

AIM Italia

Target Price: € 2,61

Rating Buy

Year	VoP €k	EBITDA €k	EBIT €k	Net Profit €k	Eps €	EV/Ebitda x	EV/Ebit x	P/E x
2015PF	29.887	1.796	(3.532)	(2.314)	-0,105	30,0	nm	nm
2016 F	32.727	2.504	(2.827)	(3.267)	-0,149	22,1	nm	nm
2017 F	39.451	6.652	987	287	0,013	8,1	54,6	149,3
2018 F	44.606	8.547	2.841	1.455	0,066	6,1	18,2	29,4

	Old	New
Rating	Buy	Buy
Risk Rating	Medium	Medium
Target Price	2,90	2,61

Market Data (€)

Close Price (€)	1,95
Share Outstanding (k)	21950
Market Cap (€m)	42802
Market Float (%)	41,9
Avg Daily Vol (n.)	25000
Past 12 Months	Max 2,28 Min 1,72

Performance

	3 M	12 M
Absolute	-5,2	-7,4
Relative	3,8	25,6



**Il fatturato consolidato FY15 è in linea con le nostre stime, ma la redditività è inferiore.** Il valore della produzione è cresciuto del 31,8% YoY a €22,6 mln (ca. €30 mln pro-forma con l'acquisizione di Temis), ma l'Ebitda ha subito una flessione del 48,5% a €1,2 mln (€1,8 mln pro-forma); l'Ebitda margin, è quindi sceso al 7,3% (dal 17,9% del FY14). In forte crescita il costo del personale (da €6,5 mln del FY14 a €11,3 mln del FY15), soprattutto tecnico e commerciale, sia in Italia che nel resto del gruppo. La crescita degli ammortamenti degli assets strategici (da €1,7 mln del FY14 a €5,2 mln del FY15) non ha consentito il raggiungimento di un Ebit positivo (€-4,0 mln e -€3,5 mln pro-forma). La PFN è diventata negativa per €10,5 mln (cassa per €1,3 mln nel FY14) a causa dei forti investimenti effettuati nella ricerca, nello sviluppo commerciale e per il finanziamento dell'acquisizione.

**Il mercato di riferimento è in forte crescita:** l'evoluzione verso la quale tende la crescita del mercato IT riguarda l'analisi semantica che si prospetta la soluzione migliore per tutta la componente di informazioni non strutturate, che rappresentano l'85-90% 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.

**In flessione le nostre stime FY15-18F.** Abbiamo rielaborato le stime sulla base del gruppo nato dopo l'acquisizione di Temis. I massicci investimenti (€5 mln circa l'anno) beneficeranno il conto economico a partire dal FY17 e maggiormente negli anni successivi. Per il FY16 stimiamo un Ebit ancora negativo, sebbene in miglioramento rispetto al FY15 pro-forma. Dal FY18F in avanti stimiamo che la redditività netta possa essere in costante miglioramento.

**La valutazione: rating Buy, Target Price €2,61 (da 2,9), 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 FY18F (con uno slittamento di un anno rispetto alle nostre stime precedenti).

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

Expert System

## I risultati del 2015 e le stime

### I risultati consolidati pro-forma

I risultati pro-forma tengono conto dell'acquisizione della società Francese Temis, avvenuta a settembre 2015, su un orizzonte temporale di 12 mesi.

Il valore della produzione è risultato di €30 mln con ricavi delle vendite e prestazioni pari a €22 mln (+84% rispetto al 2014) derivanti da maggiori vendite sui mercati esteri, in particolare €9,5 mln provenienti dalle nuove società incluse nel perimetro di consolidamento (ex Temis ed Iberia). La quota di ricavi derivanti da vendite estere è risultato di €12,8 mln, corrispondente al 58% dei ricavi totali. Segnaliamo l'importante sforzo d'investimento effettuato in Francia, Stati Uniti e Spagna che mostra un incremento dell'R&D pari al 79% rispetto al 2014.

L'Ebitda, pari a €1,8 mln, è legato ai forti investimenti nel personale tecnico e commerciale (+156% rispetto al 2014) effettuati sia in Italia sia nel resto del gruppo. L'Ebit, negativo per €3,5 mln, evidenzia l'effetto ammortamento (+68% rispetto al 2014) degli assets strategici.

