

Production date: April 1st, 2020 - 18:00 CET

Release date: April 2nd, 2020 - 07:00 CET

EXPERT SYSTEM	<i>update</i>	<i>Italy</i>	<i>FTSE AIM Italia</i>	<i>Technology</i>
Rating: BUY (Unchanged)	Target Price: € 3,65 (previous € 3,44)		Risk: Medium	(Unchanged)

Stock Performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-9,1%	-33,0%	-21,9%	36,6%
vs FTSE AIM Italia	0,0%	-16,7%	-6,8%	61,3%
vs FTSE All-Share	14,2%	-2,5%	2,5%	60,0%

Stock Data

Price	€ 2,11
Bloomberg Code	EXSY IM
Market Cap (€m)	84,3
EV (€m)	87,1
Free Float	67,87%
Share Outstanding	39.935.671
52-week high	€ 3,80
52-week low	€ 1,43
Company Agenda	n.a.

Key Financials (€m)	2019A	2020E	2021E	2022E
Value of production	39,7	44,1	50,7	54,2
EBITDA	5,5	7,1	12,7	14,1
EBIT	-2,9	-1,4	3,7	4,3
Net Profit	-1,0	-1,8	3,1	3,3
EPS	n.a.	n.a.	0,08	0,08
EBITDA margin	13,7%	16,0%	25,1%	26,0%
EBIT margin	n.m.	n.m.	7,3%	7,9%

Main Ratios	2019A	2020E	2021E	2022E
EV/EBITDA	16,0 x	12,3 x	6,9 x	6,2 x
EV/EBIT	n.m.	n.m.	23,5 x	20,2 x
P/E	n.m.	n.m.	27,1 x	25,5 x
NFP/EBITDA	0,5 x	0,4 x	0,1 x	-0,2 x

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

FY19 Results

I risultati del FY19 sono positivi e in linea con le nostre stime e con le Guidelines strategiche 2019 (cfr. comunicato stampa del 27 settembre 2019) Il fatturato è cresciuto del 10,1% YoY a €31,7 mln (€33,9 mln la nostra stima), mentre l'Ebitda è cresciuto del 17,7% a €5,46 mln (€5,34 mln la nostra stima). I ricavi sono rappresentati per il 61% da licenze e manutenzioni, per il 36% da servizi professionali e per il 3% da una quota residuale di altri servizi. Continua la crescita delle vendite per licenze ricorrenti che nel 2019 rappresentano il 76% del totale delle nuove licenze vendute (nel 2017, erano pari al 40%).

2020-23E forecast

Expert System, a seguito della crisi sanitaria legata alla diffusione del COVID-19, ha implementato tutti gli strumenti necessari ad assicurare la totale continuità all'attività aziendale rafforzando la modalità di smart working. Pur in un contesto oggi complesso, la società conferma le linee guida strategiche di spinta a livello internazionale, sia in modalità diretta sia indiretta, in particolare negli USA dove il mercato si dimostra particolarmente interessato alle soluzioni di intelligenza artificiale.

Posticipato il rilascio del nuovo piano industriale 2020-2022 e delle relative linee guida strategiche. Non modifichiamo le nostre stime per il periodo 2020-22E. Introduciamo anche le stime 2023E. Le nostre stime prevedono un CAGR 2019-23E delle vendite pari al 14,4% e del 30% dell'Ebitda, grazie all'effetto congiunto di una minore dinamica dei costi di struttura dovuta alla continua ricerca di efficienza, nonché alla minore incidenza dei costi fissi sul crescente fatturato.

Valuation Update

Abbiamo valutato Expert System sulla base del DCF e dei multipli di un campione di società comparabili, raggiungendo un valore medio di € €145,7 mln, vale a dire €3,65 per azione. Modifichiamo di conseguenza il nostro target price a €3,65 (da €3,44). Invariato il nostro BUY rating e il nostro medium risk premium.

Siamo convinti che la battaglia per combattere il Covid-19 debba necessariamente passare anche attraverso l'uso della AI. L'analisi congiunta di dati e di testi crediamo sia il sola che possa fornire le basi per comprendere tutti quei fenomeni che portano alla "più informata" decisione. Da questo punto di vista siamo convinti che Expert System possa rappresentare una delle parti strategiche e decisiva dell'intero processo cognitivo.

