

AIM Italia

Target Price: € 2,9

Rating Buy

Year	Sales €k	EBITDA €k	EBIT €k	Net Profit €k	Eps €	EV/Ebitda x	EV/Ebit x	P/E x
2014	13.054	2.339	609	89	0,028	16,4	62,8	72,0
2015 F	20.887	3.007	460	326	0,021	12,7	83,2	95,4
2016 F	28.981	6.075	1.163	848	0,053	6,3	32,9	37,7
2017 F	34.777	8.178	2.320	1.757	0,106	4,7	16,5	18,9

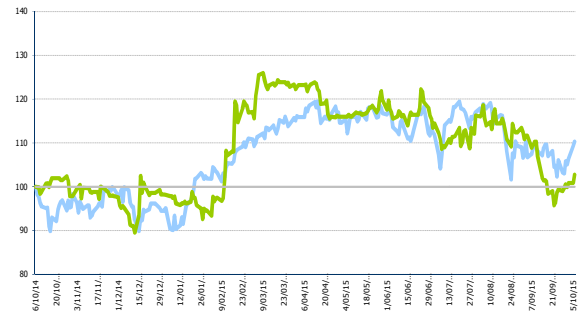
	Old	New
Rating	Buy	Buy
Risk Rating	Medium	Medium
Target Price	3,9	2,9

Market Data (€)

Close Price (€)	2,0
Share Outstanding (k)	21950
Market Cap (€m)	43899
Market Float (%)	41,9
Avg Daily Vol (n.)	45000
Past 12 Months	Max 2,57 Min 1,72

Performance

	3 M	12 M
Absolute	-6,1	4,2
Relative	-9,2	-10,2



■ FTSE MIB
■ Expert System SpA



I risultati del 1H15 sono inferiori rispetto alle nostre stime. La società ha presentato i risultati consolidati pro-forma includendo Temis SA la cui acquisizione si è conclusa il 23/9. Il fatturato è stato pari a €9,1 mln di cui oltre il 65% derivante dai mercati esteri, l'Ebitda è risultato negativo per €1,3 mln, mentre l'Ebit per €2,6 mln. Gli investimenti relativi all'internazionalizzazione non hanno ancora cominciato a produrre fatturato, ma hanno gravato in termini di costi. Da non sottovalutare anche lo spostamento di alcune commesse al 2H15.

Il mercato di riferimento: Una delle principali evoluzioni che sta attraversando il settore IT per quanto concerne il trattamento delle informazioni riguarda i cosiddetti Big Data, ovvero tutte quelle informazioni non strutturate caratterizzate dalle "tre V"; Volume, Velocity, Variety. Per passare da una serie di dati grezzi e scarsamente utilizzabili a dati strutturati, è fondamentale implementare nuove ed efficienti applicazioni. L'analisi semantica si prospetta la soluzione migliore per tutta la componente di informazioni non strutturate, che rappresentano l'80% di quelle disponibili. Le imprese del settore hanno una dimensione contenuta che non consente loro di crescere attraverso investimenti in acquisizioni. Riteniamo che Expert System possa svolgere il ruolo di aggregatore in un settore in forte crescita.

Expert System diventa partner di Google. Dal 7 Ottobre, Cogito API è infatti disponibile nel "Google Cloud Launcher", l'ambiente della piattaforma cloud di Google che consente a sviluppatori e integratori di sistemi di attivare i software selezionati da Google nell'ambito delle proprie infrastrutture.

In flessione le nostre stime FY15-17. Abbiamo ridotto le nostre stime 2015 del fatturato a €20,8 mln (€24,1 mln la nostra stima precedente) e dell'Ebitda a €2,6 mln (€4,2 la stima precedente). In flessione del 10% la stima di Ebitda per il 2016-17F.

