

Sector: IT Services

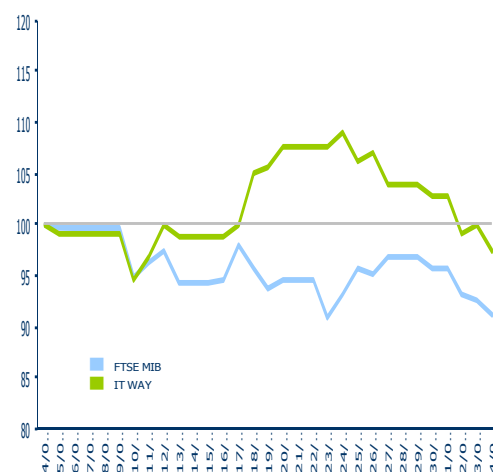
**Rating: BUY**

Year	Sales € mln	EBITDA € mln	EBIT € mln	Net profit € mln	Adj P/E €	EV/EBITDA x	EV/EBIT x
2011	105,2	1,5	0,5	-1,7	n.m.	n.m.	n.m.
2012F	115,7	5,0	4,3	1,9	4,4	5,3	6,1
2013F	120,3	3,8	3,2	1,4	5,9	6,3	7,5
2014F	130,1	4,8	4,1	2,0	4,2	4,6	5,3

	New
Rating	BUY
Risk Rating	Medium
Target Price (€)	1,77

Market Data (€)	
Close Price (€)	1,04
Share Outstanding (m)	7,91
Market Cap. (€/m)	8,22
Market Float (%)	45,13
Avg daily Vol. (oos)	45,8
Past 12 Months	Max 2,2 Min 1,0

Performance	3 M	12 M
Absolute	-15,4	-50,0
Relative	0,2	-13,5



**ITWAY**  
 d o i t y o u r w a y

**Attività:** Il Gruppo Itway opera in due principali Aree Strategiche di Affari - ASA: la distribuzione a valore aggiunto di tecnologie software "best of breed"; l'offerta di servizi e consulenza mirati a formare e supportare le aziende nel campo dell'e-business, dell'e-security, del Central Access Management, dell'internet working e Wireless. I punti di forza di Itway e che costituiscono una fondamentale differenza rispetto ai principali competitors risiedono nella capacità di offrire, in modo complementare, una ricca gamma di prodotti software e il supporto consulenziale necessario "tailor made" per garantirne l'utilizzo e l'integrazione. A ciò si aggiunge un'ottima capacità di attenzione e interazione con il cliente (accounting) e la qualità di una formazione (training) calibrata sulle esigenze specifiche di ogni cliente.

**Il settore operativo in Italia.** Itway non ha di fatto comparables in grado di operare con successo in tutti i segmenti di attività di Itway. Le altre società, infatti, operano solo in alcune delle aree di business nelle quali opera anche Itway. Negli ultimi 18 mesi, il settore "business consulting" ha gradualmente ripreso a crescere, ma con sfumature diverse rispetto alla crescita degli anni precedenti. In termini generali i clienti tendono infatti a dilazionare i progetti che non impattano direttamente sulla loro "bottom line". Mentre gli stessi tendono a privilegiare tutti quei progetti che hanno un impatto immediato o a breve termine sull'utile netto e sulla produzione di cassa. Nel settore "ICT Services and Engineering, i managers di Itway sono caratterizzati da molteplici capacità di intervento, dall'installazione alla progettazione di architetture telematiche, dalla gestione di basi di dati alla progettazione di servizi integrati per la convergenza di informatica e telefonia nella telematica per i nuovi metodi di trasmissione dell'informazione. Riteniamo che nei prossimi anni il settore "ICT Services & Engineering" sia in grado di crescere ad un tasso pari al 5-8% annuo medio per i prossimi 5 anni.

**I risultati del FY11 e le stime del periodo 2012-14F.** L'esercizio chiuso al 31 Dicembre 2011 è stato di soli 3 mesi, per effetto della delibera dell'assemblea straordinaria degli azionisti del 26/7/2011 che ha modificato la chiusura dell'esercizio sociale al 31 dicembre di ciascun anno, a partire dal 2011. Per le stime 2012F abbiamo tenuto conto della commessa ottenuta in seguito alla pre assegnazione di una concessione per il gioco telematico, in cui il Itway partecipa in joint venture con un operatore del settore, oltre ad altre commesse pluriennali ottenute tra fine 2011 e inizio 2012.

**La valutazione: rating Buy, TP €1,77, risk medium.** Itway opera in un settore ciclico ma, come abbiamo visto, la creazione di un approccio integrato riteniamo consenta di attenuare significativamente la ciclicità complessiva del business e, quindi, del rischio di impresa. Abbiamo condotto la valutazione attraverso due metodi di valutazione, ciascuna al 50%: il DCF e i multipli. Non abbiamo applicato nessuno sconto "small caps"; siamo infatti convinti che la creazione di un sistema integrato di aziende sia in grado di smorzare il rischio complessivo di business e, quindi, in ultima analisi il rischio complessivo dell'investimento.

