

AIM Italia

Initiating Coverage

Target Price: € 2.2

Rating Buy

Year	Sales €k	EBITDA €k	EBIT €k	Net Profit €k	Eps €	EV/Ebitda x	EV/Ebit x	P/E x
2013	13.349	1.226	(589)	125	n.m.	26,3	n.m.	n.m.
2014 F	16.691	2.594	221	890	0,010	12,4	145,8	171,3
2015 F	24.609	4.454	823	2.360	0,037	7,2	39,2	46,0
2016 F	32.004	7.870	2.649	5.498	0,121	4,1	12,2	14,3

	New
Rating	Buy
Risk Rating	Medium
Target Price	2,22

Market Data (€)	
Close Price (€)	1,7
Share Outstanding (k)	21950
Market Cap (€m)	37863
Market Float (%)	56,4
Avg Daily Vol (n.)	12500
Past 12 Months	Max 2,52 Min 1,71

Performance	3 M	12 M
Absolute	-15,7	n.a.
Relative	-8,3	n.a.



Expert System

L'attività. Expert System è una "Technology Company", operante da oltre 15 anni nel trattamento delle informazioni non strutturate, leader mondiale nello sviluppo di software semantici per la comprensione e l'analisi delle informazioni. Expert System è l'unica realtà italiana, e tra le poche al mondo, ad essere stata inserita nel prestigioso Gartner Magic Quadrant, dedicato alle tecnologie per l'accesso alle informazioni.

Il mercato di riferimento: Una delle principali evoluzioni che sta attraversando il settore IT per quanto concerne il trattamento delle informazioni riguarda i cosiddetti Big Data, ovvero tutte quelle informazioni non strutturate caratterizzate dalle "tre V"; Volume, Velocity, Variety. Per passare da una serie di dati grezzi e scarsamente utilizzabili a dati strutturati, è fondamentale implementare nuove ed efficienti applicazioni. L'analisi semantica si prospetta la soluzione migliore per tutta la componente di informazioni non strutturate, che rappresentano l'80% di quelle disponibili.

I risultati del 2012 e le stime del periodo 2013-2016F. Nel corso del 2012 il valore della produzione è cresciuto del 23% YoY, grazie anche all'acquisizione di alcuni importanti nuovi clienti in ambito intelligence sia in Italia e soprattutto all'estero. In crescita è risultato pure l'Ebitda (+18%), mentre sostanzialmente stabile intorno al 20% è risultato l'Ebitda margin. In crescita grazie al contenimento degli ammortamenti ed accantonamenti è risultato invece l'Ebit margin: dall'11,5% del 2011 al 12,9%. Nel corso del prossimo triennio, riteniamo che Expert System rivolgerà una attenzione crescente ai mercati esteri e consolidi la propria presenza sul mercato italiano, cercando di operare in settori e con soggetti che siamo meno colpiti dalla crisi economica che - a tutt'oggi - non accenna ad attenuarsi nel nostro paese. Le nostre stime prevedono infatti un CAGR 2013-16F del 7,8% per i ricavi derivanti dall'Italia, del 200% per i ricavi derivanti dagli altri paesi. Per quanto riguarda ADMantX, abbiamo basato la crescita del fatturato sul numero di "impressioni" che la società esegue, ovvero sull'ammontare di pagine web analizzate al fine di estrarne il contenuto e l'argomento trattato. Storicamente, la società presenta un tasso di rinnovo pari a circa il 90% che, siamo convinti favorirà la crescita della marginalità aziendale.

La valutazione: rating Buy, Target Price €2,22, risk medium. Abbiamo condotto la valutazione del capitale economico di Expert System sulla base di due metodologie: DCF e multipli. Ciascun modello di valutazione è infatti in grado di cogliere uno o più aspetti della vita dell'azienda. Per quanto riguarda AdmantX, la valutazione è stata condotta solo attraverso la metodologia dei multipli, essendo una start-up. L'equity value di Expert System più AdmantX risulta di €48,7, pari a €2,22 per azione.

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

L'attività e il modello di business

Expert System è una “Technology Company” leader mondiale nello sviluppo di software semantici per la comprensione e l'analisi delle informazioni. Expert System ha sviluppato una piattaforma software che non si limita ad analizzare, in modo letterale delle semplici parole o frasi, ma comprende il significato delle stesse ed il contesto al quale si riferiscono

Expert System è una “Technology Company”, operante da oltre 15 anni nel trattamento delle informazioni non strutturate, leader mondiale nello sviluppo di software semantici per la comprensione e l'analisi delle informazioni.

L'obiettivo che la società ha perseguito fin dalla sua costituzione è stato quello di sviluppare una piattaforma software che non si limiti ad analizzare in modo letterale delle semplici parole o frasi, ma che comprenda il significato delle stesse ed il contesto al quale si riferiscono, fornendo quindi risultati di qualità decisamente superiore rispetto agli output dei prodotti tradizionali basati su key-word o algoritmi statistici.

L'analisi del testo è il processo di identificazione e l'estrazione di entità (persone, luoghi, organizzazioni, provvedimenti, indirizzi) e altri concetti (per esempio i veicoli, edifici, sostanze chimiche, armi, ecc) all'interno di dati non strutturati (documenti, pagine web, e-mail, PDF).

Le tradizionali applicazioni di analisi di testo si limitano ad analizzare il testo, costringendo gli utenti a gestire continuamente le proprie liste. La tecnologia di Expert System sfrutta l'analisi semantica profonda e la vasta conoscenza incorporata nella sua rete per estrarre un numero virtualmente illimitato di elementi in modo rapido e semplice.

Dalla ricerca di Expert System è nata Cogito, definibile una vera e propria “piattaforma di discernimento” in grado di applicare le tipiche tecniche di comprensione umana, che permette di gestire in modo rivoluzionario qualunque forma di informazione non strutturata, come documenti, pagine web, e-mail, ecc.

La gestione dei dati e delle informazioni è oggi, ma lo sarà sempre più nel prossimo futuro, un fattore critico di successo per tutte le attività strategiche di business intelligence, di ricerca e sviluppo, di marketing e vendite. Gestione di dati e informazioni non strutturate e spesso disponibili da fonti che neppure esistevano diversi anni fa.

Questo fenomeno, noto come Big Data, è una delle maggiori sfide che le aziende dovranno affrontare nei prossimi anni. Essere in grado di individuare e catturare “l'intelligenza” di queste informazioni richiede strumenti che sono in grado di strutturare le informazioni, indipendentemente dalla forma o dalla fonte. E' proprio da questo punto in avanti che entra in gioco la tecnologia semantica.

La tecnologia semantica va oltre i limiti della parola chiave tradizionale o delle tecnologie statistiche, tenendo conto sia del significato che del contesto. La tecnologia semantica di Cogito è in grado di sbloccare l'intelligenza nascosta nella parte non strutturata di dati di grandi dimensioni. Le principali caratteristiche di Cogito sono:

- Ricerca semantica per concetto e esplorazione dinamica e flessibile dei risultati;
- Categorizzazione, tagging e correlazione automatica;
- Massima scalabilità e integrazione con le più importanti piattaforme esistenti, tra le quali Microsoft SharePoint e Solr;
- Accesso tramite il data center aziendale o nel cloud.

Una delle applicazioni possibili e nemmeno immaginabile prima del nuovo millennio, fa riferimento ai social media. Informazioni di mercato sotto forma di opinioni di clienti e analisti, chiacchiere sulle tendenze e approfondimenti su diverse tematiche sono oggi più disponibili e accessibile che mai.

La sfida e il reale valore della enorme mole di tali informazioni non risiede tanto nel loro monitoraggio, ma soprattutto nell'essere in grado di "filtrare il rumore" delle conversazioni estraendo dalle stesse quello che è veramente significativo.

La tecnologia semantica Cogito di Expert System consente alle aziende non solo di ascoltare, ma di essere in grado di estrarre l'intelligenza da tutte le conversazioni online, dai forum di discussione e dalle varie piattaforme di social media.

Gli strumenti di tecnologia semantica utilizzano la "Sentiment Analysis" per misurare non solo quello che viene detto, ma soprattutto come viene dichiarato (contesto). La Sentiment Analysis, consente di distinguere tra le sfumature di significato, aiutando le aziende a comprendere la ricchezza e la complessità della scelta della umana oltre caratteristica del "mi piace".