### I risultati consolidati

Il valore della produzione è cresciuto del 32% YoY, raggiungendo €22,6 mln (€17,2 mln al 31 dicembre 2014). I ricavi delle vendite e prestazioni sono cresciuti del 37% YoY a €16,4 mln. L'Ebitda è invece sceso del 48,6% YoY a €1,2 mln (€2,3 milioni al 31 dicembre 2014) per effetto di un significativo potenziamento della struttura organizzativa, in particolare a sostegno dello sviluppo internazionale. L'Ebit è risultato negativo per €4,0 mln (positivo per €0,6 mln al 31 dicembre 2014), dopo ammortamenti e accantonamenti pari a €5,2 mln (€1,7 mln al 31 dicembre 2014).

Il 2015 ha rappresentato un anno di forte evoluzione che ha portato il gruppo Expert System a diventare la realtà più grande del mercato in Europa nel settore del cognitive computing e dell'artificial intelligence. Mercati che stanno attraversando un periodo di intensa vitalità.

Grazie anche alla crescita dell'R&D, nel 2015 Expert System è stata inclusa nella "top 10" di Forrester per l'analisi dei big data, dopo una rigorosa selezione che ha coinvolto oltre 200 realtà internazionali.

Gli investimenti in ricerca sono stati effettuati per il potenziamento di Cogito attraverso l'implementazione di nuove lingue tra cui giapponese, cinese e coreano e nello sviluppo di nuovi mercati per rafforzare ed espandere il posizionamento globale. Sono stati inoltre inaugurati due laboratori in USA (a Palo Alto, in Silicon Valley, e nell'area di Washington), che lavoreranno in sinergia con gli altri 5 "Cogito Lab", oggi localizzati a Modena, Rovereto, Napoli, Grenoble e Madrid, per accrescere le funzionalità "intelligenti" di tutte le applicazioni.

Altra frontiera importante sulla quale Expert System ha investito è nella combinazione tra analisi semantica, natural language processing e deep learning per migliorare la comprensione automatica dei big data e del linguaggio, sfruttando anche le più innovative tecniche di intelligenza artificiale.

Le strategie di sviluppo per linee esterne, dopo le acquisizioni in Francia e Spagna, hanno permesso di passare, in poco più di 2 anni, da circa 100 dipendenti agli oltre 230 attuali, e di presidiare tutto il mercato occidentale, Stati Uniti, Gran Bretagna, Italia, Francia, Germania, Spagna, Canada e Svizzera, incrementando il fatturato derivante dall'estero, realizzato in 15 Paesi, dal 17% al 58%. Contestualmente, sono stati raggiunti importanti traguardi: Expert System

è tra i pochissimi Premier Technology Partner di Google, con cui collabora sia sul fronte della ricerca sia per incentivare lo sviluppo di soluzioni d'intelligenza semantica attraverso la Google Cloud Platform. E' stato inoltre rafforzato il presidio in USA, oggi strutturato con due aziende dedicate al settore pubblico e al settore privato, ed esteso il business a nuovi settori industriali, come quello assicurativo, farmaceutico e industriale.

Allo scopo di supportare l'ulteriore sviluppo e cogliere nuove opportunità di crescita, l'assemblea straordinaria ha delegato il CdA per eseguire un aumento del capitale sociale a pagamento, per un importo complessivo massimo di €5 mln, comprensivo dell'eventuale sovrapprezzo, mediante emissione di azioni ordinarie prive del valore nominale, aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione e godimento regolare, da offrire in opzione agli azionisti ai sensi dell'art. 2441, primo comma, codice civile, e di emissione di warrant abbinati gratuitamente alle azioni ordinarie rivenienti dall'aumento di capitale.

### **La 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, né 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.

### **Le stime per il triennio 2016-18F**

A seguito dei risultati inferiori rispetto alle nostre stime e tenuto conto degli investimenti effettuati e che stimiamo nei prossimi anni (circa €5 mln l'anno fino al 2021F), abbiamo ridotto le nostre stime rispetto alla nota del 12 Ottobre 2015. Investimenti che cominceranno a beneficiare il conto economico nel 2017F, ma saranno pienamente visibili a partire dal 2018 in avanti. Il 2016F e in parte il 2017F riteniamo possano ancora essere esercizi in cui gli elevati costi

di struttura e soprattutto del personale (da €6,5 mln del FY14 a €11,3 mln del FY15 e €17,5 mln del pro-forma del FY15), più che raddoppiato a seguito dell'operazione Temis e dell'operazione in US, uniti alla crescita degli ammortamenti conseguenti sia alla crescita della struttura sia all'incremento dei costi capitalizzati da ammortizzare, non permetteranno l'espressione piena della redditività.