io Tognoli  
 ☎ 7862 5303  
 o.tognoli@integrae.it

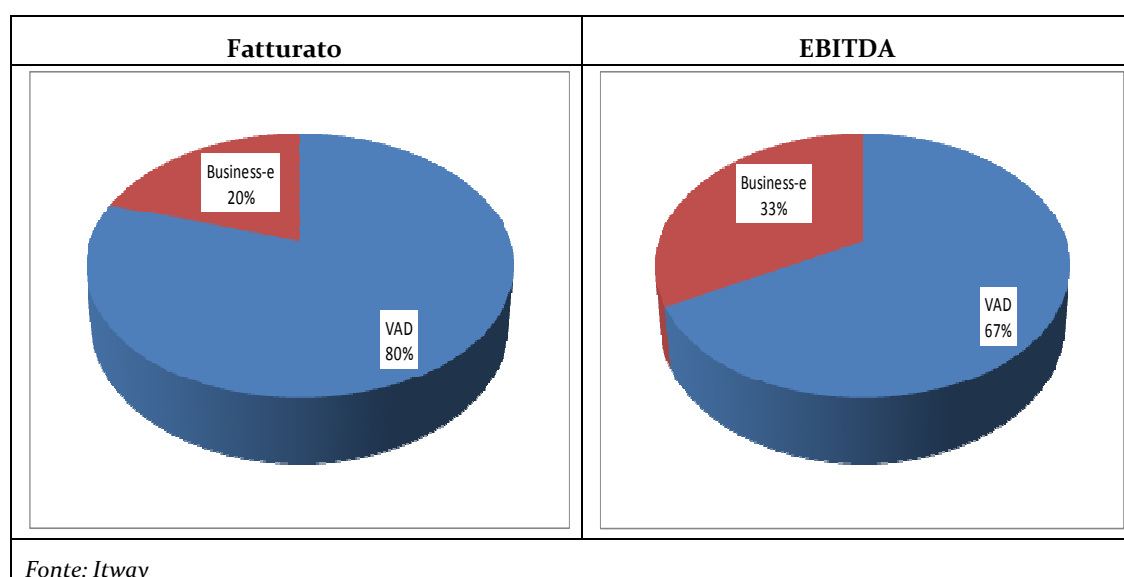
### Attività

Il Gruppo Itway svolge prevalentemente due attività, divise in due principali Aree Strategiche di Affari - ASA:

- La distribuzione a valore aggiunto di tecnologie software “best of breed”, (le migliori tra quelle disponibili, in ogni momento, sul mercato), core business di Itway. A questa attività è preposta l’ASA VAD (Value Added Distribution), rappresentata dalla capogruppo Itway S.p.A., dalle controllate in Italia, Francia, penisola Iberica, Grecia e Turchia (Itway vad S.r.l., Itway France S.A.S., Itway Iberica S.L., Itway Hellas S.A., Itway Turkiye Ltd.). All’ASA VAD si affianca l’offerta di servizi di formazione, assistenza tecnica e certificazione sviluppata da Itway Academy, rivolta a Value Added Reseller e System Integrator;
- l’offerta di servizi e consulenza mirati a formare e supportare le aziende nel campo dell’e-business, dell’e-security, del Central Access Management, dell’Internet working e Wireless. A questa attività è preposta l’ASA Enterprise, cui fa capo la controllata Business-e S.p.A..

L’area VAD rappresenta di gran lunga la parte preponderante del fatturato consolidato (88,2%) e dell’Ebitda (67,3%).

**Fig. 1 – Breakdown del fatturato e dell’Ebitda (Dati al 31/12/2011)**



Nato nel 1996, il Gruppo Itway è gradualmente cresciuto e oggi rappresenta un punto di riferimento nella catena del valore sia delle tecnologie best of bread, sia delle soluzioni e-business, progettando, realizzando e distribuendo tecnologie e soluzioni che aggiungono valore e ricercando prodotti e servizi che rappresentano lo stato dell’arte nel mercato ICT.

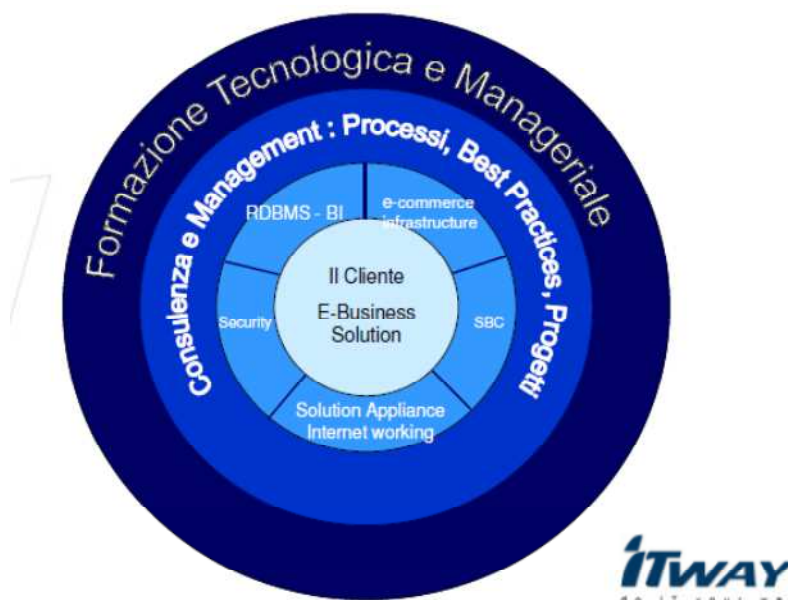
Il Gruppo Itway è costituito da un sistema integrato di aziende, dove ciascuna rappresenta un'area strategica con un proprio business e piena responsabilità nello sviluppo dei propri progetti.

L'approccio di Itway pone al centro il cliente, al quale offrire tutti i servizi che consentono allo stesso di incrementare il proprio valore aggiunto.

I punti di forza di Itway, e che costituiscono una fondamentale differenza rispetto ai principali competitors, risiedono nella capacità di offrire, in modo complementare, una ricca gamma di prodotti software e il supporto consulenziale necessario "tailor made" per garantirne l'utilizzo e l'integrazione.

A ciò si aggiunge un'ottima capacità di attenzione e interazione con il cliente (accounting) e la qualità di una formazione (training) calibrata sulle esigenze specifiche di ogni cliente.