Allo scopo di meglio comprendere la struttura di funzionamento della piattaforma semantica Cogito di Expert System, nello schema seguente riportiamo visivamente come si arriva ad informazioni strutturate, partendo da informazioni de-strutturate contenute in numerosi e diversi sistemi informatici:

Fig. 1 - Il funzionamento di Cogito



Fonte: Expert System

I servizi erogati da Expert System sono basati, come dicevamo, sulla piattaforma di discernimento Cogito, in grado di realizzare analisi testuali estremamente profonde, grazie all'altissimo livello di intelligenza semantica e di velocità di processamento dei dati.

Uno degli elementi più importanti di Cogito è il Sensigrafo, la più avanzata rete semantica ad oggi esistente, sviluppata in oltre 15 anni da un team di 70 linguisti, ingegneri ed informatici.

Il poderoso investimento in ricerca e sviluppo (oltre 400 anni uomo) ha fornito come risultato una suite integrata di software semantici, che permette il trattamento, la ricerca efficiente e la

strutturazione accurata di dati non strutturati. Dati che, all'interno di un'azienda, di un ente o di un'organizzazione, si possono presentare sotto diverse forme, sia a livello di fonti interne (documenti, e-mail, intranet, flussi informativi interni, contenuti per dispositivi mobili), sia di fonti esterne (pagine web, blogs, forums, social network, flussi informativi esterni).

Cogito, dopo aver acquisito i dati di input, li esamina anche grazie al Sensigrafo, effettuando analisi linguistiche di vario tipo (grammaticale, logica, semantica, morfologica).

La piattaforma è composta da due principali blocchi, la rete semantica e il motore semantico, di seguito descritti.

La Rete Semantica

La rete semantica di Expert System è l'archivio di parole, concetti, relazioni e altre informazioni che, nel loro complesso, rappresentano la conoscenza di una lingua specifica nei suoi vari contesti. La rete semantica contiene le definizioni delle parole in una determinata lingua, nonché le relazioni intrinseche tra le parole stesse.

Expert System ha sviluppato una rete semantica per la lingua inglese, araba, italiana e tedesca, e sta attualmente mettendo a punto una rete semantica per il francese, lo spagnolo ed il portoghese. Inoltre, attraverso strumenti di terze parti, Cogito è in grado di gestire le altre principali lingue del mondo.

Una volta costruita una rete semantica, è richiesto un minimo sforzo per il suo aggiornamento. Per dare un'idea della complessità delle reti in oggetto, si consideri che quella inglese, per esempio, contiene oltre 500.000 concetti e oltre 2,8 milioni di relazioni tra gli stessi. La figura seguente mostra alcuni esempi di interrelazioni.

Fig. 2 - Esempi di interrelazioni



Fonte: Expert System

Il Motore Semantico

Il motore semantico applica “l’intelligenza” contenuta nella rete semantica ai dati non strutturati, eseguendo l’analisi del testo e decifrando il significato delle parole nei vari contesti applicativi. L’output del motore consiste in una serie di mappe concettuali di parole, che vengono utilizzate per strutturare i documenti, in modo che possano essere poi elaborati dalle applicazioni finali. Il codice di Expert System non contiene alcun software open source: tutto il codice è sviluppato internamente ed è in toto di proprietà della società.

La potenza di elaborazione di Cogito è linearmente proporzionale al numero di processori disponibili. La scalabilità è quindi virtualmente illimitata, dipendente dalla semplice aggiunta di ulteriori server.

Per esempio, dal momento che la capacità di processamento di una completa e profonda analisi testuale è di 120 (kB/s)/processore, utilizzando un processore quad core, necessiterebbero solo 16 processori per raggiungere 1GB/s. Ciò significa che l’intera enciclopedia britannica potrebbe essere completamente processata in 33 minuti.

Il fattore distintivo dell’architettura Cogito e che la differenzia da quelle tradizionali basate sulle parole chiave e sulla statistica, è la sua articolazione per concetti. La rete semantica della piattaforma infatti, è rappresentabile come un enorme grafo, i cui nodi sono concetti, e i cui rami sono le relazioni tra gli stessi.

Tale struttura permette al Sensigrafo di operare una disambiguazione dei termini, comprendendo dal contesto l’esatto significato delle diverse parole.

Nel complesso, il Sensigrafo contiene oltre 1 milione di concetti, più di 4 milioni di relazioni e, per incrementarne l’efficacia nei diversi ambiti contestuali, è stato dotato di una ricca varietà di verticalizzazioni, tra cui Corporate & Homeland Security, Finance, Media & Publishing, Oil & Gas, Life Sciences & Pharma, Government, Telecommunications.

Un riscontro evidente dell’unicità di tecnologia di Expert System è fornito dal fatto che la piattaforma Cogito sia brevettata negli Stati Uniti.

La flessibilità della tecnologia Cogito ne consente numerose applicazioni, tra le quali, il servizio di advertising facente riferimento alla partecipata al 69,4% ADmantX S.p.A. e numerose altre. La società ha depositato una seconda domanda di brevetto relativa alla controllata ADmantX, in merito all’applicazione della semantica al mondo dell’advertising on-line. Di seguito alcune applicazioni:

ADmantX S.p.A.

Il servizio di Advertisement, sviluppato sulla base della piattaforma Cogito, è oggi portato avanti dalla partecipata ADmantX S.p.A. Expert System controlla il 69,42% della società, il 20,71% è detenuto dal Fondo Atlante Ventures Mezzogiorno di IMI Fondi Chiusi SGR S.p.A. e il 9,87% da altri investitori e dal management

ADmantX è stato uno spin-off di Expert System reso possibile dall’elevata flessibilità della tecnologia Cogito, opportunamente configurata per l’advertising on-line.

Tale servizio si caratterizza per la capacità di rispondere alla principale esigenza di aziende, agenzie e network pubblicitari: ottenere informazioni chiave per presentare pubblicità mirate al lettore coerentemente con le informazioni che vengono lette dall’utente finale (es.: articolo sul sito di un quotidiano con pubblicità coerenti con il contenuto dell’articolo stesso).

Fig. 4 – Search & Explore



Fonte: Expert System

I vantaggi di Cogito SEE sono evidenti:

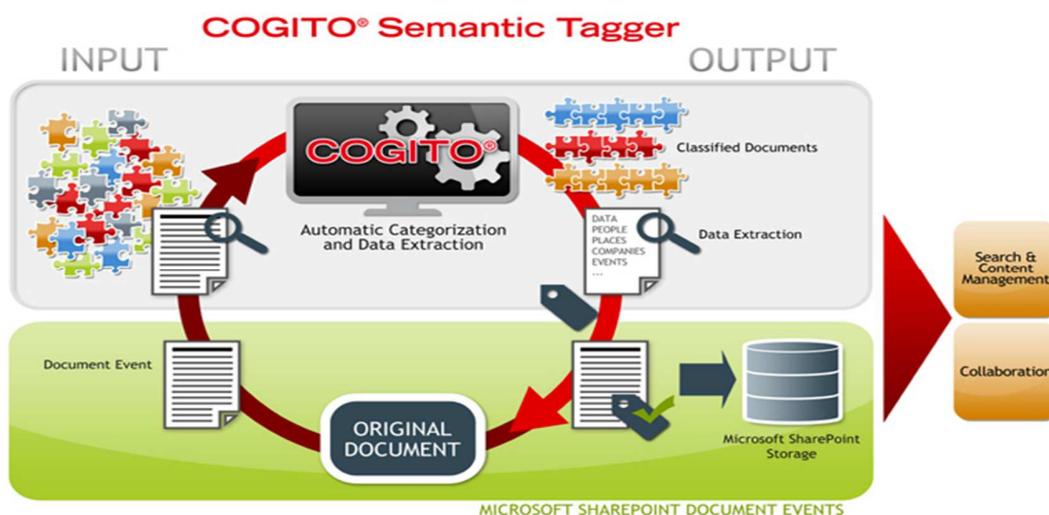
- riduzione dei tempi e dei costi di accesso all'informazione desiderata;
- Miglioramento della condivisione delle conoscenze all'interno di un network;
- maggiore efficacia del monitoraggio del mercato e dei competitors.