1. Economics & Financials

Fig. 1 – Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mIn)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Sales	28,70	31,65	38,50	46,46	50,18	54,20
Other Revenues	6,80	8,08	5,56	4,24	4,02	4,00
Value of Production	35,50	39,73	44,06	50,70	54,20	58,20
Total Costs	30,86	34,27	37,00	38,00	40,10	42,60
EBITDA	4,64	5,46	7,06	12,70	14,10	15,60
<i>EBITDA Margin</i>	<i>16,2%</i>	<i>17,2%</i>	<i>18,3%</i>	<i>27,3%</i>	<i>28,1%</i>	<i>28,8%</i>
D&A	7,87	8,34	8,50	9,00	9,80	10,50
EBIT	-3,23	-2,88	-1,44	3,70	4,30	5,10
<i>EBIT Margin</i>	<i>-11,2%</i>	<i>-9,1%</i>	<i>-3,7%</i>	<i>8,0%</i>	<i>8,6%</i>	<i>9,4%</i>
Financial Management	0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,20	0,00
Extraordinary Items	0,00	2,20	0,00	0,00	0,00	0,00
EBT	-3,13	-0,78	-1,54	3,60	4,50	5,10
Taxes	0,65	0,20	0,30	0,50	1,20	1,50
Net Profit	-3,78	-0,98	-1,84	3,10	3,30	3,60

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mIn)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Total Assets	20,02	18,28	18,96	19,61	19,80	18,90
Account receivable	15,81	20,45	20,50	21,80	23,50	25,50
Inventories	0,11	0,06	0,10	0,13	0,14	0,16
Account payable	3,04	4,56	5,20	6,10	7,30	8,50
Operating Working Capital	12,87	15,95	15,40	15,83	16,34	17,16
Other Receivable	5,89	5,74	5,50	6,50	7,20	9,20
Other Payable	7,79	8,06	9,30	10,10	10,80	11,20
Net Working Capital	10,97	13,63	11,60	12,23	12,74	15,16
Total Provisions	8,28	8,20	8,50	9,00	10,00	11,00
NET INVESTED CAPITAL	22,71	23,71	22,06	22,84	22,54	23,06
Equity	15,08	20,90	19,06	22,17	25,47	29,06
Cash and cash equivalent	(12,84)	(21,68)	(14,00)	(12,50)	(15,50)	(17,50)
Short-Term Financial debt	5,66	5,89	2,00	1,00	1,00	1,00
ML Term Financial Debt	14,81	18,59	15,00	12,17	11,57	10,50
Net Financial Position	7,63	2,81	3,00	0,67	-2,93	-6,00
TOTAL SOURCES	22,71	23,71	22,06	22,84	22,54	23,06

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mIn)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
EBIT	(3,23)	(2,88)	(1,44)	3,70	4,30	5,10
Taxes	0,65	0,20	0,30	0,50	1,20	1,50
NOPAT	(3,88)	(3,08)	(1,74)	3,20	3,10	3,60
D&A	7,87	8,34	8,50	9,00	9,80	10,50
Change in receivable	(3,42)	(4,64)	(0,05)	(1,30)	(1,70)	(2,00)
Change in inventories	(0,01)	0,05	(0,04)	(0,03)	(0,01)	(0,02)
Change in payable	(0,05)	1,51	0,64	0,90	1,20	1,20
Change in OWC	(3,48)	(3,08)	0,55	(0,43)	(0,51)	(0,82)
Other Changes	1,06	0,42	1,48	(0,20)	0,00	(1,60)
Change in Provision	6,23	(0,08)	0,30	0,50	1,00	1,00
OPERATING CASH FLOW	7,80	2,52	9,08	12,07	13,39	12,68
Investments	(6,32)	(6,60)	(9,18)	(9,65)	(9,99)	(9,60)
FREE CASH FLOW	1,48	(4,08)	(0,09)	2,42	3,40	3,08
Financial Management	0,10	(0,10)	(0,10)	(0,10)	0,20	0,00
Change in Payable to Banks	(0,11)	4,01	(7,48)	(3,83)	(0,60)	(1,07)
Change in Equity	(4,20)	5,82	(1,84)	3,10	3,30	3,60
Other Changes	0,40	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	(2,32)	5,66	(9,51)	1,60	6,30	5,60

Source: Expert System and Integrae SIM estimates

1.1 I risultati del FY19

I risultati del FY19 sono positivi e in linea con le nostre stime. Il fatturato è cresciuto del 10,1% YoY a €31,7 mln (€33,9 mln la nostra stima), mentre l'Ebitda è cresciuto del 17,7% a €5,46 mln (€5,34 mln la nostra stima). Dopo ammortamenti per €8,34 mln, principalmente determinati dai costi di sviluppo capitalizzati e dall'ammortamento di €2,2 mln relativi alla differenza di consolidamento relativo alle operazioni di acquisizione effettuate in passato, l'Ebit migliora a €-2,88 mln (€da €3,23 mln del FY18).