Nel biennio in esame stimiamo comunque una crescita dell'Ebitda margin che dovrebbe raggiungere il 7,7% (6% nel FY15 pro-forma) e il 16,9% nel FY17F.

Ancora negativo, seppur in miglioramento rispetto al FY15, l'Ebit (€-2,8 mln); positivo nel FY17F per €1,0 mln.

Per quanto riguarda i debiti finanziari netti, stimiamo che il picco massimo di esposizione possa essere raggiunto nel FY16F (€12,5 mln la nostra stima) e che a partire dal FY17F ma con maggiore intensità negli anni successivi, essi possano gradualmente ridursi.

Nel medio periodo (2018-2021F) le nostre stime sono basate sia sugli investimenti che la società ha effettuato ed andrà ad effettuare nei prossimi anni, sia sulla crescita attesa del mercato di riferimento, sia sulle posizioni e i riconoscimenti di mercato raggiunti.

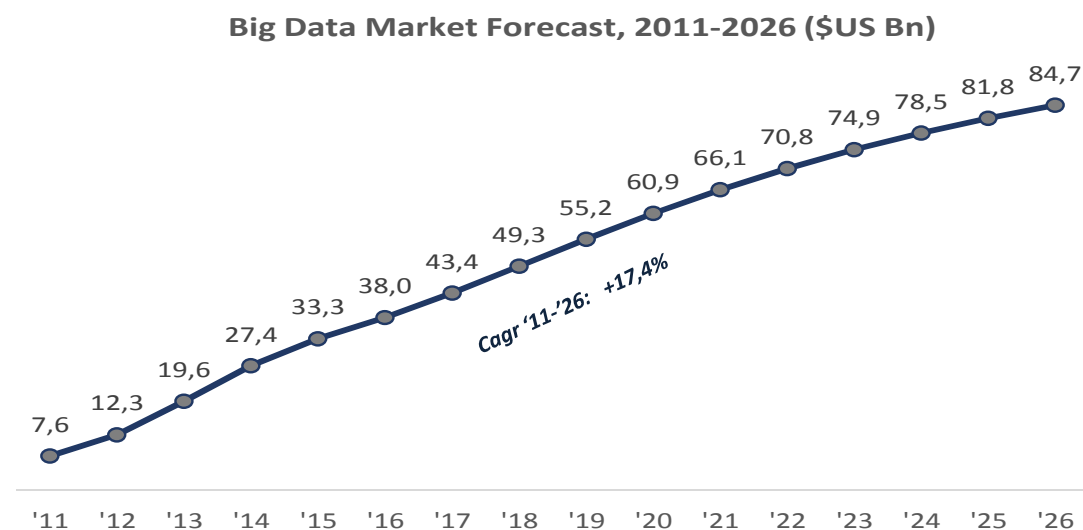
Allo scopo di meglio comprendere la portata del cambiamento che avrà la gestione del big data nei prossimi anni, riportiamo i dati di Wikibon (Big Data Research) e Accenture (Big Data Survey, April 2014) relativi sia al mercato nel suo complesso, sia alla sola analisi del testo (Imprese e mercato globale).

**Fig. 1 - L'impatto della gestione dei Big Data sull'organizzazione delle imprese nei prossimi 5 anni**



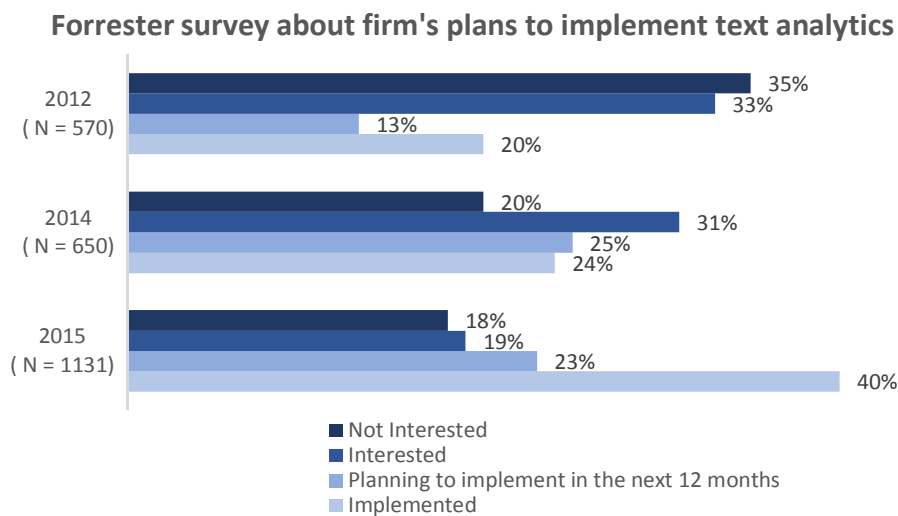
Fonte: Accenture *Big Success with Big Data Survey, April 2014*