Telecom utilizza il software semantico allo scopo di migliorare il servizio offerto ai clienti sul proprio portale internet. Il sistema infatti consente di interpretare rapidamente le richieste avanzate dai clienti allo scopo di fornire loro una risposta celere e puntuale.

Cogito Semantic Tagger

Cogito Semantic Tagger ha la capacità di sintetizzare e classificare informazioni non strutturate, in modo tale da estrarre i concetti rilevanti ricercati dagli utenti (persone, luoghi, eventi, chi fa cosa) all'interno di una mole estremamente corposa di documenti, così da indirizzare gli utenti verso una migliore condivisione e gestione della conoscenza.

Fig. 5 - Tagging & Categorizzazione



Fonte: Expert System

Anche in questo caso i vantaggi sono evidenti:

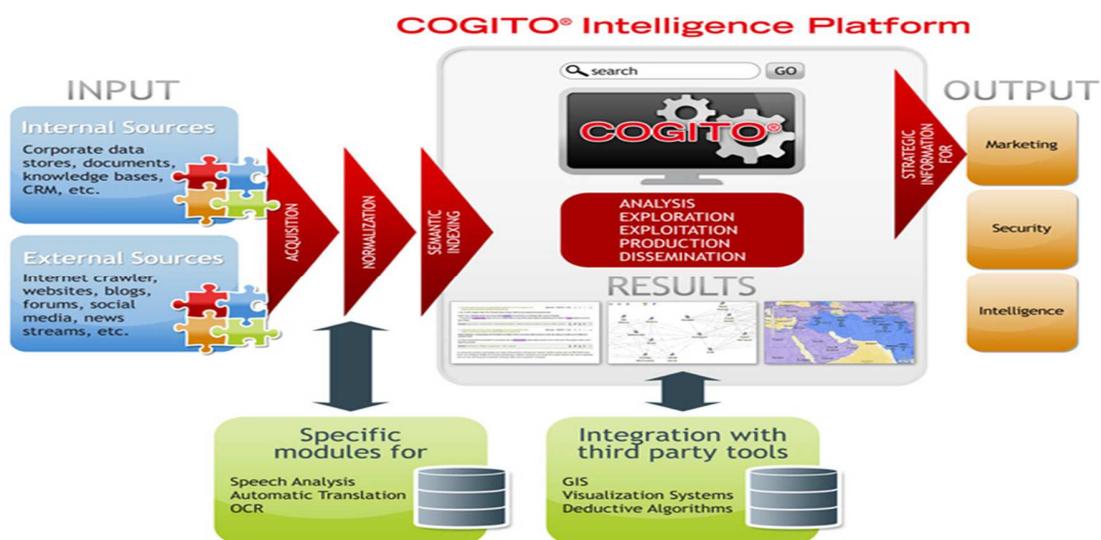
- Classificazione avanzata ed estrazione dell'informazione;
- Customizzazione della tassonomia;
- Integrazione con Microsoft Sharepoint e altre piattaforme.

Eni utilizza la ricerca semantica per ridurre tempi ed i costi nell'accesso alle informazioni, in modo da consentire una più efficiente condivisione delle stessa all'interno dell'azienda. Il software semantico rende decisamente più efficiente la circolazione e la condivisione interna delle informazioni e delle conoscenze.

Cogito Intelligence

Cogito intelligence unisce la capacità di ricercare una grande quantità di dati attraverso l'analisi semantica, alla gestione di una moltitudine di informazioni non strutturate, trasformando il tutto in concetti strutturati tra loro correlati. Tale soluzione è indirizzata principalmente ad agenzie governative e uffici di analisi corporate.

Fig. 6 - Intelligence



Fonte: Expert System

I vantaggi per gli utilizzatori sono:

- Interfaccia intuitiva per confrontare informazioni altrimenti incomparabili;
- Customizzazione di informazioni.

Il Ministero dell'Interno, utilizza l'analisi semantica per analizzare grandi quantità di informazioni sensibili, a supporto della protezione dei cittadini, nel contesto dell'informazione digitalizzata.

Natural Language Understanding – NLU

N.L.U. è un prodotto che consente di sfruttare la capacità di Cogito di comprendere domande e dialoghi effettuati in linguaggio naturale, per una semplice interazione tra computer, device digitali e utente.

Fig. 7 – Natural Language Understanding – NLU



Fonte: Expert System

Tra i vantaggi ricordiamo:

- Traduzione di comandi in concetti di facile comprensione;
- Dialogo rapido ed efficiente con specifici device;
- Innovazione nel processo di relazione con strumenti IT all'avanguardia (es: automotive, elettronica di consumo, ecc).

La combinazione di Cogito "N.L.U." con le tecnologie di riconoscimento vocale, consente la realizzazione di prodotti per interfacciare "naturalmente" strumenti di largo consumo con i loro utilizzatori. Sono in corso attività in ambito automotive ed elettronica di consumo.

Il mercato di riferimento

Una delle principali evoluzioni che sta attraversando il settore IT per quanto concerne il trattamento delle informazioni riguarda i cosiddetti “Big Data”, ovvero tutte quelle informazioni caratterizzate dalle “tre V”: Volume, Velocity, Variety. Strategico sarà il passaggio dalle informazioni de-strutturate ed inutilizzabili ai più, ad informazioni strutturate. Il mercato mondiale dei Big Data ammonta ad oggi, a circa 11,4 \$.billion. Nel 2012 è cresciuto del 100% rispetto all’anno precedente, e si prevede che tale trend rimanga inalterato nei prossimi anni (Fonte Wikibon).

Le tecnologie semantiche nell’Information Technology costituiscono l’insieme delle risorse, delle metodologie e degli strumenti necessari per interpretare le rappresentazioni di quello che esiste nel mondo fisico e sociale.

Il Web come le grandi organizzazioni pubbliche e private, sempre più affollato da documenti, testi, immagini, video e altre forme di immagazzinamento di conoscenza ed esperienza, necessita delle tecnologie semantiche per favorire l’accesso e la condivisione del patrimonio informativo a tutti gli utenti, privati, companies o amministrazioni pubbliche. Secondo i calcoli del Martin Hilbert, docente all’università Anneberg Hilbert della California del Sud, nel 2000 il 25% circa delle informazioni registrate nel mondo era in formato digitale, mentre il 75% era analogico su carta, pellicola, plastica magnetizzata etc. Nel 2013 il 98% delle informazioni registrate nel mondo è in formato digitale.

Una delle principali evoluzioni che sta attraversando il settore IT per quanto concerne il trattamento delle informazioni riguarda i cosiddetti “Big Data”, ovvero tutte quelle informazioni caratterizzate dalle “tre V”:

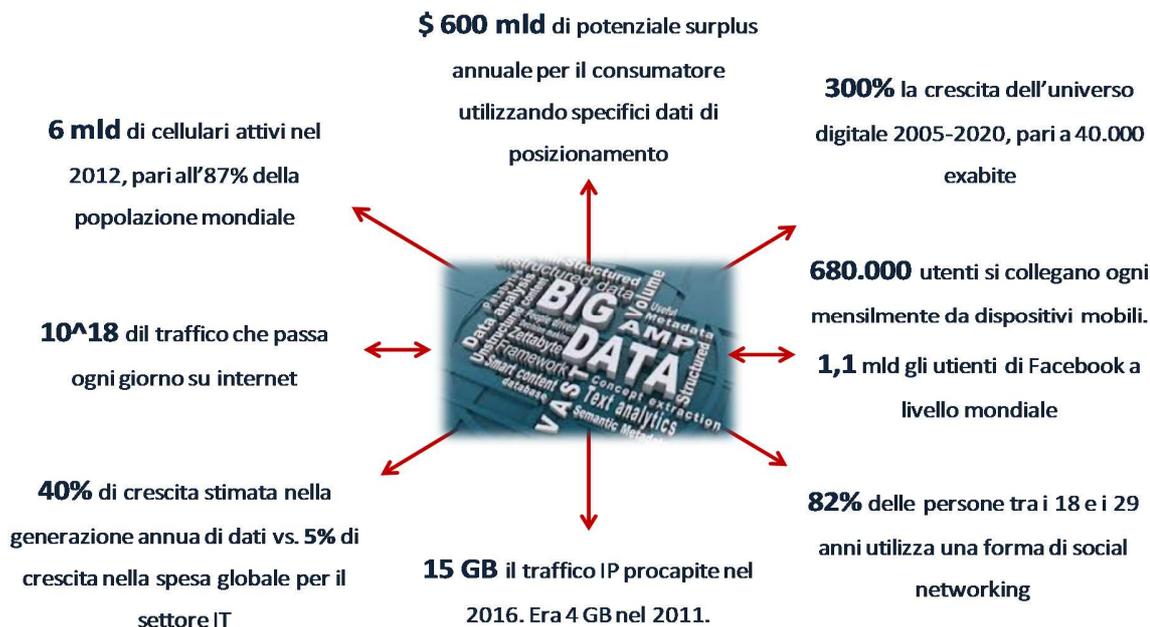
- **Volume:** si tratta di ingenti quantitativi di dati che, in quanto tali, non sono gestibili con database tradizionali;
- **Velocity:** dati che necessitano di essere processati in tempo reale o comunque nell’arco di pochi minuti;
- **Variety:** dati non strutturati in quanto aventi diversa natura (non solo testi ma anche video, audio, ecc.) e provenienti da diversi dispositivi (pc, cellulari, sensori, ecc).