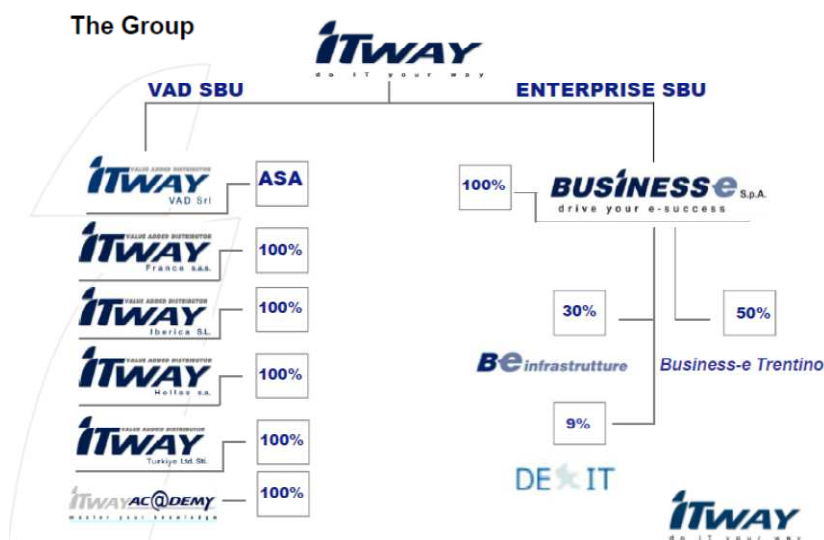
**Fig. 2 - L'approccio integrato al cliente**



Fonte: Itway

Il Gruppo è strutturato con una capogruppo, Itway S.p.A. che coordina due diverse "Aree Strategiche di Affari (ASA)", ognuna con una propria operatività specifica.

Fig. 3 – Il Gruppo Itway



Fonte: Itway

Queste sono:

- ASAVAD, Value Added Distributor. Itway, direttamente e tramite le sue controllate in Italia e all'estero, è un Distributore a Valore Aggiunto, specializzato nell'offerta di tecnologie abilitanti per l'e-business. Il VAD (Value Added Distributor) è un modello di business fortemente innovativo, presente a livello europeo, riconosciuto dagli operatori di settore e dalle società di ricerca indipendenti. Tra i punti di forza di Itway troviamo sicuramente l'attività di selezione e di introduzione sul mercato delle migliori soluzioni hardware e software per supportare la crescita tecnologica delle imprese, dalla piccola media azienda alla grande organizzazione. La società è nata nel 1996 con l'obiettivo di rappresentare il punto di riferimento per VAR, System Integrator e Rivenditori alla ricerca di tecnologie, consulenza, servizi e training all'avanguardia nell'allora nascente mercato delle soluzioni a standard Internet. Itway è grado di soddisfare le crescenti esigenze dei propri partner commerciali con riconosciuta professionalità, competenza tecnica e continuità del rapporto.
- ASA Enterprise. Business-e vanta un'esperienza decennale che le ha consentito di raggiungere una posizione di rilievo nei settori della sicurezza delle informazioni ed in particolare nell'ambito del networking e del web application. La formazione continua del personale specialistico è uno dei pilastri su cui poggia la politica aziendale. Business-e vanta, partnership consolidate con i leader mondiali nel settore ICT: Cisco Systems, Checkpoint, ISS e Oracle. La società parte dall'assunto che ogni attività di informatizzazione dei processi aziendali e di implementazione di nuove tecnologie debba essere subordinata ad una preventiva, efficace e customizzata opera di organizzazione delle dinamiche aziendali. Sulla base di tale

considerazione, Business-e intende rappresentare per i propri clienti un punto di riferimento costante nella consulenza, nella realizzazione e nella gestione di soluzioni e servizi integrati per l'e-business.

All'ASA VAD, ma di fatto in modo trasversale ad entrambe le aree di attività, si affianca Itway Academy. Nel mercato dell'ICT, una delle cose che spesso viene trascurata è proprio la formazione. Un mercato che cambia richiede invece una formazione continua, per detenere quella competenza aggiornata che è fattore critico del successo aziendale complessivo. Itway Academy è specializzata nella formazione per le aziende che operano nel e con l'ICT, ed è focalizzata sul trasferimento delle competenze specialistiche, tramite corsi, seminari e convegni tematici tenuti da selezionati professionisti.

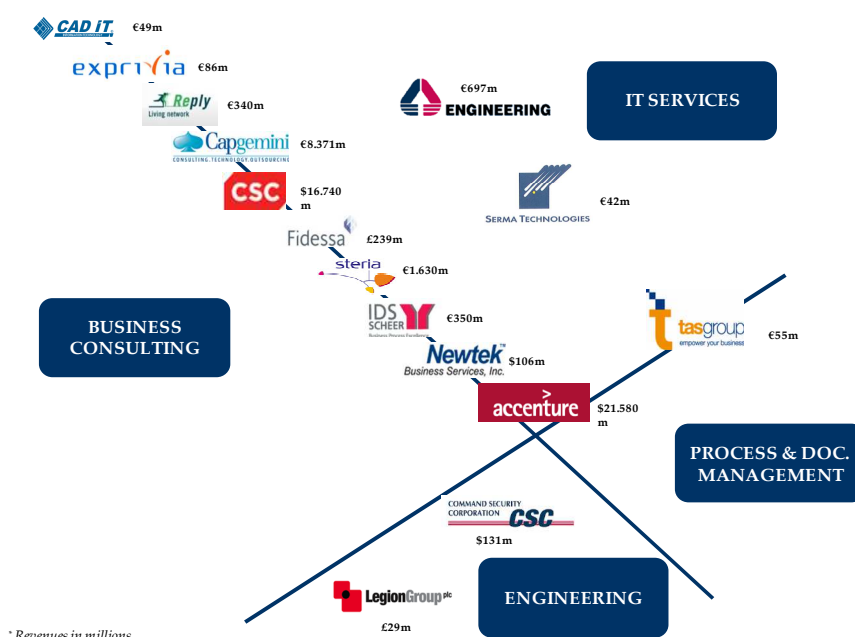
Le diverse aziende del Gruppo Itway sono in grado di rispondere a tutte le esigenze dei clienti, proponendosi come partner affidabili nell'offerta di soluzioni ICT ad alto valore aggiunto: dalla scelta di tecnologie "best of breed" alla consulenza relativa alle migliori soluzioni per fare e-business, dai corsi di formazione che rendono operativi da subito i dipendenti delle aziende incrementandone le capacità professionali alla consulenza per tutte le problematiche connesse alla sicurezza dei sistemi informativi e delle piattaforme di commercio elettronico B-to-B.