Fig. 2 – Actual vs forecast

2019	Actual	Forecast	% ch
Sales	31,65	33,94	-6,7%
Ebitda	5,46	5,34	2,2%
<i>Ebitda margin</i>	<i>17,3%</i>	<i>15,7%</i>	
Ebit	-2,88	-2,86	0,7%
<i>Ebit margin</i>	<i>-9,1%</i>	<i>-8,4%</i>	

Source: Expert System and Integrae SIM estimates

In particolare, i ricavi sono rappresentati per il 61% da licenze e manutenzioni, per il 36% da servizi professionali e per il 3% da una quota residuale di altri servizi.

Continua la crescita delle vendite per licenze ricorrenti che nel 2019 rappresentano il 76% del totale delle nuove licenze vendute (nel 2017, erano pari al 40%). Rispetto al breakdown per aree geografiche, la componente estera dei ricavi è pari al 54% di cui il 24% realizzati nel mercato USA e il 30% realizzati in Europa con particolare evidenza di UK, Germania e Francia grazie all'attività di riorganizzazione svolta negli ultimi anni.

Significativo anche l'apporto fornito dal canale indiretto (10% dei ricavi) attraverso il programma di partnership, potenziato dallo scorso aprile anche attraverso l'introduzione di una piattaforma di e-learning, che ha consentito a un numero crescente di professionisti la formazione sulla tecnologia e sui prodotti di intelligenza artificiale di Expert System.

L'utile netto è negativo per €1,0 mln, in significativo miglioramento rispetto al risultato negativo di €3,8 mln del FY18, anche per effetto della plusvalenza di €2,2 mln (0,097 mln nel FY18) relativa vendita di ADmantX.

La NFP risulta in forte miglioramento rispetto al dicembre 2018: €2,8 mln al 31 dicembre 2019 vs €7,63 mln al 31 dicembre 2018. Il miglioramento è principalmente dovuto all'aumento di capitale per €7,1 mln avvenuto nel corso del mese di aprile e alla liquidità derivante dalla vendita della controllata ADmantX pari a circa €7 mln avvenuta nel corso del mese di novembre. Le disponibilità liquide al 31 dicembre 2019, in significativa crescita, ammontano a circa €21,7 mln.

I risultati del Gruppo registrati al 31 dicembre 2019 sono sostanzialmente in linea con le Guidelines strategiche del 2019 (cfr. comunicato stampa del 27 settembre 2019) in termini di ricavi, previsti a €33,0 mln (registrando uno scostamento di circa il 4%) e confermano le stime del management in termini di Ebitda compreso nel range di €5,0 - 6,0 milioni.

1.2 La cessione di Admantix

Expert System ha venduto la sua quota di AdmantX (60,8%), specializzata in soluzioni di intelligenza artificiale per l'advertising contestuale, brand safety e first-party profiling, ad Integral Ad Science (IAS), leader globale nella verifica di messaggi pubblicitari on-line, ad un prezzo di €7,1 mln. La valorizzazione complessiva di AdmantX è quindi pari a €16 mln, corrispondente a circa 8x il suo fatturato (attualmente Expert System tratta a circa 2,2x il fatturato 2019A e 2,7x quello del 2018E). Nel 2018 AdmantX ha realizzato un fatturato di €2 mln circa (di cui il 32% realizzati dalla controllata statunitense AdmantX Inc.), con un Ebitda sostanzialmente a brek even e debiti finanziari per €0,36 mln.