La valutazione: rating Buy, Target Price €2,9 (da 3,9), risk medium. L'operazione di acquisizione di Temis e la successiva completa integrazione, consentiranno una forte crescita dei risultati di Expert System a partire dal FY16. Per effetto delle nuove stime, l'equity value di Expert System, stimato sulla base di due metodologie (DCF e multipli), risulta di €2,9 (da €3,9).

Antonio Tognoli
+39 02 7862 5303
antonio.tognoli@integraesim.it

Expert System

La recente riorganizzazione in USA

Il 9 Ottobre Expert System ha annunciato un piano di riorganizzazione negli Stati Uniti finalizzato ad un presidio più efficace del mercato.

A seguito della recente acquisizione di TEMIS, il gruppo ha consolidato gli obiettivi delle due società controllate in USA volte a espandere e caratterizzare maggiormente l'offerta di Expert System per il settore privato e il settore pubblico. L'esigenza di sistemi cognitivi per l'analisi avanzata dei contenuti e dell'attività informativa, infatti, ha assunto un ruolo di primo piano nella risoluzione di alcuni dei principali problemi legati alla gestione dei dati a cui devono far fronte organizzazioni di ogni tipo. Tuttavia, le esigenze e le priorità che emergono nel settore pubblico si differenziano significativamente da quelle che si evidenziano nell'ambito delle aziende private. Per far fronte a queste differenti necessità, le società di Expert System saranno così organizzate:

- Expert System USA, Inc., società di Expert System in USA attiva nel mercato statunitense dal 2008, sarà completamente dedicata a sviluppare soluzioni per organizzazioni pubbliche, incluse quelle che operano nei settori di Difesa, Intelligence, e Forze dell'Ordine;
- TEMIS USA sarà rinominata "Expert System Enterprise" e si rivolgerà all'ampio mercato delle aziende private, con focus specifico su alcuni settori verticali (Banche e assicurazioni, Editoria e media, Energia, Oil & Gas, Sanità).

La riorganizzazione risponde alle diverse esigenze funzionali ed operative dei clienti ai quali si rivolgono le due nuove società: pubblica la prima e privata la seconda.

Prima dell'acquisizione di Temis l'impostazione strategica non era ovviamente prevista, ne tantomeno erano previsti gli investimenti correlati. Investimenti che, nel caso di Expert System USA Inc, riteniamo possano essere importanti. Siamo convinti che altrettanto importanti possano essere nel medio periodo i ritorni reddituali legati agli investimenti.

Fig. 1 – Profit & Loss

Profit and Loss	2014	2015	2016	2017	2018
Total revenues	13054,3	20886,9	28980,5	34776,7	41732,0
Change in Internal works	3041,4	3102,3	3164,3	3227,6	3292,2
Income from grants & other revenues	1077,1	1292,6	1486,5	1709,4	1743,6
Value of production	17172,9	25281,7	33631,3	39713,7	46767,8
COGS	-8248,9	-12994,0	-16421,2	-18809,3	-21928,7
Cost of work	-6584,8	-9694,1	-11840,8	-13534,9	-15779,6
EBITDA	2339,2	2593,6	5369,3	7369,6	9059,5
<i>Ebitda margin</i>	<i>17,9%</i>	<i>12,4%</i>	<i>18,5%</i>	<i>21,2%</i>	<i>21,7%</i>
Amort. Deprec. and prov.	-1729,8	-2546,5	-4403,8	-5252,3	-6185,2
EBIT	609,4	47,1	965,5	2117,3	2874,3
<i>Ebit margin</i>	<i>4,7%</i>	<i>0,2%</i>	<i>3,3%</i>	<i>6,1%</i>	<i>6,9%</i>
Net financial charges	28,6	-7,5	14,0	120,0	200,0
Extraordinary items	59,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Pre-tax profit	697,3	39,6	979,5	2237,3	3074,3
Taxes	-608,8	-11,1	-274,3	-626,4	-860,8
Net income	88,5	28,5	705,2	1610,9	2213,5