### Il settore operativo in Italia

Itway non ha di fatto comparables in grado di operare con successo in tutti i segmenti di attività. Le altre società, infatti, operano solo in alcune delle aree di business nelle quali opera anche Itway.

La tabella seguente riporta lo scenario competitivo.

Fig. 4 – Lo scenario competitivo



Fonte: elaborazione Integræ SIM

Crediamo che la costruzione di un business model pensato per operare attraverso un approccio integrato possa essere in grado di supportare le possibili sinergie operative. Riteniamo che lo stesso possa inoltre anche essere efficacemente pilotato al fine di soddisfare al meglio le esigenze dei diversi clienti. Esigenze che spesso Itway è in grado di stimolare, anticipando i bisogni dei propri clienti diventandone gradualmente partner e non semplice fornitore di servizi.

Siamo convinti che questa strategia sia la sola in grado di assicurare una relativa costanza di ricavi e quindi una minore rischiosità implicita del business. Rischiosità che risulta ulteriormente contenuta dall'esame dei principali clienti.

### Business consulting

La fornitura di servizi e la consulenza ICT rientra nei business ciclici. Dopo un decennio (anni '90), in cui la crescita è stata molto forte, si è assistito ad una flessione fino al tra il 2001 ed il 2004, anni in cui la consulenza maggiormente redditizia (start up nei settori tecnologici e delle telecomunicazioni) è di fatto venuta meno. Negli anni successivi e fino al 2005, il settore della consulenza è rimasto sostanzialmente invariato, per tornare a crescere in modo significativo tra il 2005 e il 2007 per poi ridurre fortemente il proprio fatturato negli ultimi anni a seguito della crisi economica.

Negli ultimi 18 mesi, il settore ha gradualmente ripreso a crescere, ma con sfumature diverse rispetto alla crescita degli anni precedenti. In termini generali i clienti tendono infatti a dilazionare i progetti che non impattano direttamente sulla loro "bottom line". Mentre gli stessi tendono invece a privilegiare tutti quei progetti che hanno un impatto immediato o a breve termine sull'utile netto e sulla produzione di cassa. Per fare questo, riteniamo occorra una società il cui business model sia pensato fin dalla sua nascita come Gruppo in grado di offrire un approccio integrato, in grado quindi di cogliere, e nel più breve tempo possibile soddisfare, tutte le possibili esigenze del cliente. Siamo convinti che solo lavorando a stretto contatto con il cliente si possa essere in grado di comprendere appieno e risolvere tutte le problematiche organizzative, produttive e distributive dello stesso.

Riteniamo che nei prossimi anni il settore della "Business Consulting" sia in grado di assicurare una crescita dei ricavi compresa tra il 3-6% medio annuo per i prossimi 5 anni, per i seguenti motivi:

- gli incentivi governativi di stimolo alla ripresa incrementeranno l'attività in alcuni settori economici. Siamo convinti che questo alimenterà la domanda di consulenza relativa ai nuovi progetti di investimento sovvenzionati;
- ammodernamento della pubblica amministrazione che, nonostante i notevoli progressi degli ultimi anni, rimane decisamente "sotto digitalizzata" rispetto a tutte le altre economie europee;
- progetti relativi alla produzione di energia da fonti rinnovabili;
- riduzione dei costi di struttura al fine di incrementare la redditività complessiva e la produzione di cassa delle imprese, rendere maggiormente efficiente la supply chain e la produzione;
- le nuove regolamentazioni che saranno gradualmente implementate nel settore finanziario (Basilea 3 e Solvency 2), riteniamo possano fungere da sostegno e da traino nei prossimi anni;
- molto sentita attualmente, e crediamo anche nei prossimi anni, l'esigenza della gestione ottimale del personale.

### ICT Services & Engineering

Questo comparto di business raggruppa l'insieme delle tecnologie che consentono di elaborare e comunicare l'informazione attraverso mezzi digitali.

Rientrano in quest'ambito lo studio, la progettazione, lo sviluppo, la realizzazione, il supporto e la gestione dei sistemi informativi e di telecomunicazione computerizzati, anche con attenzione alle applicazioni software e ai componenti hardware che le ospitano.

L'ICT va considerata come arma strategica in mano al management dell'azienda, in grado di mettere a disposizione dati e informazioni qualitativamente migliori nell'ambito dell'organizzazione e grazie alle diffusione della tecnologia e dell'interconnettività, può aiutare le organizzazioni a ridefinire i propri rapporti con clienti, fornitori e altre organizzazioni attraverso il cosiddetto IT Service Management (ITSM).

I managers di Itway sono caratterizzati da molteplici capacità di intervento, dall'installazione alla progettazione di architetture telematiche, dalla gestione di basi di dati alla progettazione di servizi integrati per la convergenza di informatica e telefonia nella telematica per i nuovi metodi di trasmissione dell'informazione.

Riteniamo che nei prossimi anni il settore "ICT Services & Engineering" sia in grado di crescere ad un tasso pari al 5-8% annuo medio per i prossimi 5 anni, per i seguenti motivi:

- la gestione dell'intero processo produttivo (fornitori, clienti, finanza etc...) di una azienda richiede interventi sempre più rapidi. Tali interventi possono essere effettuati con crescente successo laddove il management abbia accesso a dati precisi, puntuali e corretti. In altre parole, il management delle imprese per poter ottimizzare tutte le componenti organizzative e scegliere laddove allocare maggiore capitale e risorse umane, ha bisogno di informazioni continue e che siano disponibili in tempo utile. Riteniamo quindi che gli investimenti possano essere considerevoli nei prossimi anni;
- riduzione dei costi di struttura al fine di incrementare la redditività complessiva e la produzione di cassa delle imprese;
- l'automazione dei processi crediamo sarà un fattore critico di successo nei prossimi anni. Automazione che comporta minori costi relativi alla mano d'opera e che consente una maggiore flessibilità produttiva.

