

Data di produzione: 05 aprile 2017 ore 18:30 CET

Data di pubblicazione: 05 aprile 2017 ore 19:30 CET

EXPERT SYSTEM	<i>update</i>	<i>Italy</i>	<i>FTSE AIM Italia</i>	<i>Technology</i>
Rating: BUY (Unchanged)		Target Price: € 2.28 (previous € 2,38)	Risk: Medium (Unchanged)	

Stock Performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	1,2%	-8,0%	-0,7%	-10,1%
vs FTSE AIM Italia	-3,3%	-17,7%	-16,3%	-14,0%
vs FTSE All-Share	-2,7%	-12,8%	-24,7%	-34,1%

Stock Data (del 05/04/2017)

Price	€ 1,83
Bloomberg Code	EXSY IM
Market Cap (€m)	50,70
EV (€m)	60,50
Free Float	65,12%
Share Outstanding	2.887.000
52-week high	€ 2,17
52-week low	€ 1,72
Company Agenda	27/04/2017

Key Financials (€m)	2016A	2017E	2018E	2019E
Sales	29,6	34,5	41,4	54,0
EBITDA	-2,20	3,60	7,30	11,70
EBIT	-8,50	-2,70	0,90	5,20
Net Profit	-8,13	-3,42	0,06	2,71
EBITDA margin	-7,6%	10,4%	17,8%	21,7%
EBIT margin	-28,9%	-7,7%	2,1%	9,7%
CAGR Sales	27,6%	16,7%	19,9%	30,4%

Main Ratios	2016A	2017E	2018E	2019E
EV/EBITDA	na	16,8 x	8,2 x	5,2 x
EV/EBIT	na	na	67,2 x	11,5 x
P/E	na	na	917,6 x	18,7 x

Antonio Tognoli

+39 02 7862 5303

antonio.tognoli@integraesim.it

Company Profile

Expert System è leader nel settore di Cognitive Computing e Text Analytics. Attraverso la tecnologia brevettata Cogito, basata sull'analisi semantica, Expert system innova il modo con cui le aziende elaborano le informazioni, offrendo il proprio tool di intelligenza artificiale per comprendere il significato di grandi quantità di documenti e ricavarne conoscenza strategica. Le applicazioni Cogito di Expert System, infatti, offrono un completo insieme di funzionalità per potenziare la gestione delle informazioni e aiutare le organizzazioni ad accrescere il proprio vantaggio competitivo e migliorare i processi decisionali. La società, oltre ad avere diverse sedi in Italia, è presente in UK, Spagna, Germania, Francia, USA e Canada

FY16 Results

I risultati del 2016 sono inferiori rispetto alle nostre stime. In particolare la redditività che sconta maggiori investimenti rispetto a quelli stimati, soprattutto in USA, in parte non ancora seguiti da un parallelo aumento dei ricavi. Inoltre, si sono registrati maggiori costi del personale che da € 11,3 mln del FY15 sono cresciuti a € 18,5 mln (+63,5%) per effetto soprattutto dell'incremento della forza vendita sui mercati esteri e dei costi di ricerca e sviluppo.

L'EBIT risulta negativo a causa degli ammortamenti (maggiori rispetto alle stime) legati agli investimenti tecnologici (€ 4,1 mln) e per l'ammortamento della differenza di consolidamento derivante dall'operazione di acquisizione di Temis, pari a € 2,2 mln.

La PFN è rimasta sostanzialmente invariata rispetto al FY15 dopo l'aumento di capitale per €4,7 mln conclusosi nel mese di settembre.

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione attraverso le seguenti metodologie: metodo dei multipli e Discounted Cash Flow.

Quanto al metodo dei multipli (P/E, EV/Net Sales, EV/EBITDA e EV/EBIT), abbiamo applicato uno sconto liquidità del 20%. Ne deriva un equity value pari a € 50.9 mln.

Quanto invece alla valutazione effettuata con il metodo Discounted Cash Flow, all'equity value abbiamo applicato un rischio specifico nel calcolo del WACC pari a 2.5, abbiamo posto il tasso di crescita (g) pari a 1% (3% nella ricerca del 29 novembre 2016). Ne deriva un WACC pari al 10,3% e un equity value pari a € 75.0 mln.