È possibile affermare che i Big Data consistano in un’enorme quantità di informazioni, che necessitano di una strutturazione al fine di agevolarne la raccolta e l’utilizzo. I dati digitali raddoppiano ogni tre anni ed sono in costante aumento le persone che fanno largo uso della tecnologia digitale (2,5 mln nel 2013).

Per passare da una serie di dati grezzi e scarsamente utilizzabili a dati strutturati, è fondamentale implementare nuove ed efficienti applicazioni. Occorre quindi disporre di una tecnologia in grado di dare risposte coerenti con le tre “V”. L’analisi semantica si prospetta la soluzione migliore per tutta la componente di informazioni non strutturate, che rappresentano l’80% di quelle disponibili.

Per avere un’idea dell’enorme massa di dati da processare, riportiamo nella figura seguente alcuni esempi circa: il numero dei cellulari attivi nel mondo, le informazioni condivise ogni mese su face book etc.

Fig. 8 – Alcuni numeri riferibili ai Big Data

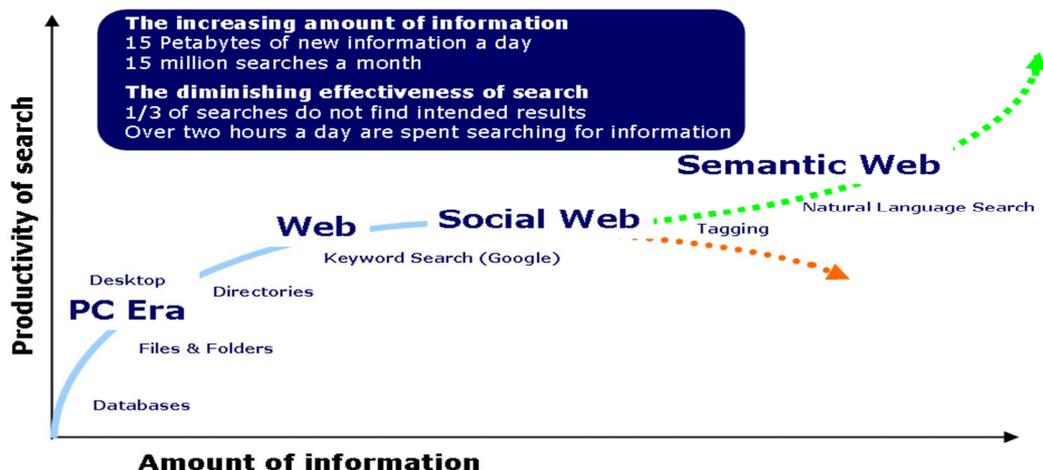


Fonte: Elaborazione Integræ SIN su Mckinsey Global Institute - Big data: The next frontier for innovation, competition, and productivity - Maggio 2011

Sembra quindi scontato poter sostenere che l'evoluzione del WEB passerà attraverso la strutturazione di tutte le informazioni non strutturate disponibili.

Fig. 9 – L'evoluzione del WEB

Semantic technology overcomes inherent limitation of keyword search



Fonte: Expert System

Anche alcuni tra i più autorevoli responsabili di social media, ricercatori e analisti di settore concordano nell'affermare che la ricerca semantica entrerà sempre più nella nostra vita. Ne riportiamo solo alcune:

Eric Shmidt, CEO di Google: *Google needs to move “from words to meaning.” In other words, Google needs to understand queries better, and return results that best match the real meaning of a query. “We have to get from the sort of casual use of asking, querying...to “what did you mean?”;*

McKinsey Global Institute – Big Data: The next frontier for innovation, competition, and productivity – Giugno 2011: *“there is strong evidence that big data can play a significant economic role to the benefit not only of private commerce but also of national economies and their citizens. Our research finds that data can create significant value for the world economy, enhancing the productivity and competitiveness of companies and the public sector and creating substantial economic surplus for consumers.*

Secondo gli studi condotti dal Mckinsey Global Institute, ci sono diverse strade percorribili per generare valore grazie alla gestione dei Big Data, nei diversi settori dell'economia mondiale. Le analisi sviluppate suggeriscono che la dimensione e la varietà dei cambiamenti a cui i Big Data stanno arrivando, sono giunti ad un punto di rottura.

Le prime evidenze di tale fenomeno sono già rinvenibili: diversi trend tecnologici, sviluppatisi in numerosi settori, convergeranno a breve a favore della crescita.

Fig. 10 – Big Data financial value

Big data can generate significant financial value across sectors



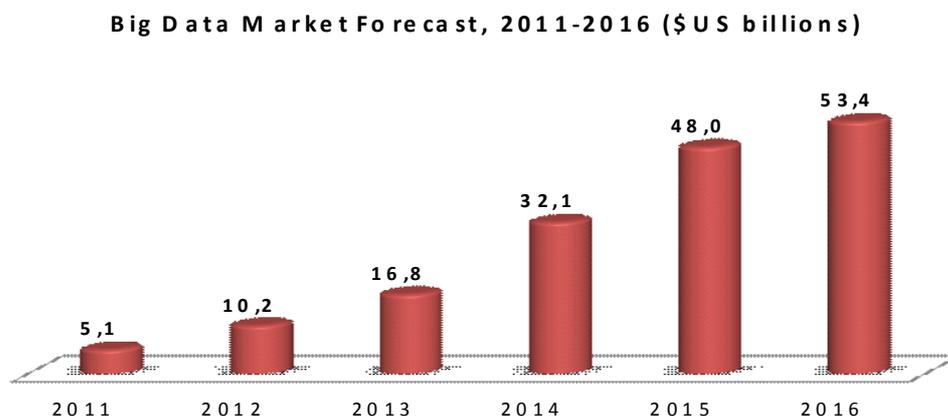
SOURCE: McKinsey Global Institute analysis

Un ulteriore trend che ingrandisce ulteriormente il fenomeno dei Big Data, deriva dalla maggior quantità di informazioni che vengono oggi scambiate grazie alla crescente diffusione di device portatili, che consentono un più semplice accesso ad informazioni condivise e/o condivisibili.

Il mercato mondiale dei Big Data ammonta, ad oggi, a circa 11,4 \$.billion. Nel 2012 è cresciuto del 100% rispetto all'anno precedente, e si prevede che tale trend rimanga inalterato nei prossimi anni (Fonte Wikibon). Il mercato presenta scarse barriere all'ingresso per le piccole realtà

altamente tecnologiche, come Expert System, presentandosi estremamente frammentato: l'82% del mercato totale (HW, SW e Services) è detenuto da società con quota inferiore al 5%.