### **I principali mercati nei quali opera il Gruppo Itway**

I cambiamenti dei Governi in tre dei principali Paesi in cui il Gruppo opera (Italia, Spagna e Grecia) se da un lato potrebbe costituire la premessa per il consolidamento della fiducia sui debiti sovrani e un forte disincentivo all'aggressione speculativa all'Euro, dall'altro hanno comportato manovre finanziarie ancora più restrittive che, di fatto, allontanano il ritorno alla crescita del PIL.



Le tensioni sull'euro e sui debiti sovrani si sono naturalmente trasferite sui mercati finanziari con ulteriori contrazioni del credito concesso a imprese e famiglie, nonostante gli interventi della Banca Centrale Europea.

Il Gruppo Itway non ha subito conseguenze dirette da questa situazione, senon per il sensibile incremento dei tassi di interesse, che difficilmente possono essere immediatamente scaricati sui margini di vendita nel contesto generale sopra descritto.

### **Il Posizionamento di Itway sul mercato**

Nel corso dell'esercizio è proseguito il riposizionamento su nuove linee distributive, finalizzate alla sostituzione di linee a bassi margini con linee a maggior valore aggiunto, che permettano anche minore impiego di circolante. La conseguenza più evidente, confrontando dati omogenei (esercizio al 31 dicembre 2011 con ultimo trimestre solare 2010) è la contrazione dei volumi (-14%), con un incremento dell'Ebitda conseguito dall'ASA VAD del 6,5%.

Nel contesto generale di mercato la politica industriale del Gruppo Itway è stata quella di posizionarsi e concentrarsi su segmenti di business a più alto valore aggiunto. Coerentemente con quanto consuntivato nell'esercizio precedente, il recupero di marginalità si è concretizzato sia nell'ASA VAD per l'affinamento del modello di business su linee a maggior valore aggiunto, sia nell'ASA Enterprise, con importanti contratti pluriennali in segmenti a più alto valore aggiunto (Ebitda dell'ASA Enterprise + 52%).

In sintesi, coerentemente con la gestione adottata sul finire dell'esercizio al 30 settembre 2011, il Gruppo Itway si è posizionato a livello industriale in modo efficace per essere pronto alla ripartenza delle economie dei Paesi in cui opera, ma grande attenzione deve essere riposta nelle politiche di sviluppo e di stabilizzazione dei mercati che le istituzioni nazionali e sovranazionali saranno in grado di portare avanti.

Nel contesto competitivo globale, l'offerta integrata "tailor made" riteniamo sia la sola in grado di poter efficacemente soddisfare i bisogni emergenti. Offerta integrata che Itway è in grado di offrire ai propri clienti.

### **I risultati 2011 e le stime 2012 - 2014**

L'esercizio chiuso al 31 Dicembre 2011 è stato di soli 3 mesi, per effetto della delibera dell'assemblea straordinaria degli azionisti del 26/7/2011 che ha modificato la chiusura dell'esercizio sociale al 31 dicembre di ogni anno, a partire dal 2011.

Nel contesto generale la politica industriale del Gruppo nel corso del 2011 è stata quella di posizionarsi e concentrarsi su segmenti di business a più alto valore aggiunto. Coerentemente con quanto consuntivato nell'esercizio precedente, il recupero di marginalità si è concretizzato sia nell'ASA VAD per l'affinamento del modello di business su linee a maggior valore (Ebitda dell'ASA VAD +6,5%), sia nell'ASA Enterprise, con importanti contratti pluriennali in segmenti a più alto valore aggiunto (Ebitda dell'ASA Enterprise + 52%).

Coerentemente con la gestione adottata il Gruppo Itway si è posizionato a livello industriale in modo efficace per essere pronto alla ripartenza delle economie dei Paesi in cui opera.

A livello di Gruppo, e confrontando sempre i dati omogenei dei tre mesi al 31 dicembre 2011 e 2010, a fronte di ricavi che diminuiscono del 6,2%, si registra un maggior decremento di tutti i costi operativi (costo dei prodotti -8,3%, costo del personale -2,8%, con l'eccezione dell'incremento degli altri costi operativi +6,3%), di conseguenza L'Ebitda si attesta a €1.27mln (+18% rispetto all'analogo periodo dell'esercizio precedente). Il miglioramento si riflette anche sull'Ebit (+30%). L'incremento degli oneri finanziari netti ha parzialmente assorbito il miglioramento dell'Ebit e di conseguenza, l'utile ante imposte si incrementa del 27.4%.

#### Il settore Value Added Distribution – VAD

Il settore Value Added Distribution è presidiato in Italia da Itway S.p.A. e da Itway vad S.r.l., nella penisola Iberica dalla controllata Itway Iberica S.L., in Francia da Itway France S.A.S., in Grecia da Itway Hellas S.A. e in Turchia da Itway Turkiye Ltd. Queste società sono distributori a valore aggiunto che associano alla distribuzione di prodotti specializzati software ed hardware, servizi di certificazione sulle tecnologie software distribuite e servizi di assistenza tecnica pre e post vendita.

I clienti delle Società sono “System Integrator” e “Value Added Reseller” che vendono i prodotti al mercato degli utenti finali.

Il mercato italiano è quello più importante per il Gruppo, ed è quello dove perdurano gli effetti negativi della “situazione Paese” e della riorganizzazione delle strategie distributive di taluni vendor. La politica aziendale del management ha permesso tuttavia, a fronte di decrementi sensibili nei volumi (-16,9% confrontando periodi omogenei), di migliorare sia i margini di intermediazione, che l'Ebitda.

La controllata greca, nella difficile situazione Paese ha chiuso il periodo in sostanziale pareggio per la prima volta da alcuni anni.