Fonte: Expert System e Integrae SIM

Fig. 2 – Assets & Liabilities

Assets and Liabilities	2014	2015	2016	2017	2018
Total assets	8051,0	21736,1	23257,2	22438,4	22156,4
Working capital	9264,6	5012,9	2898,1	3477,7	4173,2
Total funds	-1690,0	-1900,0	-2050,0	-2500,0	-2700,0
Invested capital	15625,7	24849,0	24105,2	23416,1	23629,6
Equity	16957,9	24100,0	24805,2	26416,1	28629,6
Net debt (Cash)	-1332,2	749,0	-700,0	-3000,0	-5000,0
Total funds	15625,7	24849,0	24105,2	23416,1	23629,6

Fonte: Expert System e Integrae SIM

La valutazione

Abbiamo condotto la valutazione di valori Expert System sulla base di due metodologie: DCF e multipli di un campione di società comparabili.

Ciascun modello di valutazione è in grado di cogliere uno o più aspetti della vita di un'azienda: reddituale, patrimoniale, basato sui flussi di cassa, basato sulla comparazione di aziende "simili" quotate. Per questo motivo riteniamo che un corretto mix tra le diverse valutazioni, sia in grado di meglio cogliere il "corretto fair value" di una società come Expert System caratterizzata da alcuni particolarità (flussi di cassa, management quality, track record, azionisti manager, sviluppo potenziale elevato).

Il modello DCF

I risultati dell'applicazione del modello DCF ai fini del calcolo dell'equity value di una società sono, come noto, funzione delle stime. Oltre al valore dell'equity ciò che assume rilevanza, ai fini della comparabilità dei risultati, è la qualità degli stessi, a sua volta funzione di numerose variabili, tra le quali la visibilità del business. Visibilità che, nel caso di Expert System, ci consente di poter allungare l'orizzonte temporale fino al 2019F, anno in cui la redditività dei progetti iniziati nel 2013-15F, ma soprattutto gli effetti dell'acquisizione di Temis, saranno pienamente visibili. Motivo questo per il quale il modello DCF riteniamo possa cogliere alcuni aspetti della vita dell'impresa che il modello basato sui ratios non sarebbe in grado di approssimare (anche perché le stime di consensus dei peers si fermano al 2016, esercizio in cui gli effetti positivi dell'acquisizione non saranno ancora pienamente visibili).

Di seguito i dati di input:

Fig. 3 - I dati di input

Wacc calculation	
Risk Free Rate	1,05%
Market Premium	8,60%
Beta Unlevered	0,85
Tax Rate (Ires + IRAP)	31,40%
D/E (average)	50,00%
Beta Relevered	1,12
Alfa (specific risk)	2,50%
Ke	13,16%
Wacc	8,29%

Fonte: elaborazione Integrae SIM

Abbiamo assunto i parametri della tabella precedente sulla base delle seguenti assumptions:

- il risk free rate è il rendimento medio lordo Rendistato (Banca d'Italia) dei titoli con scadenza tra 4 anni e sette mesi e 6 anni e sei mesi relativi al periodo ottobre 2014 - settembre 2015;
- il market premium è quello calcolato dal Prof. A. Damodaran per l'Italia, pari all'8,60% (Aggiornamento Gennaio 2015);
- Il Beta unlevered è stato determinato sulla base del Beta medio a 5 anni relativo allo stesso campione di titoli (laddove possibile) comparabili usato per la determinazione dell'equity value con la metodologia dei multipli, pari a 0,78. Precisiamo che la scelta del periodo temporale (5 anni) e la frequenza delle osservazioni (settimanali) è stata scelta in funzione della massimizzazione della significatività della regressione lineare, espressa dal parametro R_z. Il Beta unlevered risultante dalla regressione lineare (0,78) è stato corretto sulla base della seguente formula: $Beta\ Adjusted = 0,78 * 0,67 + 1 * 0,33$ (Vedi E.J. Elton, M.J. Gruber, S.J. Brown, W.N. Goetzmann - Modern Portfolio Theory and Investment Analysis - John Wiley & Sons, 2009), arrivando a determinare il beta unlevered pari a 0,85. Lo stesso è stato poi levereggiato sulla base del D/E medio stimato per gli anni 2015-18F. il Beta levered risulta così pari a 1,21.
- il tasso di crescita "g" utilizzato per il calcolo del Terminal Value è conservativamente posto uguale al 3%;
- 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);

Ne risulta un WACC dell'8,29%.