**Fig. 2 – La crescita del mercato dei Big Data**



Fonte: Wikibon Big Data Research

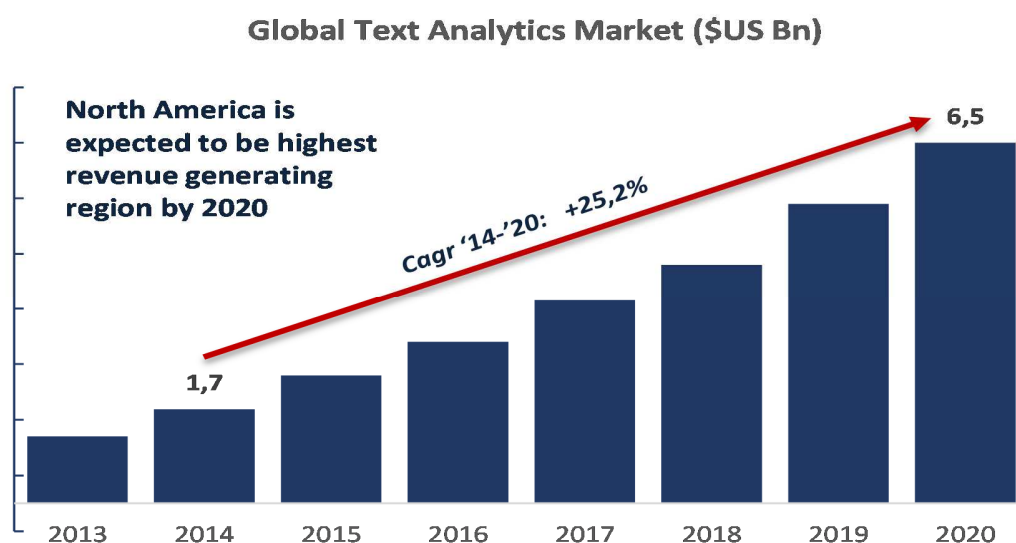
**Fig. 3 – Le stime delle imprese circa gli investimenti nell’analisi semantica del testo**



Fonte: Forrester's Global Business Technographics® Data And Analytics Survey, 2015-2014-2013

Considerando che, secondo World Text Analytics Market (Opportunities and Forecast 2013-2020), il mercato maggiormente in crescita sarà quello Nord Americano, Expert System ha investito e continuerà ad investire nei prossimi anni in quel mercato.

Fig. 4 – Il mercato del North America



Source: World Text Analytics Market - Opportunities and Forecasts, 2013 - 2020

Grazie agli investimenti in ricerca e sviluppo Expert System è stata inclusa nel “Forrester Wave™”. Il campione analizzato da Forrester Wave conta circa 200 fornitori appartenenti al Text Analytics segmento di mercato Big Data. I primi 10 fornitori di Forrester inclusi in questa ricerca rappresentano il top 5% del mercato di riferimento. Anche se il panorama competitivo comprende gruppi multinazionali con una significativa massa critica, Expert System è una delle Top 10 nel settore dei “Big Data Text Analytics Platform” a livello globale.

Le nostre nuove stime consolidate e tenuto conto dell’acquisizione di Temis sono state effettuate sulla base delle seguenti assunzioni:

- **forza vendita.** Forte attenzione ai mercati esteri, in particolare su Stati Uniti e in Germania, anche grazie alle soluzioni vendute alle istituzioni governative. Build-up di una forza vendita indiretta, dedicato alla vendita di COGITO a distributori terzi, come system integrator e OEM e Integrazione della struttura di vendita di Expert System e Temis, al fine di rafforzare il posizionamento del gruppo sui nuovi clienti, allo scopo di aumentare la penetrazione sui mercati;
- **costi.** Abbiamo stimato un significativo incremento del costo del personale (vendite dirette) allo scopo di aumentare il potenziale nel mercato. Il focus di ricerca e sviluppo dei prossimi anni sarà indirizzato alla standardizzazione dei prodotti, al fine anche di ridurre le attività di integrazione svolte direttamente. Entro il FY16 Expert System dovrebbe incrementare la forza vendita con l’inserimento di venditori internazionali (US, Spagna e Germania) e project manager/software developers.
- **capitale circolante.** Ci aspettiamo la continuazione degli aiuti governativi alla ricerca e sviluppo (l’incasso stimato per il biennio 2016-17F e di €5 mln circa), unito ad una progressiva flessione dell’assorbimento di circolante legato soprattutto al forte incremento atteso nelle vendite all’estero (abbiamo stimato in 10 giorni la flessione tra DPO e DSO);

- **investimenti**, costanti annuali di R&D per il periodo 2016-21F (€5 mln circa l'anno), al fine di migliorare e allineare i livelli qualitativi delle lingue (con un focus particolare sul cinese, giapponese e coreano) e continuare a sviluppare la tecnologia Cogito e le sue caratteristiche. Stimiamo inoltre l'ulteriore sviluppo dell'organizzazione internazionale di supporto per la penetrazione del mercato e dei brevetti stranieri. Nelle stime non abbiamo considerato ipotesi di crescita esterna.

Non escludiamo future nuove acquisizioni allo scopo di incrementare la base clienti e/o entrare in nuovi mercati.

**Fig. 5 – Profit & Loss**

Consolidated Profit & Loss (€/000)	2015 PF	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Total Sales	22.196	26.091	32.492	37.724	42.467	45.900	48.111
VALUE OF PRODUCTION	29.887	32.727	39.451	44.606	49.348	52.856	55.144
Growth YoY	n.m.	9,5%	20,5%	13,1%	10,6%	7,1%	4,3%
Total Costs	(28.090)	(30.223)	(32.799)	(36.059)	(39.548)	(41.850)	(43.430)
EBITDA	1.796	2.504	6.652	8.547	9.800	11.006	11.714
Ebitda margin %	6,0%	7,7%	16,9%	19,2%	19,9%	20,8%	21,2%
Depreciation & Amortization	(5.329)	(5.331)	(5.665)	(5.706)	(5.461)	(3.305)	(3.500)
EBIT	(3.532)	(2.827)	987	2.841	4.339	7.701	8.214
Ebit margin %	-11,8%	-8,6%	2,5%	6,4%	8,8%	14,6%	14,9%
NET INCOME	(2.314)	(3.267)	287	1.455	2.390	4.443	4.785
Profit margin %	-7,7%	-10,0%	0,7%	3,3%	4,8%	8,4%	8,7%

*Nota: margini % calcolati sul Valore della Produzione*

*Fonte: Expert System e Integrae SIM*

**Fig. 6 – Assets & Liabilities**

Consolidated Balance Sheet (€/000)	2015 PF	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Total Assets	24.073	24.055	23.723	23.379	23.311	25.429	27.381
Working Capital	10.122	7.763	7.279	7.299	8.217	8.836	8.992
Total Provisions	(1.443)	(1.907)	(2.165)	(2.466)	(2.784)	(3.025)	(3.216)
INVESTED CAPITAL	32.751	29.912	28.837	28.212	28.745	31.239	33.157
Equity	(21.679)	(17.451)	(17.738)	(19.193)	(21.583)	(26.026)	(30.811)
Net Debt	(11.072)	(12.460)	(11.099)	(9.019)	(7.161)	(5.213)	(2.346)
	-						
TOTAL FUNDS	(32.751)	(29.912)	(28.837)	(28.212)	(28.745)	(31.239)	(33.157)