Il programma di focalizzazione su linee di maggior redditività della controllata francese è potuto iniziare solo sul finire dell'esercizio, non realizzando tuttavia gli auspicati recuperi di redditività.

Questo slittamento, dovuto a situazioni contingenti organizzative della struttura interna, ha comportato il mancato raggiungimento degli obiettivi di breve periodo, ma non inficia la concreta possibilità di raggiungere gli obiettivi di medio periodo.

La controllata iberica, confermando il recupero in termini di volumi, ha sofferto in termini di marginalità, in controtendenza con quanto realizzato nel precedente esercizio.

La controllata turca mantiene un andamento positivo e di leadership nel segmento IT security del mercato turco che, fuori dall'area euro, si conferma con significative prospettive di sviluppo.

#### Il settore servizi e-business e security management

Attraverso la controllata Business-e S.p.A. il Gruppo Itway opera nei seguenti segmenti di mercato:

- servizi professionali e produzione di soluzioni e tecnologie software per l'e-business;
- distribuzione ed integrazione di prodotti e servizi di sicurezza logica dei sistemi informativi;
- servizi professionali di system integrator e di centralizzazione delle applicazioni.

L'esercizio di tre mesi ha sostanzialmente confermato il trend iniziato alla fine dell'esercizio precedente, quando sono stati siglati alcuni contratti pluriennali importanti sia in termini di volumi che di tecnologie innovative applicate, con incrementi importanti, sia in termini di volumi (+44%) che di redditività (Ebitda +52%).

#### Le stime per il 2012 - 2014F

Le nostre stime per il 2012-14F tengono conto:

- della concessione ottenuta nel mese di Gennaio in raggruppamento con Ricci Bitti, da anni operante nel settore del gaming, per la realizzazione e conduzione della rete telematica di gestione del gioco lecito; concessione che da provvisoria diventerà definitiva entro pochi mesi.

Il management dei due gruppi prevede che l'iniziativa genererà un volume di affari lordo (COIN IN) pari a 600 milioni di Euro per ciascuno dei prossimi 9 anni. Il piano industriale del raggruppamento RB e Itway, prevede l'installazione nei prossimi 10 anni oltre 10.000 AWP ed almeno 1000 VLT con margini di crescita.

Nel settore dei giochi, il nuovo soggetto imprenditoriale ravennate opererà nel settore gioco da intrattenimento tradizionale fatto da slot

machine (AWP) e delle nuove sale video lottery (VLT), con funzioni di concessionario alla pari con i colossi del settore (Lottomatica, Snai, SISAL, ecc) ed è l'unico nuovo concessionario interamente italiano, accanto agli altri due nuovi a cui è stata pre-assegnata la concessione, rispettivamente tedesco (Merkur) e greco (Intralot). L'AAMS prevede che tutte le macchine da gioco installate (AWP e VLT) comunichino in tempo reale alla Società Generale per l'Informatica (SOGEI) del Ministero dell' Economia e delle Finanze i dati economici relativi al funzionamento, tra cui il giocato (COIN- IN) e le vincite erogate. Le VLT sono collegate in rete fra loro per creare un "jackpot" con le giocate effettuate. Compito di Itway è quello di garantire il perfetto funzionamento di questa rete telematica.

A livello nazionale, l'industria del gioco conta oltre 300 mila AWP e 25 mila VLT con una raccolta complessiva (giro d'affari lordo) di oltre 10 miliardi di euro, con un appeal crescente nei confronti del mercato Video lottery, che si presenta al settore degli apparecchi da intrattenimento come una vera e propria novità per il comparto italiano del gioco pubblico autorizzato;

- dell'accordo relativo la costituzione di un Servizio di Network-Security-Operation-Center e Control Room (N+SOC) rivolto ad Informatica Trentina, società in-house della Provincia Autonoma di Trento.

Il livello di complessità raggiunto dai sistemi informatici, le misure di sicurezza adottate per contrastare rischi e minacce esterne ed interne alle organizzazioni, comporta la produzione di un gran numero di informazioni (log) che devono poter essere lette, interpretate, gestite.

I servizi di monitoraggio del network e della security del Gruppo Itway attraverso le controllate Business-e SpA e Business-e Trentino Srl agiscono nel contesto delle attività di controllo e di rilevazione delle anomalie nella rete sulla base della raccolta, della correlazione e dell'interpretazione dei log generati da ogni singolo componente dell'infrastruttura di rete gestita. Per erogare un servizio completo e scalabile del Security Operation Center (SOC).

L'attività è iniziata con il 7 settembre 2011 e prevede una fase di transizione (fine tuning), terminata a dicembre 2011. Da Gennaio 2012 tutto il traffico digitale dei computer della provincia di Trento (oltre 12.000) transita dal N+SOC.

L'accordo quadro di durata novennale prospetta ricavi complessivi di oltre €5 mln ed apre ad un ulteriore indotto di ulteriori €5 mln, generati dal mercato territoriale.

Nel piano industriale del Gruppo Itway e ovviamente riflesse nelle nostre stime, la presenza sul questo territorio sarà sempre più significativa, avendo valutato una prima fase di start up con un fatturato di €4.0 mln. nel 2012F con l'impiego di 25 unità lavorative, per arrivare all'obiettivo di €10 mln. nel 2013 e l'impiego di 60 persone.

La presenza sul territorio del Gruppo Itway attraverso le controllate Business-e SpA e Business-e Trentino Srl, porterebbe al terzo anno di

attività un indotto occupazionale nell'area servizi, formazione e ingegneria IT pari a oltre 400 persone, contribuendo a consolidare e ad espandere il distretto ICT e della Conoscenza del Trentino (Distretto Tecnologico Trentino).