La media delle due metodologie genera un equity value pari a € 63,0 mln, vale dire € 2.28 (da €2,38) per azione.

Sommario

1.	I risultati del 2016	3
1.1	I risultati del 2016 rispetto alle nostre stime.....	3
1.2	Il piano industriale 2017-19 della società e le nostre stime.....	4
2.	Economics & Financials	8
3.	Valuation	9
3.1	DCF valuation	9
3.2	Ratio valuation	12
3.3	Considerazioni finali	13

1. I risultati del 2016

1.1 I risultati del 2016 rispetto alle nostre stime

I risultati del 2016 sono inferiori rispetto alle nostre stime. In particolare la redditività lorda e netta (Ebitda e Ebit) che sconta maggiori investimenti rispetto a quelli stimati, soprattutto in USA, in parte non ancora seguiti da un parallelo aumento dei ricavi.

Fig. 1 – I risultati del 2016 e le nostre stime

P&L (€/000 data)	2016F		
	Actual	Forecast	% Ch
VALUE OF PRODUCTION	29.553	29.636	0,3%
Total Costs	(31.798)	(30.223)	-5,0%
EBITDA	(2.245)	(587)	-73,9%
Ebitda margin %	-7,6%	n.m.	n.m.
Depreciation & Amortization	(6.304)	(5.331)	-15,4%
EBIT	(8.549)	(5.918)	-30,8%
Ebit margin %	n.m.	n.m.	n.m.
NET INCOME	(8.126)	(6.404)	-21,2%

Source: Expert System e Integrae SIM

Notiamo infatti come il valore della produzione sia in linea con le nostre stime, mentre l'Ebitda e l'Ebit siano inferiori a quelli stimati. Le ragioni sono dovute ai maggiori costi del personale che da €11,3 mln del FY15 sono cresciuti a €18,5 mln (+63,5%, ma Temis è stata consolidata per 3 mesi) per effetto soprattutto dell'incremento della forza vendita sui mercati esteri, dei costi di ricerca e sviluppo e dei costi connessi alla completa integrazione strategica.

Decisamente impegnativa è stata anche la ridefinizione della struttura del gruppo che ha comportato il cambiamento del perimetro di consolidamento che passa da 4 a 7 società.

Fig. 2 il perimetro del gruppo 2015 vs 2016



Source: Expert System

L'Ebit risulta negativo a causa degli ammortamenti (maggiori rispetto alle stime) legati agli investimenti tecnologici (€4,1 mln), fondamentali per mantenere una posizione competitiva nel settore di altissima innovazione in cui Expert System opera e per l'ammortamento della differenza di consolidamento derivante dall'operazione di acquisizione di Temis, pari a €2,2 mln.

La posizione finanziaria netta è rimasta sostanzialmente invariata rispetto al FY15 (€11,1 mln) dopo l'aumento di capitale per €4,7 mln conclusosi nel mese di settembre.

A seguito dell'acquisizione di Temis e del successivo consolidamento, avvenuto nel settembre 2015, oggi Expert System è la maggiore società Europea operante nel settore del cognitive computing & text analytics, specializzata nelle soluzioni tecnologiche semantiche, con presenza in Italia, Spagna, Germania, UK e Nord America.

1.2 Il piano industriale 2017-19 della società e le nostre stime

Rispetto alle nostre stime precedenti il nuovo piano è leggermente più conservativo per il 2017-18, ma risulta più aggressivo per il 2019. Riteniamo che le nostre stime precedenti possano essere di fatto realizzate con 6/8 mesi di ritardo. Al contempo, alla luce della definizione del nuovo perimetro del gruppo e alla nomina dei responsabili di alcune importanti strutture estere, siamo convinti che il piano attuale presenti elementi molto concreti circa la sua possibile realizzazione.

Il nuovo piano industriale 2017-19 che punta a valorizzare ulteriormente la diversificazione geografica del gruppo e a cogliere i risultati dell'importante percorso di crescita perseguito negli ultimi due anni.

La crescita prevista si basa quindi in particolar modo sullo sviluppo dei mercati esteri, dove la società ritiene che esistano grandi margini di crescita sia per le dimensioni dei mercati (maggiori di quello Italiano) che per i tassi di crescita previsti dai maggiori e più importanti analisti del settore.