*Fonte: Expert System e Integrae SIM*

**Fig. 7 – Cash Flow**

<b>Consolidated Cash Flow (€/000)</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
<b>EBITDA</b>	<b>2.504</b>	<b>6.652</b>	<b>8.547</b>	<b>9.800</b>	<b>11.006</b>	<b>11.714</b>
Change in Net working capital	(473)	(1.213)	100	(896)	(713)	(168)
Change in Grants receivables/liabilities	1.891	1.697	(120)	(22)	94	13
Change in provision	384	178	222	238	162	110
Extraordinary income/expense						
Taxes	136	(191)	(970)	(1.593)	(2.962)	(3.190)
<b>Cash flow from Operating activities</b>	<b>4.442</b>	<b>7.122</b>	<b>7.779</b>	<b>7.526</b>	<b>7.587</b>	<b>8.478</b>
(Inc.)/Decrease in Intangible Asset	(4.778)	(5.063)	(5.063)	(5.063)	(5.063)	(5.063)
(Inc.)/Decrease in Tangible Asset	(110)	(190)	(220)	(250)	(280)	(310)
(Inc.)/Decrease in Financial Asset	(367)					
Cash flow from Investing activities	(5.255)	(5.253)	(5.283)	(5.313)	(5.343)	(5.373)
<b>Net cash flow from Operating activities</b>	<b>(812)</b>	<b>1.870</b>	<b>2.496</b>	<b>2.213</b>	<b>2.245</b>	<b>3.105</b>
Cash flow before financing activities	(812)	1.870	2.496	2.213	2.245	3.105
Change in Equity		( )				
Financial income/expense	(576)	(509)	(416)	(355)	(297)	(238)
Inc./(Decrease) long term loans	(3.305)	(4.964)	(3.595)	(3.136)	(3.088)	(1.594)
Inc./(Decrease) other financial debt	(389)	(201)	(108)	1		
<b>Cash flow from Financing activities</b>	<b>(4.270)</b>	<b>(5.674)</b>	<b>(4.119)</b>	<b>(3.491)</b>	<b>(3.384)</b>	<b>(1.832)</b>
Net Increase / (Decrease) in Cash	(5.082)	(3.804)	(1.622)	(1.278)	(1.139)	1.273
<b>Cash at the beginning of the period</b>	<b>12.595</b>	<b>7.512</b>	<b>3.708</b>	<b>2.086</b>	<b>808</b>	<b>(331)</b>
<b>Final cash position</b>	<b>7.512</b>	<b>3.708</b>	<b>2.086</b>	<b>808</b>	<b>(331)</b>	<b>942</b>

*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 2021F, anno in cui la redditività dei progetti iniziati nel 2015-16F, 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. 8 – I dati di input**

Wacc calculation	
Risk Free Rate	0,88%
Market Premium	8,84%
Beta Unlevered	1,00
Tax Rate (Ires + IRAP)	31,40%
D/E (average)	41,66%
Beta Relevered	1,49
Alfa (specific risk)	2,50%
Ke	16,55%
Wacc	10,80%

**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 giugno 2015 – maggio 2016;

- il market premium è quello calcolato dal Prof. A. Damodaran per l'Italia, pari all'8,84% (Aggiornamento Maggio 2016);
- 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 1,0. 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<sub>z</sub>. Il Beta unlevered risultante dalla regressione lineare (1,0) è stato corretto sulla base della seguente formula:  $Beta\ Adjusted = 1,0 * 0,67 + 1 * 0,33$  (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 1,0. 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 1,49.

**Fig. 9 – Il Beta**

Company	Unlevered Beta				
	1-Year	2-Year	3-Year	4-Year	5-Year
FleetMatics Group Ltd.	1,06	0,66	0,71	0,71	
Ellie Mae Inc.	0,91	0,87	0,95	0,88	0,74
NQ Mobile Inc.	1,62	0,58	0,91	1,01	1,08
Taomee Holdings Ltd.	0,07	0,05	0,00	-0,02	0,05
Tangoe Inc.	1,20	1,00	1,15	1,16	1,19
Imperva Inc.	1,80	1,91	2,03	1,79	1,78
Jive Software Inc.	0,83	0,60	0,55	0,72	1,02
Splunk Inc.	1,71	1,97	2,02	1,88	
Infoblox Inc.	1,61	1,85	1,51	1,43	
Proffpoint Inc.	1,28	1,43	1,37	1,31	
Exa Corp.	0,24	0,46	0,43	0,69	
Qualys Inc.	1,49	1,58	1,49	1,39	
Adobe Systems Incorporated	0,87	0,88	0,91	0,88	0,89
salesforce.com, inc.	1,17	1,37	1,25	1,27	1,38
Open Text Corporation	0,61	0,53	0,54	0,57	0,65
Alphabet Inc.	1,51	1,38	1,43	1,38	1,10
Oracle Corporation	1,20	1,24	1,23	1,27	1,10
<b>Average</b>	<b>1,13</b>	<b>1,08</b>	<b>1,09</b>	<b>1,08</b>	<b>1,00</b>

*Fonte: Infancials*

- 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 del 10,8%.