Di seguito le nostre stime:

**Fig. 5 – Il Conto Economico (dati in mln di euro)**

	30/09/2011	31/12/2011 *	2012F	2013F	2014F
<b>Fatturato</b>	<b>105,2</b>	<b>33,6</b>	<b>115,7</b>	<b>120,3</b>	<b>130,1</b>
Valore delle produzioni	106,6	33,9	117,3	121,9	131,8
Materie prime	-86,7	-27,7	-92,5	-97,6	-106,4
Costi del personale	-9,9	-2,5	-10,9	-11,3	-12,2
Altri oneri operativi	-8,6	-2,4	-8,9	-9,2	-8,5
Costi totale	-105,1	-32,6	-112,2	-118,1	-127,1
<b>EBITDA</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>5,0</b>	<b>3,8</b>	<b>4,8</b>
<b>Ebitda margin %</b>	<b>1,4%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,4%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,7%</b>
Ammortamenti	-1,0	-0,2	-0,7	-0,6	-0,7
<b>EBIT</b>	<b>0,5</b>	<b>1,1</b>	<b>4,3</b>	<b>3,2</b>	<b>4,1</b>
<b>Ebit margin %</b>	<b>0,5%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,8%</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,1%</b>
Oneri finanziari netti	-1,5	-0,3	-1,2	-0,9	-0,8
Variazione netta cambi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Risultati straordinari	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Utile ante imposte</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>3,1</b>	<b>2,3</b>	<b>3,3</b>
Tasse	-0,4	-0,32	-1,3	-0,9	-1,3
tax-rate	n.m.	-41,4%	40,0%	40,0%	40,0%
utile di terzi	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Utile netto</b>	<b>-1,7</b>	<b>0,5</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>

Fonte: Gruppo Itway e stime Integrae SIM; \*) Esercizio di 3 mesi

**Fig. 6 – Lo Stato Patrimoniale (dati in mln di euro)**

	30/09/2011	31/12/2011 *	2012F	2013F	2014F
Capitale circolante netto	20,4	19,6	19,7	18,6	18,2
in % sulle vendite	19,4%	58,3%	17,0%	15,5%	14,0%
Attivo fisso netto	18,3	18,4	18,5	18,3	18,6
Investimenti netti	38,7	38,0	38,2	37,0	36,8
Fondo TFR	-1,5	-1,4	-1,5	-1,5	-1,6
<b>Capitale investito netto</b>	<b>37,2</b>	<b>36,6</b>	<b>36,7</b>	<b>35,5</b>	<b>35,2</b>
Patrimonio netto	15,3	15,8	17,7	19,0	21,0
Patrimonio netto di terzi	0,0	0,0	0,6	0,6	0,7
Debiti finanziari netti	21,9	20,8	18,4	15,8	13,5
<b>Coperture</b>	<b>37,2</b>	<b>36,6</b>	<b>36,7</b>	<b>35,5</b>	<b>35,2</b>

Fonte: Gruppo Itway e stime Integrae SIM; \*) Esercizio di 3 mesi

**Fig. 7 – Il Cash Flow Model (dati in mln di euro)**

	30/09/2011	31/12/2011 *	2012F	2013F	2014F
PFN all'inizio dell'esercizio	-22,2	-21,9	-20,8	-18,4	-15,8
Utile netto + Ammortamenti	-0,2	0,8	3,1	2,3	2,8
Variazione CCN	-5,8	0,5	0,0	1,0	0,4
TFR	0,9	-0,1	-0,4	-0,4	-0,5
<b>Cash flow operativo</b>	<b>-5,1</b>	<b>1,3</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>
Investimenti operativi	-0,6	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4
Investimenti finanziari	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vendita di attività	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Free cash flow</b>	<b>-5,7</b>	<b>1,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>
Dividendi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variazione del patrimonio net	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Altro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variazione della PFN	0,3	1,1	2,4	2,6	2,3
PFN alla fine dell'esercizio	-21,9	-20,8	-18,4	-15,8	-13,5

Fonte: Gruppo Itway e stime Integrae SIM; \*) Esercizio di 3 mesi

Il miglioramento della situazione finanziaria internazionale riteniamo possa favorire una graduale riduzione dei giorni di pagamento dei crediti. A fronte di una crescita del fatturato (CAGR 2011-14F del 7.4%), stimiamo una flessione del rapporto tra capitale circolante netto e fatturato che dovrebbe raggiungere nel FY14F il 14% circa (dal 19.4% del settembre 2011).

Di conseguenza, stimiamo che il free cash flow prodotto risulti pari a circa €2.5 medio l'anno nel triennio 2012-2014F, mentre i debiti netti raggiungano €13.5 mln nel FY14F (da €20 mln del Dicembre 2011).

### La valutazione

Itway opera in un settore ciclico ma, come abbiamo visto, la creazione di un approccio integrato riteniamo consenta di attenuare significativamente la ciclicità complessiva del business e, quindi, del rischio di impresa. In altre la durata media dei contratti, unita alle possibili sinergie operative ancora inesprese, unite dovrebbero consentire nei prossimi anni una volatilità dei risultati più contenuta rispetto ai principali comparables.

Visibilità del business e rischio connesso, sono due elementi decisamente importanti quanto si valuta una società, soprattutto in un momento congiunturale come quello attuale che vede le società alle prese con un rischio imprenditoriale decisamente più elevato rispetto a quello medio degli ultimi cinque anni.

Abbiamo condotto la valutazione di Itway attraverso due metodi di valutazione: il DCF e i multipli. Per il DCF abbiamo assunto le nostre stime puntuali fino al 2014F ed in seguito assunto un tasso di crescita dei ricavi del 4% fino al 2016F, compatibile con la ciclicità del business.

Di seguito i nostri dati di input:

- Risk free rate pari al 5%, quale rendimento medio dei BTP decennali;
- Risk premium pari al 5%, assunto da Bloomberg;
- Beta pari 1x, assunto da Bloomberg
- Long term growth prudenziale rate pari al 1%, compatibile con la ciclicità del business e prevedendo unicamente il recupero dell'inflazione.