Expert System impiegherà le risorse provenienti dalla cessione della partecipazione detenuta in AdmantX per il perseguimento della propria strategia orientata a crescita e sviluppo in qualità di vendor globale di tecnologie di intelligenza artificiale. IAS integrerà le funzionalità di AdmantX nella propria tecnologia, e lavorerà direttamente con Expert System per continuare a sfruttare le potenzialità della piattaforma Cogito nella propria suite di prodotti per l'ad verification.

1.3 Le stime 2020-23E

Non modifichiamo le nostre stime per il periodo 2020-22E. Introduciamo anche le stime 2023E.

Fig. 3 – Actual vs forecast

€ mln	2020E			2021E			2022E		
	New	Old	% ch	New	Old	% ch	New	Old	% ch
Sales	38,50	38,50	0,0%	46,46	46,46	0,0%	50,18	50,18	0,0%
Ebitda	7,06	7,06	0,0%	12,70	12,70	0,0%	14,10	14,10	0,0%
<i>Ebitda margin</i>	<i>18,3%</i>	<i>18,3%</i>		<i>27,3%</i>	<i>27,3%</i>		<i>28,1%</i>	<i>28,1%</i>	
Ebit	-1,44	-1,44	0,0%	3,70	3,70	0,1%	4,30	4,30	0,0%
<i>Ebit margin</i>	<i>-3,7%</i>	<i>-3,7%</i>		<i>8,0%</i>	<i>8,0%</i>		<i>8,6%</i>	<i>8,6%</i>	

Source: Expert System and Integrae SIM estimates

Le nostre stime prevedono un CAGR 2019-23E delle vendite pari al 14,4% e del 30% dell'Ebitda, grazie all'effetto congiunto di una minore dinamica dei costi di struttura dovuta alla continua ricerca di efficienza, nonché alla minore incidenza dei costi fissi sul crescente fatturato.

Expert System, a seguito della crisi sanitaria legata alla diffusione del COVID-19, ha implementato tutti gli strumenti necessari ad assicurare la totale continuità all'attività aziendale rafforzando la modalità di smart working già presente all'interno del Gruppo. Pur in un contesto oggi complesso, la società conferma le linee guida strategiche di spinta a livello internazionale, sia in modalità diretta sia indiretta, in particolare negli USA dove il mercato si dimostra particolarmente interessato alle soluzioni di intelligenza artificiale.

In considerazione dell'attuale situazione legata alla crisi sanitaria globale legata alla diffusione del COVID-19 e la conseguente incertezza del contesto macroeconomico nazionale ed internazionale la Società ritiene opportuno posticipare il rilascio del nuovo piano industriale 2020-2022 e delle relative linee guida strategiche.

1.4 Il lavoro del 2019 e i primi mesi del 2020

Il 2019 è stato un esercizio denso di eventi. Tra questi segnaliamo:

- **10 gennaio:** AXA XL Risk Consulting, parte del Gruppo AXA – tra i leader mondiali nel settore delle assicurazioni, sceglie l’intelligenza artificiale di Expert System per potenziare le capacità nel Property Risk Engineering, grazie all’automazione del processo di lettura delle perizie immobiliari attraverso l’elaborazione del linguaggio naturale;
- **15 marzo:** Expert System fra le 100 aziende al top nel Knowledge Management. È il quinto anno consecutivo che gli esperti di KMWorld assegnano alla Società il prestigioso riconoscimento;
- **19 marzo:** annunciato il rilascio della nuova versione di Cogito®. Si conferma ancora una volta il massimo impegno nei confronti delle esigenze di clienti e partner e l’attenzione costante all’innovazione;
- **23 aprile:** deliberato aumento del capitale sociale per €7 mln riservato a ERGO S.r.l., società di nuova costituzione controllata da un pool di investitori privati (imprenditori, manager e professionisti), tra cui Claudio Costamagna, Diego Piacentini e Francesco Caio;
- **20 giugno:** pubblicati gli ultimi risultati delle attività di ricerca e sviluppo di Expert System sulla rivista “Semantic Web”, da cui emerge un’ulteriore conferma sull’unicità dell’approccio di Expert System basato sull’integrazione di machine learning e knowledge graph per migliorare i processi di business basati sulla comprensione di linguaggio e conoscenze;
- **11 luglio:** Expert System si aggiudica per la sesta volta consecutiva il titolo di “Trend Setting Product” di KMWorld, la prestigiosa rivista americana di riferimento mondiale nell’ambito del Knowledge Management;
- **26 luglio:** Swiss Re sceglie l’intelligenza artificiale di Expert System per la gestione dei processi ad “alta intensità di conoscenza”.
- **2 agosto:** collocato con successo il prestito obbligazionario non convertibile “Obbligazioni Expert System 2019-2026”, di ammontare nominale complessivo pari a €5 mln, rappresentato da n. 50 obbligazioni non frazionabili dal valore nominale unitario pari a €100.000, durata 7 anni con scadenza 2 agosto 2026 interamente sottoscritto da Unicredit S.p.A.
- **2 ottobre:** Per il terzo anno consecutivo, Gartner inserisce Expert System nel Magic Quadrant dedicato agli Insight Engines;
- **5 novembre:** Expert System vince il premio USA “Transformation in Action” 2019 con un primo posto assoluto nella categoria “Insurance Solution Provider”.
- **20 novembre:** siglata la cessione di ADmantX, controllata da Expert System al 60,8%, a favore di Integral Ad Science (IAS), leader globale nella verifica dei messaggi pubblicitari online. A fronte di un enterprise value di ADmantX pari a €16 mln, corrispondente a 8x il fatturato 2018, IAS ha acquisito interamente per cassa il 100% delle quote, inclusa la partecipazione di Expert System ceduta a un corrispettivo pari a €7,1 mln;
- **5 dicembre:** A distanza di un anno dall’accordo di partnership con Expert System, il Gruppo bancario olandese Rabobank ha gradualmente incrementato l’applicazione delle avanzate funzionalità di Cogito® all’analisi dei dati non strutturati.