Fig. 4 – Il modello DCF

Cash Flow	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	TV
EBIT	47	966	2.117	2.874	3.305	3.801	4.371	
Operating Taxes	(15)	(303)	(665)	(903)	(1.038)	(1.194)	(1.373)	
NOPLAT	32	662	1.452	1.972	2.268	2.608	2.999	
Depreciations	2.547	4.404	5.252	6.185	6.804	7.484	8.233	
Δ NWC	4.252	2.115	(580)	(696)	(700)	(700)	(700)	
Investments	(4.950)	(5.000)	(5.100)	(5.300)	(5.800)	(5.800)	(5.800)	
FCFO	1.881	2.181	1.025	2.161	2.571	3.592	4.731	89.395
Discounted FCFO	1.737	1.860	807	1.572	1.726	2.227	2.709	60.023
FCFO actualized	12.637							
TV actualized DCF	60.023							
Enterprise Value	72.660							
NFP (2015)	(749)							
Equity Value	71.911							

Fonte: elaborazione Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime, ne risulta un equity value di Expert System di €91,0 mln.

Fig. 5 – Sensitivity Analysis (Wacc _ Long Term Growth)

		WACC						
		6,79%	7,29%	7,79%	8,29%	8,79%	9,29%	9,79%
TV	4,5%	161,2	131,6	110,9	95,6	83,9	74,7	67,2
	4,0%	134,6	113,5	97,9	85,9	76,4	68,7	62,3
	3,5%	116,1	100,1	87,9	78,2	70,3	63,8	58,3
	3,0%	102,5	89,9	80,0	71,9	65,2	59,6	54,8
	2,5%	92,0	81,8	73,6	66,7	61,0	56,1	51,8
	2,0%	83,8	75,3	68,3	62,4	57,3	53,0	49,2
	1,5%	77,0	69,9	63,8	58,7	54,2	50,3	46,9

Fonte: elaborazione Integrae SIM

La metodologia dei multipli

Il nostro campione è formato da società che operano nello stesso settore di Expert System con una capitalizzazione maggiore.

Queste le società con i multipli per il periodo 2014-16F (Fonte Infincials):

Fig. 6 – I peers

Company	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Trend Micro Inc.	10,5	9,9	10,1	12,9	12,1	11,3	25,4	23,8	23,0
Glodon Software Co., Ltd.	22,1	20,0		28,4	18,3	10,9	25,1	20,8	13,3
Beijing eGOVA Co. Ltd	34,2	24,6		53,0	36,3	24,8	47,9	36,6	26,1
OBIC Business Consultants Co., Ltd.	16,8	14,5	13,7	17,1	15,2	14,4	31,0	27,4	26,2
Shenzhen Tianyuan DIC Information Technology C	18,0	14,9					25,6	20,0	17,3
Ellie Mae Inc.	31,6	23,9	18,9	39,3	31,0	22,2	51,4	40,4	30,1
Microsoft Corporation	9,5	8,7	7,8	11,1	9,9	9,4	17,4	15,4	14,2
SAP SE	11,3	10,5	10,1	12,6	11,9	11,0	16,3	15,0	14,0
Nuance Communications Inc.	9,5	9,6	10,3	13,1	12,1	10,8	13,8	12,6	12,0
CommVault Systems Inc.	18,0	11,7	9,3	20,9	14,2	10,5	46,3	32,4	24,7
Blackbaud Inc.	20,8	18,1		23,9	20,1		39,1	33,0	
Open Text Corporation	9,9	9,6		10,7	10,2		13,1	12,3	
Average	17,7	14,7	11,4	22,1	17,4	13,9	29,3	24,1	20,1

Fonte: Infincials.