Fig. 11 – Big Data Forecast, 2011-2016

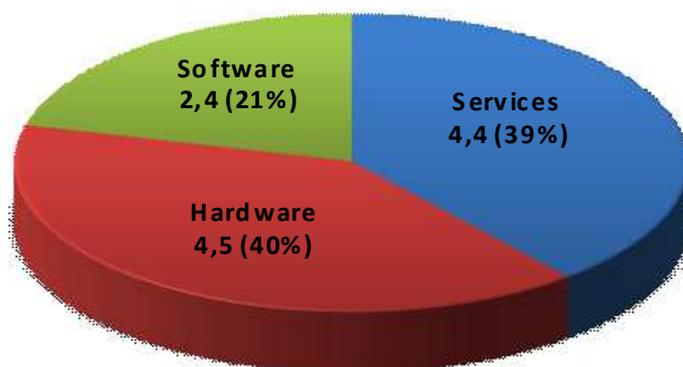


Fonte: Wikibon

Il mercato USA dell'analisi testuale è il più esteso e promettente (30% del totale). Expert System ne detiene una piccola quota (circa 1%), grazie alle 6 risorse che operano in Escogito INC.

Fig. 12 – Big Data revenues breakdown

Big Data Revenue by Type, 2012 (\$US billions)



Fonte: Wikibon

Expert System è l'unica realtà italiana, e tra le poche al mondo, ad essere stata inserita nel prestigioso Gartner Magic Quadrant, dedicato alle tecnologie per l'accesso alle informazioni (Magic Quadrant for Enterprise Search, Gartner Inc., 16 Luglio 2014).

Expert System è tra i leader mondiali insieme ad HP, IBM e Google e tra le Top Ten tra le soluzioni di Enterprise Search.

Nel contesto del Magic Quadrant, Gartner ha evidenziato le competenze di Expert System nel trattare in modo eccellente ogni data set di informazioni a scopo di intelligence, apprezzando in particolare la scalabilità delle soluzioni disponibili, la profondità di analisi e il livello di competenze della società per lo sviluppo di soluzioni e progetti “customizzati”.

I risultati e le stime

Nel corso del prossimo triennio, riteniamo che Expert System rivolgerà una attenzione crescente ai mercati esteri (soprattutto US) e consoliderà la propria presenza sul mercato italiano, cercando di operare in settori e con soggetti che siamo meno colpiti dalla crisi economica. Il sostanziale completamento della struttura Cogito, unito alla sua estrema flessibilità consentiranno ad Expert System di beneficiare appieno della crescita attesa della ricerca semantica intelligente.

I risultati del 2013

Nel corso del 2013 è stata effettuata la fusione inversa della controllante ES Srl in Expert System SpA. Con tale operazione si è completato il progetto di ristrutturazione del gruppo, iniziato nel 2012 attraverso la fusione per incorporazione di Cogito Srl, società controllata al 100%, e il trasferimento della sede sociale da Modena a Rovereto (TN).

La nuova operazione di fusione per incorporazione è stata effettuata al fine di semplificare la struttura operativa del “Gruppo Expert System” e per la sua riorganizzazione amministrativa, tecnica e operativa. La fusione inversa è avvenuta, per volontà unanime di tutti i soci, mediante redistribuzione diretta ai soci dell’incorporata ES Srl delle azioni della società incorporante Expert System SpA, possedute da ES Srl, senza dar luogo ad alcun aumento di capitale sociale dell’incorporante Expert System SpA, e senza alcun conguaglio in denaro. L’atto di fusione prevede espressamente che gli effetti contabili ed economici, con imputazione delle operazioni della società incorporata al bilancio della società incorporante, abbiano efficacia dal 1 gennaio 2013, con retrodatazione degli effetti fiscali della fusione alla stessa data.

Per quanto riguarda l’andamento delle vendite e delle prestazioni della società il trend manifesta una parziale contrazione nei ricavi per il 2013. Tale temporaneo rallentamento è stato determinato da molteplici cause:

- nel 2012, innanzitutto, il valore della produzione ha registrato un picco dovuto alla fatturazione di attività non caratteristiche, quali rivendita di consulenze e prodotti software di terzi, contributi speciali per attività di Ricerca e Sviluppo e concessioni d’uso di un brevetto;
- dall’altra parte si è riscontrato un aumento degli ordini non evasi che produrranno ricavi nel 2014.

Anche il valore della produzione è stato più contenuto rispetto ai dati dell’esercizio 2012 per effetto delle componenti straordinarie di ricavo che hanno caratterizzato il 2012. L’Ebitda risente dell’aumento del costo del lavoro dovuto all’effettivo avvio del piano d’investimento che l’azienda ha previsto per i prossimi anni.

Inoltre, a decorrere dal bilancio 2013 la società ha variato il metodo di contabilizzazione dei contributi che riceve dai vari enti, volti a finanziare progetti di ricerca e sviluppo. Fino al 2012 i contributi erano contabilizzati come contributi in conto esercizio, mentre la parte rimanente di costi di ricerca e sviluppo, non coperta dai contributi ricevuti, veniva capitalizzata come incrementi di immobilizzazioni per lavori interni. Dal presente bilancio, la società ha ritenuto di modificare la classificazione di tali contributi, riclassificandoli tra i contributi in c/impianti, in quanto trattasi di contributi finalizzati a finanziare investimenti di natura pluriennale. La motivazione di tale variazione di criterio e la conseguente esposizione di capitalizzazione di maggiori costi trova giustificazione nell’espansione dell’attività della società con progetti sempre più rilevanti, sia in termini quantitativi, sia di valore e rivolti anche a mercati internazionali, per cui si ritiene che tale esposizione dia una migliore rappresentazione delle attività svolte. Questa diversa classificazione trova ulteriore conferma, come previsto dall’OIC 16, e prevede la

capitalizzazione delle intere spese di ricerca e sviluppo e la contemporanea rilevazione dei contributi in conto capitale per la sola quota di competenza dell'esercizio, determinata in proporzione alla quota di ammortamento degli stessi costi per i quali è concesso il contributo.

La contrazione della redditività è dovuta sostanzialmente all'incremento del costo del lavoro che rispetto all'esercizio precedente è aumentato di circa 780.000 per l'implementazione del piano di sviluppo della società e che ha comportato nuove assunzioni in area tecnica, in area di staff ed in ambito commerciale.

Lo stato patrimoniale evidenzia un aumento del capitale immobilizzato dovuto all'incremento delle immobilizzazioni immateriali, derivante dai maggiori costi di ricerca e sviluppo capitalizzati e dall'aumento del valore della partecipazione in Admantx Spa a seguito delle sottoscrizioni di capitale operate nell'anno 2013.

Le attività a breve termine risultano sensibilmente aumentate per effetto dell'incremento della voce "Crediti Verso Altri". Tale voce risente del mutato criterio di classificazione dei contributi in conto impianti che, nel presente bilancio, sono stati iscritti per la totalità dei crediti che la società vanta alla data del 31/12/2013 nei confronti degli enti eroganti.

Le passività a breve termine si discostano rispetto al 2012 principalmente per l'aumento della voce "acconti", incrementata rispetto allo scorso anno di euro 1.261.309 e rappresentata dagli anticipi che la società ha ricevuto dai committenti, relativi a lavori in corso di esecuzione.

Per quanto riguarda le passività a medio e lungo termine, l'incremento più rilevante è rappresentato dalla voce ratei e risconti passivi oltre i 12 mesi, voce che accoglie la totalità dei contributi in conto impianti deliberati a favore della società ma di competenza degli esercizi futuri.

Le stime per il periodo 2014-2016F

Expert System

Entro la fine del 2015-16F è previsto l'inserimento di ulteriori 50 addetti principalmente focalizzati sulla vendita, che permetteranno all'azienda di porre le basi per il vero e proprio sviluppo commerciale i cui risultati saranno visibili a partire dal 4Q14. Dal 2015, ma soprattutto negli esercizi successivi, in cui la forza vendita sarà stabile e ben dispiegata sul campo, la redditività potrà attestarsi (Ebitda margin) tra il 20% ed il 25%.

Nel corso del prossimo triennio, riteniamo che Expert System rivolgerà una attenzione crescente ai mercati esteri e consolidi la propria presenza sul mercato italiano, cercando di operare in settori e con soggetti che siamo meno colpiti dalla crisi economica che – a tutt'oggi - non accenna ad attenuarsi nel nostro paese.

Le nostre stime prevedono infatti un CAGR 2013-16F del 7,8% (€1.4 mln in tre anni) per i ricavi derivanti dall'Italia, del 200% (€16.3 mln in tre anni) derivanti dai paesi esteri.