La progressiva creazione di prodotti e soluzioni e la loro replicabilità sui vari settori di mercato, riteniamo che possa permettere di ottenere anche un significativo aumento della percentuale di licenze software e maintenance che incideranno sulla componente recurring del fatturato stesso.

Fig. 3 – Le stime attuali e quelle precedenti

P&L (€/000 data)	2017F			2018F			2019F		
	Old	New	% Ch	Old	New	% Ch	Old	New	% Ch
VALUE OF PRODUCTION	34.796	34.492	-0,9%	40.879	41.376	1,2%	48.029	53.970	12,4%
Total Costs	(31.364)	(30.899)	-1,5%	(33.471)	(34.086)	1,8%	(38.876)	(42.338)	8,9%
EBITDA	3.432	3.593	4,7%	7.408	7.290	-1,6%	9.153	11.632	27,1%
Ebitda margin %	9,9%	n.m.	n.m.	18,1%	17,6%	n.m.	19,1%	21,6%	n.m.
Depreciation & Amortization	(5.665)	(6.260)	10,5%	(5.706)	(6.476)	13,5%	(5.461)	(6.445)	18,0%
EBIT	(2.233)	(2.667)	19,5%	1.702	814	-52,2%	3.692	5.186	40,5%
Ebit margin %	n.m.	n.m.	n.m.	4,2%	2,0%	n.m.	7,7%	9,6%	n.m.
NET INCOME	(2.542)	(3.423)	34,7%	1.436	19	n.m.	2.002	2.676	33,7%

Source: Expert System e stime Integrae SIM

Nel 2017 a fronte di una sostanziale stabilità del fatturato rispetto alle nostre stime precedenti, riteniamo che l'Ebitda possa migliorare del 4,7%. Miglioramento che dovrebbe però essere completamente "assorbito" dai maggiori ammortamenti (+10,5% rispetto alle stime precedenti) connessi agli ingenti investimenti effettuati. Esercizio quindi ancora di transizione dove una larga parte degli investimenti effettuati negli anni scorsi comincia a beneficiare la redditività, che tuttavia rimane ancora appesantita dagli ammortamenti (operativi e dell'avviamento).

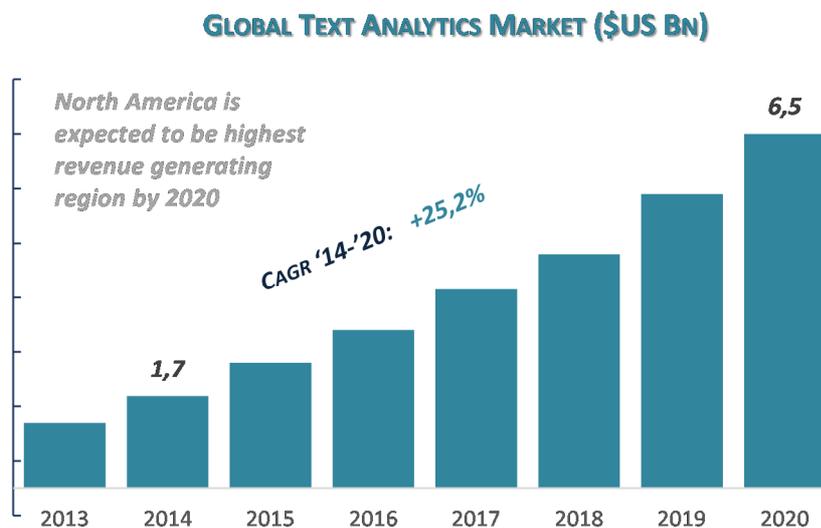
Dal 2018F ma ancor più dal 2019F il gruppo Expert System riteniamo possa essere in grado di esprimere una redditività media (Ebitda margin) sostenibile simile a quella degli ultimi 10 anni e superiore al 20%. La nostra stime per il 2019E prevede il raggiungimento di un Ebitda margin del 21,6% (19,1% la stima precedente).