Ne risulta un WACC dell'8,16%. Di seguito il nostro modello:

**Fig. 8 – Il modello DCF**

Discounted cash flow (dati in mln di euro)	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	TV
Sales	115,7	120,3	130,1	135,3	140,7	
EBIT	4,3	3,2	4,1	4,3	4,4	
EBIT margin	3,76%	2,67%	3,13%	3,15%	3,15%	
Tax rate	45%	40%	40%	40%	40%	
Imposte figurative sull'Ebit	2,4	1,9	2,4	2,6	2,7	
<b>NOPAT</b>	<b>2,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	
Ammortamenti	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7	
Variazione fondi						
<b>Gross operating cash flow</b>	<b>2,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	
Variazione Capitale circolante netto	0,0	1,0	0,4	0,4	0,5	
<b>Net operating cash flow</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	
Capex	-0,3	-0,3	-0,4	-0,2	-0,2	
<b>Free Cash Flow (FCF)</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>
Discount factor	0,925	0,855	0,790	0,731	0,676	0,676
<b>Discounted free cash flow</b>	<b>2,18</b>	<b>2,22</b>	<b>1,87</b>	<b>1,90</b>	<b>1,87</b>	<b>24,4</b>

Fonte: Stime Integrae SIM



Il nostro modello DCF ci da una stima dell'equity value (dopo i debiti finanziari al 31 Dicembre 2011) di €13,6 mln, vale a dire €1,72 per azione.

Di seguito la tabella relativa all'analisi di sensitività:

**Fig. 9 – Analisi di sensitività (dati in mln di euro)**

	6,66%	7,16%	7,66%	8,16%	8,66%	9,16%	9,66%
0,50%	20,1	17,0	14,3	12,0	10,0	8,2	6,6
0,75%	21,3	18,1	15,2	12,8	10,7	8,8	7,1
1,00%	22,7	19,2	16,2	13,6	11,4	9,4	7,7
1,25%	24,3	20,5	17,3	14,5	12,1	10,1	8,2
1,50%	26,0	21,8	18,4	15,5	12,9	10,7	8,8

Fonte: *Stime Integrae SIM*

**Fig. 10 – Analisi di sensitività (dati in euro per azione)**

	6,66%	7,16%	7,66%	8,16%	8,66%	9,16%	9,66%
0,50%	2,54	2,15	1,81	1,52	1,27	1,04	0,84
0,75%	2,70	2,28	1,93	1,62	1,35	1,11	0,90
1,00%	2,88	2,43	2,05	1,72	1,44	1,19	0,97
1,25%	3,07	2,59	2,18	1,84	1,53	1,27	1,04
1,50%	3,28	2,76	2,33	1,96	1,64	1,36	1,12

Fonte: *Stime Integrae SIM*

Abbiamo anche effettuato un'analisi dei multipli di alcune società europee quotate. Il nostro campione è formato da società europee operanti nei diversi settori di attività in cui opera Itway, nella supposizione che nella media dei ratios calcolati, ricadano anche quelli di Itway stessa.

**Fig. 10 – I competitors**

Società	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2011	2012F	2013F	2011	2012F	2013F	2011	2012F	2013F
Ecs Holdings	5,9	4,9	4,2	5,2	4,8	4,3	5,4	5,0	4,5
SYNNEX Corporation	9,1	8,8	8,1	6,0	5,7	5,3	6,6	6,2	5,7
EMC Corp.	18,5	16,0	14,0	10,6	9,0	8,2	11,8	10,5	9,1
Guidewire Software Inc	26,9	n.m.	84,8	54,4	62,8	37,7	59,6	71,4	47,4
Infovide Matrix S.A.	8,3	7,4	6,8	3,1	2,9	2,7	3,9	3,5	3,2
CMC Ltd	19,1	14,3	15,4	12,6	9,9	8,2	12,6	9,9	
Positivo Informatica SA	39,3	8,3	5,9	14,4	6,3	5,2	52,6	9,6	7,0
Camelot Information Systems In...	8,2	7,8	4,7	20,7	17,5	9,6	30,1	21,5	12,9
Digital China Holdings Ltd	14,6	12,1	10,1	10,7	9,0	8,0	10,5	9,0	7,4
Hewlett Packard Co	5,0	6,1	5,5	3,8	4,4	4,2	5,2	6,4	5,9
IT Way	n.m.	19,1	4,8	n.m.	23,5	5,5	n.m.	27,1	6,3
Media	15,5	9,5	16,0	14,1	13,2	9,3	19,8	15,3	11,5

Fonte: *Stime Integrae SIM e Infinancials*

Il valore medio di Itway calcolato attraverso la metodologia dei multipli e tenuto conto delle nostre stime, risulterebbe pari a €1,83 per azione, in linea con quello risultante dall'applicazione del modello DCF.

Per calcolare il nostro target price abbiamo effettuato una media al 50% delle due metodologie. Il valore così calcolato risulta pari a 1,77 per azione.

Iniziamo quindi la copertura della società Itway con un target price di €1,77 per azione, un rating Buy e risk medium.

**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 SIM SpA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE SIM 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 Vice President of Associazione Italiana Analisti Finanziari – AIAF, Vice President of Associazione Nazionale Private Investment Banking – ANPIB and Organismo Italiano di Valutazione – OIV member.

**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, Resolution n. 17725 of March 29th 2011.

INTEGRAE SIM SpA performs the role of specialist 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.

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.

Conflicts of interest, including potential conflicts and related organizational measures are set forth in this disclaimer section.

### Rating system

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the expected total return (ETR – absolute performance in the 12 months following the publication of the analysis, including the ordinary dividend paid by the company), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the expected total return may temporarily fall outside the proposed range.

Equity Total Return (ETR) for different risk categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR $\geq$ 7.5%	ETR $\geq$ 10%	ETR $\geq$ 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR $\leq$ -5%	ETR $\leq$ -5%	ETR $\leq$ 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

The methods that INTEGRÆ SIM SpA prefers to use for value the company under analysis and the Expected Total Return 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 (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.