Il principali driver di crescita deriva dall'uso della piattaforma Cogito, che riteniamo sia ciò che di più avanzato esista nel mondo dei software semantici. Expert System continuerà nel miglioramento tecnologico della stessa al fine di sempre meglio poter soddisfare le diverse esigenze dei propri clienti.

In particolare lo sviluppo si basa su tre direttrici:

- espansione internazionale: gli investimenti esplorativi effettuati da Expert System nel recente passato sui mercati esteri, hanno evidenziato l'estrema competitività delle soluzioni

aziendali anche a livello internazionale. Il piano di crescita sarà concentrato principalmente sullo sviluppo dei mercati USA e UK, dove Expert System ha recentemente aperto due filiali;

- sviluppo di partnership strategiche: la creazione di partnership strategiche con importanti aziende del settore consente la migliore integrazione del software Cogito con piattaforme di base già esistenti e molto diffuse, rendendo possibile l'uso dell'intelligenza semantica di cui attualmente le stesse non dispongono;
- consolidamento ed estensione della piattaforma tecnologica: il nucleo centrale della piattaforma Cogito è ad oggi sostanzialmente ultimato. Da questo partiranno quindi tutte le possibili applicazioni e i futuri sviluppi saranno sempre più orientati in ambito Cognitive Computing/Artificial Intelligence. Stimiamo che la maggior crescita del fatturato in termini assoluti deriverà dal mercato US. La strategia di sviluppo internazionale, vede infatti come naturale sbocco gli Stati Uniti d'America, in quanto sono il mercato più florido per settori innovativi e ad elevata componente tecnologica.

Sarà quindi prioritario per la società lo sviluppo di una rete di vendita in grado di esportare la tecnologia Cogito dalle attuali sedi di Washington DC e Chicago in tutto il paese, garantendo quell'incremento del business e di visibilità ritenuto necessario per la crescita ricercata. Recentemente è stato aperto ufficio strategicamente importante in California, a presidio del più attivo "sito" al mondo nel settore nel quale Expert System opera.

Per incentivare tale processo, la società sta lavorando allo sviluppo di una componente di middleware, che consenta di semplificare e "pacchettizzare" l'offerta destinata al mercato USA. Expert System ha già cominciato a ridisegnare la rete commerciale, potenziandola con nuovi agenti che andranno a presidiare i mercati maggiormente attrattivi.

La fortissima flessibilità operativa della struttura Cogito, consente inoltre lo sviluppo parallelo di ulteriori opportunità di business (con investimento in ricerca e sviluppo decisamente modesti). Di seguito alcuni esempi:

- focalizzazione ed ampliamento della Divisione Intelligence. Costruire un "one stop shop" per supportare le esigenze più innovative di progetti COMINT (Communication Intelligence) e OSINT (Open Source Intelligence). Completare l'offerta di soluzioni SW con prodotti e servizi complementari;
- Natural Language Understanding. Creare una o più interfacce utente utilizzabili nei campi più disparati: virtual assistant, customer care, domotica;
- Social Media analytics. Offrire un servizio che permetta, ad aziende e istituzioni, di comprendere come i loro prodotti e servizi vengono percepiti e per quale motivo, consentendo l'identificazione di azioni correttive e/o di valorizzazione della situazione.

Fig. 13 – Il Conto Economico (Expert System SpA + Expert System USA)

Profit & Loss	2012	2013	2014	2015	2016
TOTAL DOMESTIC REVENUE	9.442.226	8.763.114	9.170.000	9.700.000	10.185.000
TOTAL INTERNATIONAL REVENUE	2.797.631	2.074.441	3.831.219	11.482.800	18.372.480
CHANGE IN GROSS INVENTORY	(145.301)	(245.498)	9.340	155.000	162.750
CAPITALIZED COSTS	318.034	2.255.895	2.962.500	2.399.500	2.159.550
INCOME FROM GRANTS	2.777.301	398.129	687.686	827.477	1.075.720
OTHER REVENUE	74.409	103.186	29.923	43.857	48.242
TOTAL REVENUE	15.264.300	13.349.267	16.690.668	24.608.633	32.003.742
HARDWARE AND SOFTWARE	(551.497)	(634.404)	(208.297)	(231.880)	(255.068)
ADMINISTRATIVE COSTS	(76.006)	(49.513)	(124.855)	(132.077)	(145.284)
GENERAL EXPENSES	(103.875)	(159.779)	(447.056)	(840.998)	(1.009.197)
UTILITIES	(101.860)	(86.029)	(108.361)	(111.612)	(122.773)
TELEPHONE & INTERNET	(351.049)	(294.632)	(402.900)	(414.987)	(477.235)
CONSULTING	(2.197.628)	(1.320.807)	(1.430.814)	(2.241.652)	(2.465.817)
TECHNOLOGY CONSULTING	(1.747.655)	(1.198.929)	(847.942)	(856.868)	(874.005)
INSURANCE	(52.289)	(101.639)	(50.949)	(52.477)	(57.725)
SALES & MARKETING	(400.904)	(381.900)	(634.985)	(920.659)	(1.288.923)
TRAVEL EXPENSE	(212.695)	(212.514)	(366.957)	(500.006)	(675.008)
COMMISSION	(74.600)	(66.388)	(721.209)	(1.345.380)	(1.816.263)
TOTAL COSTS FOR GOODS AND SERVICES	(5.870.059)	(4.506.535)	(5.344.325)	(7.648.594)	(9.187.298)
COSTS FOR LEASE OF THIRD PARTY ASSETS	(337.537)	(368.982)	(359.734)	(366.600)	(384.930)
TOTAL PERSONNEL COSTS	(6.178.614)	(7.229.683)	(8.321.764)	(12.093.139)	(14.511.767)
OTHER OPERATIVE COSTS	(49.698)	(18.251)	(70.441)	(46.289)	(50.000)
TOTAL COSTS	(12.435.908)	(12.123.451)	(14.096.263)	(20.154.623)	(24.133.994)
EBITDA	2.828.392	1.225.815	2.594.405	4.454.011	7.869.748
MC % (Total revenue)	18,5%	9,2%	15,5%	18,1%	24,6%
MC % (Total revenue from sales)	23,4%	11,6%	19,9%	20,9%	27,4%
AMORTIZATION OF INTANGIBLE ASSETS	(719.482)	(956.305)	(1.389.453)	(1.758.918)	(2.022.756)
AMORTIZATION OF TANGIBLE ASSETS	(148.178)	(108.509)	(150.680)	(167.503)	(175.879)
DEPRECIATION	0	(36.493)	(164.305)	(167.655)	(172.685)
TOTAL AMORTIZ. AND DEPRECIATION	(867.660)	(1.101.307)	(1.704.439)	(2.094.077)	(2.371.320)
EBIT	1.960.732	124.508	889.966	2.359.934	5.498.428
TOTAL FINANCIAL INCOME/(EXPENSE)	(323.238)	(400.337)	(323.272)	(250.453)	(200.000)
TOTAL EXTRAORDINARY INCOME/(EXPENSE)	(322.526)	45.948			
RESULT BEFORE TAXES	1.314.969	(229.881)	566.694	2.109.481	5.298.428
TAXES	(467.060)	(359.140)	(345.683)	(1.286.783)	(2.649.214)
NET RESULT	847.909	(589.020)	221.011	822.697	2.649.214

Fonte: Expert System e stime Integræ SIM

Fig. 14 – Lo Stato Patrimoniale (Expert System SpA + Expert System USA)