Stimiamo inoltre un miglioramento del cash flow operativo. Miglioramento che riteniamo sarà legato anche alla riduzione dei tempi medi di pagamento che sui mercati esteri sono molto più brevi rispetto all'Italia. Grazie inoltre al completamento del processo di integrazione delle sedi estere, siamo anche convinti che il gruppo possa beneficiare di importanti economie di scala, beneficiando la marginalità lorda e netta.

Le nostre stime si basano anche sulle aspettative di incremento del mercato dell'intelligenza artificiale:

- Text Analytics. Secondo il "World Text Analytics Market – Opportunities and Forecasts, 2013-2020" è previsto un CAGR 2014-20F del 25,2% per settore, con il mercato che dovrebbe raggiungere nel 2020 US 6.5 mld contro US 1,5 mld del 2014;

Fig. 4 – Il mercato del Text Analytics



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

- Cognitive System. Riteniamo che la diffusa adozione di sistemi cognitivi e di intelligenza artificiale in una vasta gamma di industrie in tutto il mondo guiderà i ricavi da quasi US 8,0 mld del 2016 a più di US 47 miliardi nel 2020 (CAGR + 55%). I settori che hanno investito di più in sistemi cognitivi nel 2016 sono quello bancario e quello retail, seguito da sanità e manifatturiero (questi quattro settori hanno generato più della metà delle entrate dei cognitive system in tutto il mondo nel 2016). Il Nord America (USA e Canada) sono di gran lunga la più grande regione per spesa in cognitive system al mondo, con un

fatturato 2016 che si avvicinano \$ 6.2 mld. Europa, Medio Oriente e Africa (EMEA) rimarranno le regioni con la seconda maggiore spesa mondiale anche nel 2020F. Motivo questo per il quale Expert System ha deciso importanti investimenti in USA.

Riteniamo che Expert System sia attualmente in grado di poter aggredire una parte crescente dell'intero mercato.

Grazie agli investimenti in R&S, Expert System è stata inclusa nella "Forrester Wave™". Il campione analizzato da Forrester Wave™ ha circa 200 fornitori nel Text Analytics, segmento di mercato dei Big Data. Il panorama competitivo preso in esame da Forrester Wave™ nel "Big Data Text Analytics Platforms, Q2 2016: The 10 Providers", include gruppi multinazionali con significativa massa critica e di dimensione decisamente maggiore (HP, SAS, IBM) rispetto ad Expert System, unica società Europea inclusa nella "Forrester Wave™"

Inoltre, Gartner, una delle principali realtà di consulenza strategica e analisi di mercato nell'ambito dell'Information Technology, ha selezionato Expert System per il primo Magic Quadrant dedicato alle applicazioni di ricerca e analisi aziendali (Gartner in the 2017 Insight Engines Magic Quadrant).

Le società presenti attualmente in entrambe le ricerche (Forrester Wave e Gartner) sono tre: Expert System, HP e IBM.

Abbiamo fatto le seguenti ipotesi sulla base delle nuove stime consolidate e l'acquisizione di TEMIS:

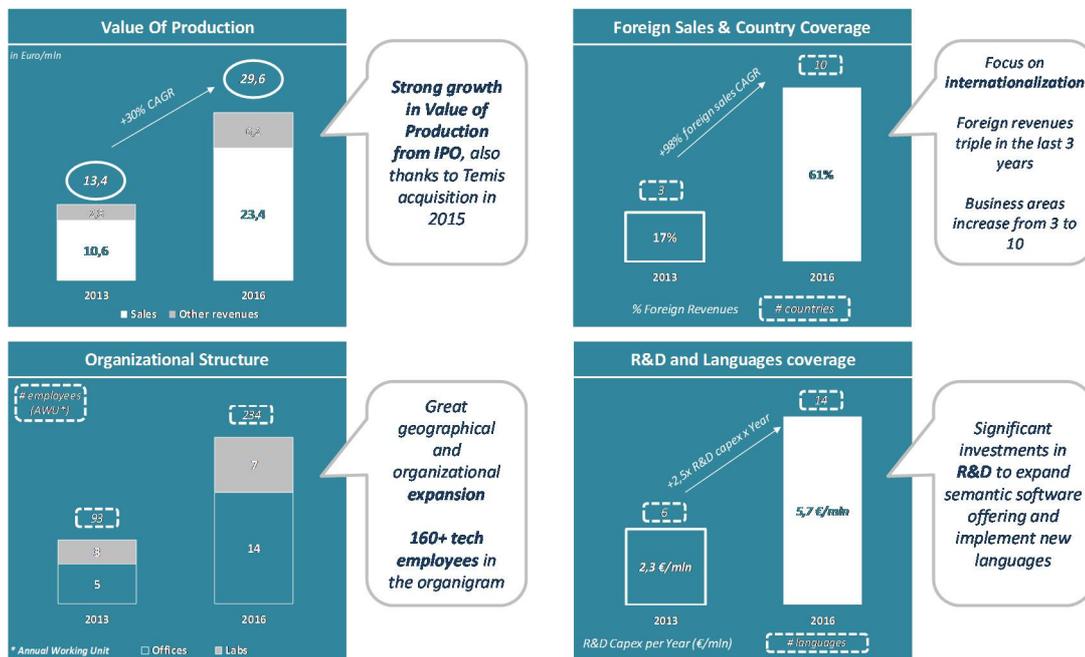
- Forza vendita: forte attenzione ai mercati esteri, in particolare gli Stati Uniti e la Germania. Al fine di rafforzare la posizione del Gruppo e di aumentare la penetrazione del mercato ci aspettiamo che l'accumulo di una forza vendita indiretta dedicata alla attività di vendita di COGITO a distributori terzi;
- Costi: Stimiamo un aumento significativo del costo del personale (vendita diretta). Il fuoco di R & S nei prossimi anni sarà diretto alla standardizzazione dei prodotti, al fine di ridurre le attività di integrazione. Con FY16F Expert System ha aumentato la forza vendita con le vendite internazionali (Stati Uniti e Germania), project manager e sviluppatori di software;
- Investimenti: ci aspettiamo che circa € 5 mln investimenti annuali in R&S per il periodo 2016-21F, al fine di allineare il livello di qualità di altre lingue (ad esempio mandarino, giapponese e coreano) e di continuare a sviluppare la tecnologia Cogito e le sue caratteristiche. Inoltre, noi non escludiamo la possibilità di future offerte acquisizioni al fine di aumentare la base di clienti e / o entrare in nuovi mercati.

Diversamente dalla società degli anni dal 2005 al 2013, gli importanti e ingenti investimenti effettuati hanno permesso la creazione di un gruppo leader nel mercato Europeo e con una tecnologia in grado di competere a livello mondiale nel settore del cognitive computing. Realtà che siamo convinti avrebbe incontrato maggiori difficoltà a svilupparsi con investimenti minori e non avrebbe potuto avere la dimensione adatta per poter dialogare con i clienti attuali.

Fig. 5 – La crescita dall'IPO ad oggi

FINANCIALS & KPI UPDATE

History of growth from IPO to Today



Source: Expert System

2. Economics & Financials

Fig. 6 – Il 2016 e le stime 2017-19F

Conto Economico (mln/€)	FY15 A	FY16 A	FY17 E	FY18 E	FY19 E
Total Sales	16,6	22,2	28,2	34,9	47,4
VALUE OF PRODUCTION	23,2	29,6	34,5	41,4	54,0
<i>Growth YoY</i>		27,6%	16,7%	20,0%	30,4%
Total Costs	(21,7)	(31,8)	(30,9)	(34,0)	(42,3)
EBITDA	1,5	(2,2)	3,6	7,3	11,7
<i>Ebitda margin %</i>	6,3%	-7,6%	10,4%	17,8%	21,7%
Depreciation & Amortization	(5,2)	(6,3)	(6,3)	(6,5)	(6,4)
EBIT	(3,8)	(8,5)	(2,7)	0,9	5,2
<i>Ebit margin %</i>	-16,3%	-28,9%	-7,7%	2,1%	9,7%
NET INCOME	(3,28)	(8,13)	(3,42)	0,06	2,71
<i>Profit margin %</i>	-14,2%	-27,5%	-9,9%	0,1%	5,0%