**Fig. 10 – Il modello DCF**

Cash Flow	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	TV
EBIT	- 2.827	987	2.841	4.339	7.701	8.214	9.857	11.828	
Operating Taxes	789	(275)	(793)	(1.211)	(2.149)	(2.292)	(2.750)	(3.300)	
NOPLAT	- 2.038	711	2.048	3.128	5.553	5.922	7.107	8.528	
Depreciations	5.331	5.665	5.706	5.461	3.305	3.500	3.640	3.785	
Δ NWC	(473)	(1.213)	100	(896)	(713)	(168)	100	100	
Investments	(4.888)	(5.253)	(5.283)	(5.313)	(5.343)	(5.373)	(3.000)	(2.500)	
FCFO	(2.068)	(89)	2.571	2.381	2.802	3.881	7.847	9.913	127.115
Discounted FCFO	(1.866)	(73)	1.890	1.580	1.678	2.098	3.828	4.365	55.965
FCFO actualized	13.500								
TV actualized DCF	55.965								
<b>Enterprise Value</b>	<b>69.465</b>								
NFP (2015)	(11.072)								
<b>Equity Value</b>	<b>58.393</b>								

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 €58,4 mln.

**Fig. 11 – Sensitivity Analysis (Wacc \_ Long Term Growth)**

	WACC							
	9,30%	9,80%	10,30%	10,80%	11,30%	11,80%	12,30%	
4,5%	105,2	91,9	80,9	71,7	63,9	57,3	51,5	
4,0%	95,6	84,2	74,7	66,6	59,7	53,7	48,5	
3,5%	87,7	77,8	69,4	62,2	56,0	50,6	45,8	
<b>TV</b>	<b>3,0%</b>	81,0	72,3	64,9	<b>58,4</b>	52,7	47,8	43,4
	2,5%	75,3	67,6	60,9	55,0	49,9	45,3	41,2
	2,0%	70,4	63,5	57,4	52,0	47,3	43,1	39,3
	1,5%	66,2	59,8	54,3	49,4	45,0	41,1	37,5

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 2015-18 (Fonte Infinancials):

**Fig. 12 – I peers**

Company	EV/Ebitda				EV/Ebit				P/E			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
FleetMatics Group Ltd.	14,4	12,0	9,9	8,3	20,6	17,5	13,7	16,6	24,9	22,4	18,5	16,0
Ellie Mae Inc.	32,1	25,1	17,1	12,2	37,7	31,2	20,8		49,0	43,3	32,3	22,6
NQ Mobile Inc.						16,9			6,6	19,7		
Taomee Holdings Ltd.												
Tangoe Inc.	11,5	10,7	6,6		17,2	12,5	8,6		20,3	21,6	11,5	
Imperva Inc.	115,5	67,4	37,9	25,3	228,5	107,8	52,0	35,7	370,8	156,9	80,0	50,4
Jive Software Inc.	28,7	13,5	11,8	9,7	nm	87,0	26,8	16,5	nm	183,0	48,8	30,5
Splunk Inc.	128,5	79,9	52,0	33,4	227,2	128,4	74,2	36,7	283,2	182,0	105,1	68,9
Infoblox Inc.	20,3	13,4	11,4	8,5	27,2	16,9	12,8	9,5	45,9	41,5	29,1	23,3
Proofpoint Inc.	507,2	145,5	69,0	24,3	nm	nm	147,0	35,5	nm	nm	226,5	54,5
Exa Corp.	56,8	32,5	22,2		nm	198,0	65,7		nm	nm	167,8	
Qualys Inc.	14,6	13,0	10,7	7,5	19,5	17,4	14,0	9,5	41,2	36,5	31,0	21,7
Adobe Systems Incorporated	25,1	19,8	15,7	12,9	31,3	23,1	17,6	14,4	43,7	31,8	23,8	19,2
salesforce.com, inc.	38,4	30,4	24,1	18,9	62,7	47,2	34,1	25,0	101,4	78,6	57,2	44,5
Open Text Corporation	12,1	10,9	9,7		13,0	11,9	10,2		16,3	14,6	13,4	
Alphabet Inc.	13,2	11,2	9,6	8,1	16,0	13,4	11,5	9,7	23,0	20,3	17,2	14,5
Oracle Corporation	8,8	8,4	7,9	7,5	9,3	9,0	8,5	8,4	14,7	13,8	12,7	11,6
<b>Average</b>	<b>68,5</b>	<b>32,9</b>	<b>21,0</b>	<b>14,7</b>	<b>59,2</b>	<b>49,2</b>	<b>34,5</b>	<b>19,8</b>	<b>80,1</b>	<b>61,9</b>	<b>58,3</b>	<b>31,5</b>

Fonte: Infinancials.