Assets & Liabilities	2012	2013	2014	2015	2016
INTANGIBLE ASSETS	1.110.954	2.462.443	2.525.435	1.728.579	1.728.580
TANGIBLE ASSETS	635.971	622.525	501.095	433.591	433.592
FINANCIAL ASSETS	514.588	1.142.788	4.162.212	4.162.212	4.162.213
TOTAL FIXED ASSETS	2.261.513	4.227.756	7.188.742	6.324.382	6.324.385
WORK IN PROGRESS	721.513	476.015	880.000	1.035.000	1.210.286
ACCOUNT RECEIVABLES	5.822.646	6.290.503	6.130.047	7.609.737	8.898.510
INTERCOMPANY ACCOUNT RECEIVABLES	588.114	124.658	48.158	48.158	56.314
ACCOUNT RECEIVABLES FOR GRANTS	5.782.917	9.428.019	9.134.175	7.184.422	8.401.164
TAX RECEIVABLES	695.213	345.333	604.074	712.668	833.364
OTHER RECEIVABLES	135.900	119.147	101.947	117.239	137.094
PREPAID GRANTS	(2.575.962)	(3.037.521)	(3.340.333)	(3.087.179)	(3.610.018)
ACCOUNT PAYABLES	(1.636.211)	(1.114.872)	(1.242.299)	(1.662.885)	(1.944.509)
SHAREHOLDERS LIABILITIES	(3.780)	-	-	-	-
TAX LIABILITIES	(249.314)	(718.443)	(234.631)	(537.630)	(628.683)
PAYROLL TAXES LIABILITIES	(164.804)	(185.176)	(222.507)	(211.381)	(247.181)
OTHER PAYABLES	(763.831)	(1.402.162)	(1.024.902)	(1.076.147)	(1.258.402)
ACCRUED / DEFERRED REVENUE	216.497	169.918	135.489	128.714	150.513
ACCRUED / DEFERRED EXPENSE	(211.252)	(4.143.233)	(4.275.771)	(6.448.294)	(8.540.367)
TOTAL WORKING CAPITAL	8.357.646	6.352.187	6.693.446	3.812.420	4.458.086
PROVISIONS	(161.734)	(160.836)	(260.000)	(360.000)	(450.000)
SEVRANCE PAY	(897.804)	(948.598)	(1.208.155)	(1.322.256)	(1.450.000)
TOTAL PROVISION	(1.059.538)	(1.109.434)	(1.468.155)	(1.682.256)	(1.900.000)
TOTAL INVESTED CAPITAL	9.559.621	9.470.509	12.414.033	8.454.546	8.882.471
SHARE CAPITAL	(144.000)	(144.000)	(219.497)	(219.497)	(219.497)
SHARE PREMIUM	(1.468.843)	(1.468.843)	(13.768.730)	(13.768.730)	(13.768.730)
LEGAL RESERVE	(28.800)	(28.800)	(40.067)	(40.067)	(40.067)
EXTRAORDINARY RESERVE	(2.420.627)	(3.085.755)	(3.293.832)	(3.459.590)	(3.459.590)
OTHER RESERVE	(517.622)	(517.622)	(517.622)	(517.622)	(517.622)
NET (PROFIT) / LOSS	(847.909)	589.020	(221.011)	(822.697)	(2.649.214)
TOTAL EQUITY	5.427.801	4.656.000	18.060.759	18.828.204	20.654.721
LONG TERM LOANS	(4.897.298)	(6.683.371)	(3.155.054)	(1.300.322)	(1.475.633)
INVOICE ADVANCE	(772.169)	(463.154)	(1.485.000)	(1.552.500)	(1.761.810)
FAVORABLE DEBT	(1.291.020)	(1.001.263)	(616.987)	(324.271)	(367.989)
CASH	2.828.667	3.333.279	10.903.768	13.550.751	15.377.683
TOTAL FINANCIAL DEBT	4.131.820	4.814.509	(5.646.727)	(10.373.658)	(11.772.250)
TOTAL EQUITY & DEBT	9.559.621	9.470.509	12.414.033	8.454.546	8.882.471

Fonte: Expert System e stime Integrae SIM

Fig. 15 – II Cash Flow Model (Expert System SpA + Expert System USA)

CASH FLOW	2012	2013	2014	2015	2016
EBITDA	2.828.392	1.225.815	2.594.405	4.454.011	7.869.748
Change in Net working capital	1.679.280	5.189.002	(937.915)	1.184.427	48.237
Change in Grants receivables/liabilities	(1.098.303)	(3.183.543)	596.656	1.696.599	(693.903)
Change in provision	330.489	13.403	194.416	46.446	45.058
Net cash flow from Current operating activities	3.739.858	3.244.677	2.447.562	7.381.482	7.269.140
(Inc./)Decrease in Intangible Asset	(375.016)	(2.307.794)	(1.452.445)	(962.062)	(2.022.757)
(Inc./)Decrease in Tangible Asset	(160.509)	(95.063)	(29.250)	(100.000)	(175.880)
(Inc./)Decrease in Financial Asset	0	(628.200)	(3.019.424)	-	(1)
Cash flow from investing activities	(535.524)	(3.031.057)	(4.501.119)	(1.062.062)	(2.198.637)
Net cash flow from operating activities	3.204.334	213.620	(2.053.557)	6.319.420	5.070.503
Change in Equity	(9.846)	(182.780)	13.183.748	(55.253)	(822.697)
Extraordinary income/expense	(322.526)	45.948	-	-	-
Taxes	(467.060)	(359.140)	(345.683)	(1.286.783)	(2.649.214)
Cash flow before financing activities	2.404.903	(282.352)	10.784.508	4.977.384	1.598.592
Financial income/expense	(323.238)	(400.337)	(323.272)	(250.453)	(200.000)
Shareholding income/expense	-	-	-	-	-
Inc./Decrease) long term loans	981.417	1.477.058	(2.506.471)	(1.787.232)	384.622
Inc./Decrease) other financial debt	(379.961)	(289.757)	(384.276)	(292.716)	43.719
Net Increase / (Decrease) in Cash	2.683.121	504.613	7.570.489	2.646.983	1.826.932
Cash at the beginning of the period	145.546	2.828.667	3.333.279	10.903.768	13.550.751
Change in cash	2.683.121	504.613	7.570.489	2.646.983	1.826.932
Final cash position	2.828.667	3.333.279	10.903.768	13.550.751	15.377.683

Fonte: Expert System e stime Integrae SIM

Fig. 16 – Il Conto Economico di AdmantX+ AdmantX Inc

Profit & Loss	2012	2013	2014	2015	2016
Total Revenue from Sales EU	113.002	321.345	756.185	1.893.069	3.218.217
Total Revenue from Sales US	23.805	180.491	436.806	1.669.950	2.504.925
R&D Capitalized	147.634	109.363	124.982	231.749	347.623
Other Revenue	1.096	7.048	180	-	-
TOTAL REVENUE	285.537	618.247	1.318.153	3.794.768	6.070.765
Cloud Costs	153.963	292.684	469.090	869.649	1.130.544
Licensing Core Technology	32.500	41.500	-	60.000	84.000
Quantitative Analysis	-	-	-	204.000	265.200
TOTAL Costs of Good Sold	186.463	334.184	469.090	1.133.649	1.479.744
R&D and Operation	318.508	443.777	433.344	854.368	1.119.222
Technology/R&D labour costs	241.369	294.583	300.166	691.868	906.347
Technology/R&D consulting	36.312	37.387	12.927	28.500	37.335
Equipment	40.827	111.806	120.252	134.000	175.540
Marketing & Adv.	79.323	111.654	79.025	246.954	371.096
Marketing labour costs	-	60.132	51.908	115.341	173.012
Events	35.714	32.891	19.052	65.000	97.500
PR & Marketing	23.065	18.630	8.065	66.613	100.585
Marketing consulting	20.544	-	-	-	-
SALES	577.329	661.328	523.376	1.130.343	1.706.819
Sales labour costs	375.907	459.780	336.627	712.343	1.075.639
Sales Development	101.588	124.358	132.096	336.000	507.360
Travel expenses	99.834	77.190	54.653	82.000	123.820
GENERAL COST	266.537	275.848	225.134	412.117	564.175
Administrative labour costs	-	-	33.865	58.600	76.180
Management labour costs	106.716	133.621	103.560	104.960	158.490
Administrative Costs	128.108	88.362	58.607	136.884	177.950
Telecom & Internet	301	-	5.549	22.800	34.428
Office & accommodation	19.292	29.100	14.587	38.000	49.400
General Expenses	11.543	21.761	8.106	34.961	43.702
Others	577	3.003	861	-	-
G&A Profile Business	-	-	-	15.911	24.026
Total Fixed Costs	1.241.697	1.492.606	1.260.880	2.643.782	3.761.312
TOTAL COSTS	1.428.160	1.826.790	1.729.969	3.777.431	5.241.055
EBITDA	(1.142.623)	(1.208.543)	(411.816)	17.337	829.710
Amortization of intangible assets	237.363	275.772	309.989	116.905	116.906
Amortization of tangible assets	3.173	2.903	2.656	2.638	2.639
Depreciation	110.585	6.655	37.883	-	1
Total depreciation, amortization	351.121	285.330	350.529	119.542	119.545
EBIT	(1.493.744)	(1.493.873)	(762.345)	(102.205)	710.164
Financial income	(50)	(357)	(10)	-	-
Financial expenses	35.974	52.290	17.823	-	-
Total financial income and expenses	35.924	51.933	17.813	-	-
Extraordinary income and costs	(20.194)	(1.245)	1.384	-	-
EBT	(1.509.474)	(1.544.561)	(781.541)	(102.205)	710.164
Current and deferred income taxes for the year	82.925	(28.343)	(7.867)	-	-
NET PROFIT (LOSS)	(1.592.399)	(1.516.218)	(773.674)	(102.205)	710.164