Stato Patrimoniale (mln/€)	FY15 A	FY16 A	FY17 E	FY18 E	FY19 E
Total Assets	24,1	24,5	22,3	20,8	19,3
Working Capital	9,2	4,7	2,5	4,2	4,3
Total Provisions	(1,4)	(1,7)	(2,0)	(2,1)	(2,2)
INVESTED CAPITAL	31,8	27,5	22,8	22,9	21,4
Equity	(20,7)	(16,4)	(13,0)	(13,0)	(15,7)
Net Debt	(11,1)	(11,1)	(9,8)	(9,8)	(5,7)
<i>of which Bond</i>	(5,0)	(5,0)	(10,0)	(10,0)	(10,0)
TOTAL FUNDS	(31,8)	(27,5)	(22,8)	(22,9)	(21,4)

Cash Flow (mln/€)	FY15 A	FY16 A	FY17 E	FY18 E	FY19 E
Cash flow from Operating activities		2,18	6,01	5,68	9,89
Cash flow from Investing activities		(6,79)	(4,06)	(4,90)	(5,01)
Cash flow from Financing activities		2,39	(2,77)	(4,22)	(3,66)
Net Increase / (Decrease) in Cash		(2,22)	(0,81)	(3,44)	1,23
Cash at the beginning of the period		12,59	10,37	9,56	6,12
Final cash position		10,37	9,56	6,12	7,34

Source: Expert System e stime Integrae SIM

3. Valuation

Con riferimento alla valutazione di Expert System, abbiamo applicato il metodo DCF e multipli. Ogni metodo di valutazione è in grado di catturare uno o più aspetti della vita di una società: economica, patrimoniale, sulla base dei flussi di cassa e sulla base di un confronto di società quotate operanti nello stesso settore produttivo.

Per questo motivo, riteniamo che il giusto mix tra le diverse valutazioni sia in grado di cogliere meglio il "corretto fair value" di una società come Expert System caratterizzato da alcune peculiarità (flussi di cassa, la qualità della gestione, settore operativo etc).

3.1 DCF valuation

I risultati del metodo DCF sono funzione delle stime e delle variabili stimate, tra cui la visibilità del business. Visibilità che, nel caso di Expert System, permette di estendere l'orizzonte temporale fino a 2021F, quando la redditività dei progetti insieme con l'impatto dell'acquisizione TEMIS sarà pienamente visibile. Per questo motivo, grazie al metodo DCF possiamo cogliere alcuni aspetti del business che il metodo dei multipli non sarebbe in grado di approssimare.

Seguenti dati di input:

Fig. 7 – Input Data

Wacc calculation	
Risk Free Rate (Bank of Italy - average rendistato)	0,57%
Market Premium (Damodaran)	7,95%
Beta Unlevered	0,98
Tax Rate (Ires + IRAP)	27,90%
D/E (average)	38,37%
Beta Relevered	1,42
Alpha (specific risk)	2,50%
Ke	14,36%
Wacc	10,30%

Source: Integræ 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 aprile 2016 – marzo 2017;

- il market premium è quello calcolato dal Prof. A. Damodaran per l'Italia, pari al 7,95% (Aggiornamento Gennaio 2017);
- Il Beta unlevered è stato determinato sulla base del Beta medio a 1 anno relativo allo stesso campione di titoli (laddove possibile) comparabili usato per la determinazione dell'equity value con la metodologia dei multipli, pari a 0,98. Precisiamo che la scelta del periodo temporale (1 anno) e la frequenza delle osservazioni (settimanali) è stata scelta in funzione della massimizzazione della significatività della regressione lineare, espressa dal parametro R2. Lo stesso è stato poi levereggiato sulla base del D/E medio stimato per gli anni 2015-19F. il Beta levered risulta così pari a 1,42.

Fig. 8 – Average Beta

Company	Unlevered Beta				
	1-Year	2-Year	3-Year	4-Year	5-Year
Ellie Mae Inc.	0,55	0,78	0,87	0,93	0,79
Imperva Inc.	1,17				
Jive Software Inc.	1,15	0,87	0,77	0,63	0,89
Splunk Inc.	1,37	1,67	1,96	1,87	1,95
Proofpoint Inc.	1,44	1,34	1,54	1,32	1,30
Qualys Inc.	1,08	1,55	1,54	1,36	1,35
Adobe Systems Incorporated	0,89	0,90	0,92	0,89	0,89
salesforce.com, inc.	0,45	0,92	1,13	1,10	1,08
Open Text Corporation	0,56	0,63	0,57	0,58	0,61
Alphabet Inc.	1,27	1,42	1,34	1,35	1,28
Oracle Corporation	0,88	1,10	1,17	1,22	1,22
Media	0,98	1,12	1,18	1,13	1,14

Source: Integræ SIM

- il tasso di crescita "g" utilizzato per il calcolo del Terminal Value è conservativamente posto uguale all'1% (3% nella nota del 29/11/2016);
- per il calcolo del termina value è stato prudenzialmente utilizzato il valore medio trail 2017 e il 2023;
- 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 10,3%.