L’intenso lavoro del management teso a rendere sempre più noto il brand Cogito e quindi internazionalizzare sempre più la base dei ricavi, è proseguito anche nei primi mesi del 2020. In particolare:

4 febbraio: il Consiglio di Amministrazione approva la delibera quadro inerente il rinnovo del piano di finanziamenti infragruppo a favore delle società controllate;

24 febbraio: il Consiglio di Amministrazione nomina Walt Mayo Group CEO per potenziare il business negli Stati Uniti e accelerare la crescita globale;

5 marzo: Costituita a Ginevra “Expert System Helvetia SÀRL”, controllata al 100% da Expert System;

25 marzo: Prosegue la strategia di crescita aziendale con la nomina di Gabriele Donino in qualità di Group Chief Operating Officer.

2. La valutazione

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity di Expert System sulla base della metodologia del DCF e dei 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 alcune particolarità (unicità dell'offerta, tipologia di clienti, management quality, elevate barriere all'ingresso, etc.).

2.1 Il DCF

Fig. 4 – WACC

WACC		4,30%
Risk Free Rate	1,15% α (specific risk)	0,00%
Market Premium	7,37% Beta Adjusted	0,93
D/E (average)	104,08% Beta Relevered	1,63
Ke	8,03% Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

Fig. 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		156,6
FCFO actualized	8,3	5%
TV actualized DCF	151,1	95%
Enterprise Value	159,4	100%
NFP (FY19A)	2,8	

Source: Integrae SIM

Con le nostre stime ed assunzioni, ne risulta un **equity value di €156,6 mln.** Per il calcolo dello stesso abbiamo escluso, come nella nota del 30 settembre e del 25 novembre u.s., il premio per il rischio suppletivo dovuto alla minore liquidità rispetto ai peers (pari al 2,5%) grazie alla capitalizzazione raggiunta dalla società, ma soprattutto considerato il numero medio di titoli trattati giornalmente (oltre 1 mln).

Fig. 6 – Equity Value - Sensitivity analysis

€/mln		WACC						
		2,8%	3,3%	3,8%	4,3%	4,8%	5,3%	5,8%
Growth rate (g)	2,5%	1665,5	628,9	389,2	282,6	222,2	183,4	156,2
	2,0%	629,0	389,3	282,7	222,3	183,5	156,4	136,4
	1,5%	389,5	282,8	222,5	183,6	156,5	136,5	121,1
	1,0%	283,0	222,6	183,8	156,6	136,6	121,2	109,0
	0,5%	222,8	183,9	156,8	136,8	121,4	109,1	99,2
	0,0%	184,1	156,9	136,9	121,5	109,3	99,3	91,1
	-0,5%	157,1	137,0	121,6	109,4	99,5	91,2	84,3

Source: Integrae SIM

2.2 Market multiples

Il nostro panel è formato da società operanti nello stesso settore di Expert System, ma con una capitalizzazione maggiore. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il DCF method.

