Reply S.p.A.	2,4	2,2	2,0	15,9	13,9	12,7
WIITS.p.A.	7,3	6,6	6,0	21,9	18,8	16,1
Peer median	3,3	3,1	2,9	17,4	13,9	12,7

Source: elaborazione Integrae SIM e consensus di mercato

Table 10 – Market Multiples Valuation

€/mln	2020E	2021E	2022E
Enterprise Value (EV)			
EV/Sales	52,3	58,9	62,6
EV/EBITDA	34,8	32,7	36,8
Equity Value			
EV/Sales	53,9	61,8	66,7
EV/EBITDA	36,4	35,6	41,0
Equity Value post 25% discount			
EV/Sales	40,4	46,3	50,0
EV/EBITDA	27,3	26,7	30,7
Average	33,9	36,5	40,4

Source: elaborazione Integrae SIM e consensus di mercato

L'equity value di Sourcesense utilizzando i *market multiple* EV/Sales ed EV/EBITDA, risulta essere pari a circa € 49,2 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità che presumibilmente caratterizzerà il titolo Sourcesense rispetto ai comparables: ne risulta un equity value di € 36,9 mln.

Nel Panel non abbiamo inserito Atlassian Corp Plc, uno dei principali fornitori della Società e leader del mercato di riferimento, a causa dei livelli molto elevati di capitalizzazione. Sottolineiamo che i multipli di Atlassian risultano: EV/EBITDA 20 pari a 92,02X, EV/EBITDA 21 pari a 73,33X e EV/EBITDA 22 pari a 54,22X.

7. Valuation Range

Table 11 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	39,4
Equity Value DCF (€/mln)	41,8
Equity Value multiples (€/mln)	36,9
Target Price (€)	5,00

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a circa € 39,4 mln. Il target price è quindi di € 5,00, rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 12 – Implied Multiples – Sensitivity Analysis

Equity Value (€/mln)	EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
36,0	18,7x	15,9x	12,9x	32,4x	21,3x	17,0x
37,0	19,2x	16,3x	13,2x	33,3x	21,9x	17,4x
38,0	19,7x	16,7x	13,6x	34,2x	22,5x	17,9x
39,0	20,2x	17,2x	13,9x	35,0x	23,0x	18,3x
40,0	20,7x	17,6x	14,3x	35,9x	23,6x	18,8x
41,0	21,2x	18,0x	14,6x	36,8x	24,2x	19,2x
42,0	21,7x	18,4x	14,9x	37,7x	24,8x	19,7x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Article 69 Et seq. of Consob (Italian Securities Exchange Commission) Regulation No. 11971/1999**Analyst/s certification**

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integrae SIM's current Head of Research, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalist guild. Mattia Petracca is current financial analyst.

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 information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRAE SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRAE SIM SpA shall not be directly and/or indirectly held liable for the correctness or completeness of said sources.

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees, or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 16190 of 29.10.2007, 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:

- Integræ 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 Sourcesense;
- Integræ 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 Sourcesense;
- Integræ SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Sourcesense.

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