Fig. 9 – DCF Model

Cash Flow	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	TV
EBIT	- 2.667	814	5.186	11.620	21.564	27.376	31.483	
Operating Taxes	744	(227)	(1.447)	(3.242)	(6.016)	(7.638)	(8.784)	
NOPLAT	(1.923)	587	3.739	8.378	15.548	19.738	22.699	
Depreciations	6.260	6.476	6.445	6.466	6.560	6.727	6.997	
Δ NWC	(394)	(3.010)	(114)	(2.377)	(4.143)	(2.286)	(2.500)	
Investments	(4.056)	(4.897)	(5.006)	(5.165)	(5.615)	(5.690)	(5.500)	
FCFO	(113)	(844)	5.065	7.303	12.350	18.490	21.696	98.228
Discounted FCFO	(103)	(694)	3.774	4.934	7.565	10.268	10.923	49.455
FCFO actualized	36.668							
TV actualized DCF	49.455							
Enterprise Value	86.122							
NFP (2016)	(11.100)							
Equity Value	75.022							

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime, ne risulta un equity value di Expert System di €75,0 mln.

Fig. 10 – Sensitivity Analysis (Wacc – Long Term Growth)

		WACC						
		8,80%	9,30%	9,80%	10,30%	10,80%	11,30%	11,80%
TV	2,5%	108,8	99,6	91,6	84,5	78,3	72,8	67,9
	2,0%	102,9	94,6	87,4	81,0	75,3	70,2	65,6
	1,5%	97,8	90,3	83,7	77,8	72,6	67,8	63,5
	1,0%	93,4	86,6	80,5	75,0	70,1	65,7	61,6
	0,5%	89,5	83,2	77,6	72,5	67,9	63,7	59,9
	0,0%	86,0	80,2	75,0	70,2	65,9	62,0	58,4
	-0,5%	82,9	77,5	72,6	68,2	64,1	60,4	56,9

Source: Integrae SIM

3.2 Ratio valuation

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 2016-19 (Fonte Infinancials). Il valore di Expert System corrispondente al 2016 è stato escluso dal calcolo a causa della scarsa significatività dello stesso. L'equity value della metodologia dei multipli è quello medio di ogni singolo ratio per ogni singolo esercizio.