L'equity value di Expert System calcolato con la metodologia dei multipli risulta pari a €70,0 mln. Allo stesso abbiamo applicato un sconto del 20% per tener conto della minore liquidità, raggiungendo un valore medio di €56,0 mln.

Il giudizio sulla ragionevolezza dello sconto è stato calcolato con riguardo alla minore liquidità rispetto ai comparables che, presumibilmente, caratterizzerà il titolo post quotazione. A tale riguardo si è tenuto conto anche dello studio condotto da W.L. Silber (Discount on restricted stock: the impact of liquidity on stock prices in Financial Analysis Journal, vol. 47, 1997, pp 60-64, più recentemente confermato da J.D. Finnerty, the impact of transfer restriction on stock prices, Working paper, Analisis Group/Economics, Cambridge, Ottobre 2002, che ha individuato uno sconto medio variabile tra il 15% e il 25%).

Lo sconto di liquidità, diversamente dallo sconto di minoranza, non necessariamente è incorporato nelle quotazioni di mercato (T. Onesti, Sconti di minoranza e sconti di liquidità, Cedam, 2001). Si ritiene opportuno sottolineare che tale studio, che ha trovato grande applicazione negli Stati Uniti, è stato recentemente richiamato anche dalla scienza aziendalistica italiana quale strumento per la valutazione dello sconto per "lack of marketability" anche per i titoli quotati caratterizzati da contenuti volumi di scambi tali da non renderne efficiente la

formazione del prezzo (c.d. titoli sottili) (Cfr Landa, Zacchini, Onesti, La valutazione della Aziende, Giappichelli 2013, p.531 e ss.gg.).

L'equity value medio, che costituisce il nostro target price, risulta pari a €57,2 mln (da €65,5 mln della nota del 12 Ottobre 2015), vale a dire €2,61 (da €2,9 per azione).

**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 29<sup>th</sup> 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
24/6/15	Buy	3,90	Medium	Temis Acquisition
12/10/15	Buy	2,90	Medium	1H15 Results

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, Integræe 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

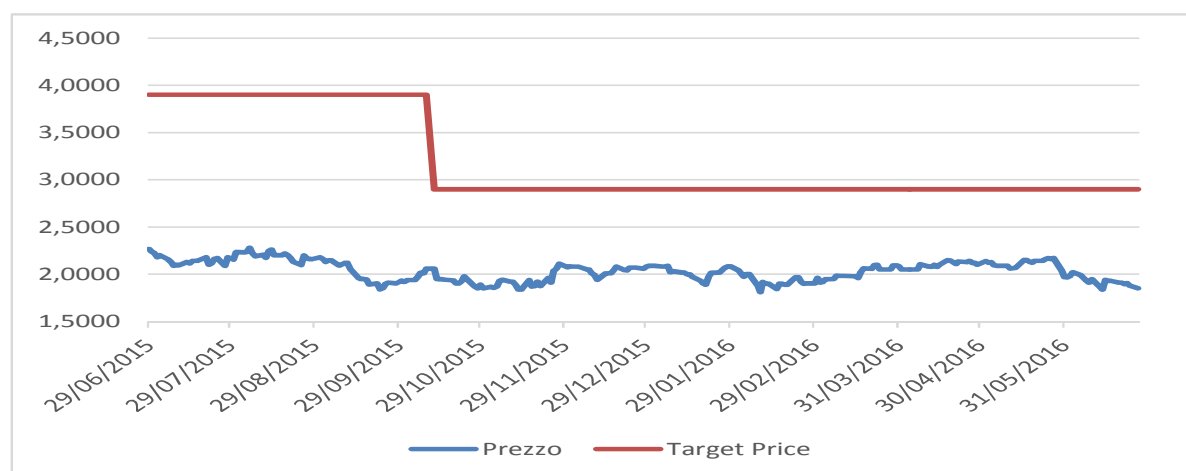
Equity Total Return (ETR) for different risk categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR >= 7.5%	ETR >= 10%	ETR >= 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR <= -5%	ETR <= -5%	ETR <= 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

### **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) Integræe 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.*