Fonte: Expert System e stime Integrae SIM

La valutazione

Abbiamo condotto la valutazione del capitale economico di Expert System sulla base di due metodologie: DCF e multipli. Ciascun modello di valutazione è infatti in grado di cogliere uno o più aspetti della vita dell'azienda. Per quanto riguarda AdmantX, la valutazione è stata condotta solo attraverso la metodologia dei multipli, essendo una start-up.

Abbiamo condotto la valutazione di valori Expert System sulla base di tre metodologie (DCF e RIM, entrambe basate sullo sconto di flussi finanziari di cassa della società) 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 particolari (flussi di cassa, management quality, track record, azionisti manager, sviluppo potenziale elevato).

Il modello DCF

I risultati dell'applicazione del modello DCF ai fini del calcolo dell'equity value di una società sono, come noto, funzione delle stime. Oltre al valore dell'equity ciò che assume rilevanza, ai fini della comparabilità dei risultati, è la qualità degli stessi, a sua volta funzione di numerose variabili, tra le quali la visibilità del business. Visibilità che, nel caso di Expert System, ci consente di poter allungare l'orizzonte temporale fino al 2019F, anno in cui la redditività dei progetti iniziati nel 2013-15F, sarà pienamente visibile. Motivo questo per il quale il modello DCF riteniamo possa cogliere alcuni aspetti della vita dell'impresa che gli altri due modelli non sarebbero in grado di approssimare.

Di seguito i dati di input:

Fig. 17 - I dati di input

Calcolo del WACC	
Risk Free Rate	2,60%
Market Premium Italia (A. D:	8,72%
Beta Unlevered Target	0,85
Tax Rate (Ires + IRAP)	31,40%
D/E medio 2013-2015F	0,46
Beta Relevered	1,12
Alfa (rischio specifico)	1,94%
Ke	14,28%
Wacc	8,51%

Fonte: elaborazione Integrae SIM

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

- D/E medio dal 2013 al 2015F, pari a 0,46x;
- il risk free rate è quello medio del BTP quinquennali;
- il market premium è quello calcolato dal Prof. A. Damodaran per l'Italia;
- Il beta relevered utilizzato, pari a 1,12x, è quello medio unlevered di un campione di società comparabili (fonte infinancials), pari a 0,85x, levereggiato per tenere conto della composizione del capitale investito della società;
- il tasso di crescita "g" utilizzato per il calcolo del Terminal Value è conservativamente posto uguale al 3%;
- L'Alfa è quello medio del campione di titoli comparabili, calcolato come differenza tra medio del campione meno il risk free, pari al 1,94%

Ne risulta un WACC dell'8,51%.

Fig. 18 - Il modello DCF

Cash Flow	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	TV
EBIT	890	2.360	5.498	6.598	7.918	9.501	
Operating Taxes	(368)	(975)	(2.271)	(2.725)	(3.270)	(3.924)	
NOPLAT	522	1.385	3.228	3.873	4.648	5.577	
Depreciations	1.704	1.704	1.704	1.875	2.062	2.269	
Δ NWC	341	(2.881)	646	100	100	100	
Investments	(4.501)	(1.062)	(2.199)	(1.500)	(1.500)	(1.500)	
FCFO	(1.933)	(853)	3.379	4.348	5.310	6.446	50.491
Discounted FCFO	(1.781)	(725)	2.645	3.136	3.530	3.948	30.929
FCFO actualized	10.753						
TV actualized DCF	30.929						
Enterprise Value	41.682						
PFN (2014)	5.647						
Equity Value	47.328						

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 stand alone (senza AdmantX) di €47,3 mln.

Fig. 19 – Sensitivity Analysis (Wacc _ Long Term Growth)

		WACC						
		7,01%	7,51%	8,01%	8,51%	9,01%	9,51%	10,01%
TV	4,5%	91,0	76,8	66,6	58,9	52,9	48,1	44,1
	4,0%	78,8	68,3	60,4	54,2	49,2	45,1	41,7
	3,5%	70,0	61,9	55,5	50,4	46,2	42,7	39,7
	3,0%	63,4	56,9	51,6	47,3	43,7	40,7	38,0
	2,5%	58,3	52,9	48,5	44,8	41,6	38,9	36,5
	2,0%	54,2	49,7	45,8	42,6	39,8	37,4	35,2
	1,5%	50,9	46,9	43,6	40,7	38,2	36,0	34,1

Fonte: elaborazione Integrae SIM

La metodologia dei multipli

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

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

Fig. 20 – I peers

Company	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Informatica Corp.	11,3	9,8	8,6	12,2	10,7	9,3	21,6	19,1	16,6
Open Text Corporation	11,8	11,0		13,1	12,6		14,9	13,7	
Blackbaud Inc	16,3	14,4	13,5	19,3	17,0	15,7	32,7	28,6	26,4
Nuance Communications Inc.	11,0	10,0	10,4	15,0	13,7	12,0	15,8	14,5	13,3
Sap AG	11,4	10,7	9,6	12,6	11,5	10,7	17,5	16,0	14,7
Microsoft Corporation	9,4	8,8	8,2	11,0	9,8	9,0	16,8	14,7	13,3
Google Inc	13,5	11,3	9,5	16,2	13,3	11,1	22,7	19,0	16,1
CommVault Systems Inc.	12,5	10,5	9,1	13,1	11,1	9,5	26,9	23,2	20,0
Oracle Corporation	8,5	7,7	7,7	8,7	8,2	7,8	12,9	11,9	11,1
Media	11,7	10,5	9,6	13,5	12,0	10,6	20,2	17,9	16,5

Fonte: Infincials.

L'equity value di Expert System calcolato con la metodologia dei multipli risulta pari a €41 mln. Abbiamo considerato gli stessi multipli medi anche per AdmantX, arrivando ad un valore dell'equity di €6.7 mln; la quota di valore attribuibile ad Expert System, pari al 69,42%, risulta quindi di €4,6 mln.

Il fair value complessivo

Per il calcolo del fair value complessivo abbiamo quindi effettuato una media aritmetica semplice attribuendo un peso paritetico alle diverse metodologie, andando poi a sommare per ciascuna di esse il valore di ADmantX.

Fig. 21 – Definizione del range dei valori

Equity Value	€/000
Expert System stand alone DCF	47328
Expert System stand alone Multipli	41036
Media	44182
Admantix (69,42%)	4580
Equity Value totale	48763
Equity value per azione	2,22

Fonte: elaborazione Integrae SIM

Il valore della Expert System inclusa la società ADmantX, risulta quindi di €48,7 mln. Iniziamo pertanto la copertura del titolo con un rating Buy, target price di €2.22 per azione e risk medium.

**Disclosure Pursuant to Article 69 ET SEQ. of Consob (Italian Securities % Exchange Commission) Regulation
No. 11971/1999**

Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. INTEGRAE 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 scurrent Associazione Italiana Analisti Finanziari – AIAF, Board Member, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB and member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV.

Disclaimer

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

INTEGRAE SIM SpA performs the role of 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 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 INTEGRA SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Conflicts of interest, including potential conflicts and related organizational measures are set forth in this disclaimer section.

Rating system

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

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

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

The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice.

Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.