Fig. 11 – Comparables

Company	P/E				EV / Net Sales					EV / EBITDA					EV / EBIT				
	2016A	2017F	2018F	2019F	NTM	2016A	2017F	2018F	2019F	NTM	2016A	2017F	2018F	2019F	NTM	2016A	2017F	2018F	2019F
Ellie Mae Inc.	54,21	53,63	40,52	34,76	6,42	8,26	6,79	5,52	4,75	18,89	26,32	20,50	15,32	13,28	25,93	32,14	28,26	20,82	16,87
Imperva Inc.	N/M	124,39	71,70	54,73	3,50	4,39	3,66	3,10	2,70	36,85	176,03	41,34	27,85	18,44	53,76	N/M	62,80	37,68	30,52
Jive Software Inc.	43,00	40,95	30,71	18,70	1,13	1,14	1,14	1,10	1,12	16,57	15,89	17,16	15,03	8,33	16,67	27,25	18,04	13,60	11,40
Splunk Inc.	151,93	103,82	69,60	45,30	6,09	7,92	6,35	5,04	3,99	53,00	82,29	56,74	39,89	30,00	72,93	126,82	79,71	51,21	30,22
Proofpoint Inc.	200,97	143,00	80,83	51,30	6,07	8,50	6,49	5,08	4,02	51,71	82,45	59,25	37,54	21,28	82,88	147,95	101,30	53,83	30,13
Qualys Inc.	44,07	45,12	36,44	29,61	5,14	6,13	5,36	4,59	3,91	15,83	17,84	16,80	13,51	10,76	21,59	23,79	23,06	18,16	N/A
Adobe Systems Incorporated	43,22	33,02	26,50	21,57	8,32	10,83	8,85	7,44	6,42	20,68	27,42	22,17	18,26	15,42	23,12	32,01	25,01	20,12	16,49
salesforce.com, inc.	81,66	63,94	49,10	37,15	5,50	6,89	5,68	4,75	4,02	24,78	33,21	25,95	20,23	15,82	37,17	52,13	39,11	29,79	21,24
Open Text Corporation	16,64	13,85	13,20	12,11	4,31	4,81	4,17	4,10	3,61	11,95	13,94	11,42	11,07	10,52	12,63	14,87	12,04	15,83	13,48
Alphabet Inc.	24,41	25,50	21,57	18,23	5,39	6,68	5,61	4,83	4,22	10,86	13,42	11,30	9,75	8,44	13,05	16,13	13,60	11,66	9,94
Oracle Corporation	16,90	15,76	14,70	N/A	4,63	4,76	4,61	4,44	N/A	10,11	10,63	10,01	9,61	N/A	10,82	11,30	10,73	10,23	N/A
Media	67,70	60,27	41,35	32,35	5,14	6,39	5,34	4,54	3,88	24,66	45,40	26,60	19,82	15,23	33,69	48,44	37,61	25,72	20,03

Source: Integrae SIM

L'equity value di Expert System calcolato con la metodologia dei multipli risulta pari a €63,7 mln. Allo stesso abbiamo applicato un sconto del 20% per tener conto della minore liquidità, raggiungendo un valore medio di €50,9 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, Analsys 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 €63,0 mln. Il nostro target price risulta pari a €2,28 per azione (da €2,38 della nota del 29/22/2016).

3.3 Considerazioni finali

I risultati degli ultimi due esercizi sono indicativi di una società fortemente impegnata in importanti investimenti indirizzati a cambiarne completamente il futuro. La forte domanda nel trattamento/comprendimento digitale di testi e nell'intelligenza artificiale, sempre più derivante da diversi settori produttivi, crediamo possa consentire ad Expert System nei prossimi anni di aumentare la redditività di quello che è diventato il maggiore gruppo europeo operante nel cognitive computing.

La crescente comprensione dei fenomeni di massa in un mondo sempre più digitale e sempre più connesso siamo convinti costituirà un fattore chiave di successo per quelle imprese che, prima di altre, indirizzeranno gli investimenti strategici verso il cognitive computing e l'intelligenza artificiale.

Intelligenza artificiale che ormai è dappertutto, grazie al dilagare delle macchine che sfruttano le capacità di apprendimento profondo. Apprendimento profondo che promette di diventare onnipresente anche in ambito scientifico. Per esempio, i futuri osservatori radioastronomici ne avranno bisogno per trovare segnali utili nella mole altrimenti ingestibile dei loro dati; i rivelatori di onde gravitazionali lo useranno per identificare ed eliminare le più piccole fonti di rumore; e gli editori lo useranno per setacciare e "taggare" milioni di articoli e libri scientifici.

Expert System riteniamo possa essere in grado non solo di sfruttare a proprio vantaggio la crescente domanda attesa, ma anche di fungere da polo aggregatore per le società del settore.

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:

<i>Date</i>	<i>Recommendation</i>	<i>Target Price</i>	<i>Risk</i>	<i>Comment</i>
24/6/15	Buy	3,90	Medium	Temis Acquisition
12/10/15	Buy	2,90	Medium	1H15 Results
4/7/16	Buy	2,61	Medium	FY15 Results
29/11/16	Buy	2,38	Medium	1H16 Results
18/1/17	Buy	2,38	Medium	Esri Operation

The list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integrae SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integrae SIM website.

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. 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, Jnfinancials), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial

instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 16190 of 29.10.2007, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

Rating system (long term horizon: 12 months)

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

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

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRAE SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies). Integrae SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies).

The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

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

- Integrae SIM S.p.A. It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Nominated Adviser of the 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.

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