L'equity value di Expert System calcolato con la metodologia dei multipli risulta pari a €49,7 mln. L'equity value è minore rispetto a quello calcolato attraverso la metodologia DCF. La ragione riteniamo sia dovuta alla lunghezza temporale di riferimento delle stime. Infatti quelle dei peers si fermano al 2016, esercizio in cui i positivi effetti dell'acquisizione di Temis non saranno ancora completamente visibili.

L'equity value medio, che costituisce il nostro target price, risulta pari a €65,5 mln, vale a dire €2,9 per azione (€3,9 nella nostra nota del 24 giugno 2015).

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 Deputy Chairman and Head of Research, Board Member of AIAF - Associazione Italiana Analisti Finanziari, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking - ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione - OIV, member of Organismo Italiano di Contabilità - OIC, international account working group and Journalists guild.

Disclaimer

This publication was produced by INTEGRAE SIM SpA. INTEGRAE SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of March 29th 2011.

INTEGRAE SIM SpA performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

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

Unless otherwise indicated, the prices of the financial instruments shown in this report are the prices referring to the day prior to publication of the report. INTEGRAE SIM SpA will continue to cover this share on a continuing basis, according to a schedule which depends on the circumstances considered important (corporate events, changes in recommendations, etc.), or useful to its role as specialist.

The table below, shows INTEGRAE SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
10/9/14	Buy	2,22	Medium	Initiating Coverage
24/6/15	Buy	3,90	Medium	Temis Acquisition

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. 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, Integræ SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

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

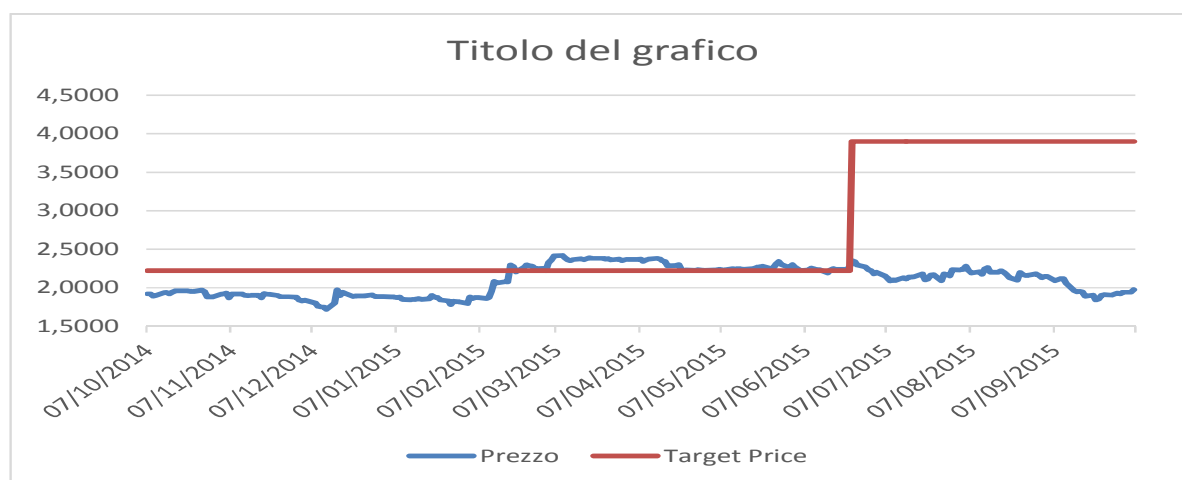
Equity Total Return (ETR) for different risk categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR >= 7.5%	ETR >= 10%	ETR >= 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR <= -5%	ETR <= -5%	ETR <= 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

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.

Price, target price and rating history (also see table above) in the last 12 months:



Conflict of interest

In order to disclose its possible interest conflict Integrae SIM states that:

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