Fig. 7 – Market Multiples

Company	EV/Ebitda				EV/Ebit				P/E			
	2019E	2020E	2021E	2022E	2019E	2020E	2021E	2022E	2019E	2020E	2021E	2022E
Open Text Corporation	10,2	8,8	8,6		11,3	10,1	11,3		12,9	11,1	10,5	
Blackbaud Inc.	14,3	14,4	13,1		17,6	17,1	16,1		25,2	24,8	22,8	
Nuance Communications Inc.	10,8	16,1	17,1	14,0	12,1	16,9	15,7	15,9	14,5	19,5	18,1	16,3
SAP SE	16,2	13,9	12,3	11,0	16,3	14,6	13,2	12,1	20,1	18,6	16,6	14,8
iflytek Co., Ltd.	60,6	46,4	33,9		82,3	54,6	38,4		90,6	62,1	44,2	
Cloudera Inc.	21,7	12,9	9,1	8,4	nm	25,9	17,7	12,9	nm	30,9	20,7	14,5
CommVault Systems Inc.	12,7	11,8	11,1		14,9	13,8	12,5		25,5	24,7	21,8	
Microsoft Corporation	17,7	15,9	14,1		22,1	19,9	17,8	15,5	27,9	25,2	22,0	19,2
Splunk Inc.	50,4	238,1	49,3	22,6	60,0	n.m.	66,7	25,6	67,5	n.m.	90,8	35,3
Alphabet Inc.	11,6	10,0	8,6	7,5	20,0	16,4	13,9	12,0	24,0	21,9	18,8	16,2
Proofpoint Inc.	37,0	39,6	25,7	17,2	47,5	55,5	33,5	24,8	58,9	70,8	47,1	35,9
Sidetrade SA	34,7	52,9	30,4		57,3	n.m.	62,1		69,1	n.m.	72,3	
Qualys Inc.	22,4	19,8	17,1	15,3	27,3	24,4	21,2	18,7	37,9	33,5	30,1	26,4
Adobe Inc.	30,1	25,2	21,8	19,6	34,3	28,7	24,3	20,5	40,4	32,6	28,6	24,6
salesforce.com, inc.	24,9	20,7	17,0	13,8	43,4	32,6	25,6	20,2	48,4	45,3	36,5	29,4
Oracle Corporation	9,1	9,0	8,8		9,8	9,5	9,3		12,5	11,5	10,9	
Average	24,0	34,7	18,6	14,4	31,7	24,3	25,0	17,8	38,4	30,9	32,0	23,3

Source: Infionals

L'equity value medio di Expert System, utilizzando i market multiples indicati, risulta essere pari a €179,7 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo la minore liquidità rispetto alle società incluse nel panel, oltre che una capitalizzazione più inferiore, raggiungendo un equity value di €134,8 mln. Diversamente dal DCF, abbiamo prudenzialmente lasciato invariato lo sconto del 25% rispetto ai peers visto che i comparables indicati hanno capitalizzazioni comprese tra €1 tn e €2 bn (ad eccezione di Sidetrade che ha una market cap di €80 mln) e quindi decisamente maggiori rispetto ad Expert System.

2.3 Equity Value

Fig. 8 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	145,7
Equity Value DCF (€/mln)	156,6
Equity Value multiples (€/mln)	134,8
Target Price (€)	3,65

Source: Integrae SIM

La media delle due valutazioni, pari a €3,65 (da €3,44) costituisce il nostro target price. Modifichiamo pertanto il nostro target price a €3,65 (da €3,44). Invariato il nostro BUY rating il per azione. Risk medium.

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

Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Alessio Rocchi is Integrae SIM's currently Head of Equity Research. Mattia Petracca is currently a financial analyst.

Disclaimer

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

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

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

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

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

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
02/10/2018		Buy	2.10	Medium	Update
11/04/2019		Buy	2,01	Medium	FY18 Results
30/09/2019		Hold	3,39	Medium	1H19 Results
25/11/2019		Buy	3,44	Medium	ADmantX 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, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may

change without any consequent obligation of INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ 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, Integræ 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.

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

Rating system (long term horizon: 12 months)

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

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

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

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

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

Conflict of interest

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

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

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