

| | | | | |
|---------------------------|---|--------------|------------------------|--------------------|
| EXPERT SYSTEM | <i>update</i> | <i>Italy</i> | <i>FTSE AIM Italia</i> | <i>Technology</i> |
| Rating: HOLD (Buy) | Target Price: € 3,39 (previous € 2,01) | | Risk: Medium | (Unchanged) |

| Stock Performance | 1M | 3M | 6M | 1Y |
|--------------------|-------|--------|--------|--------|
| Absolute | 21,5% | -8,0% | 119,7% | 169,4% |
| vs FTSE AIM Italia | 22,6% | -18,4% | 111,7% | 154,5% |
| vs FTSE All-Share | 26,3% | -4,5% | 123,5% | 173,9% |

| Stock Data | |
|-------------------|------------|
| Price | € 3,34 |
| Bloomberg Code | EXSY IM |
| Market Cap (€m) | 133,4 |
| EV (€m) | 142,2 |
| Free Float | 67,87% |
| Share Outstanding | 39.935.671 |
| 52-week high | € 3,80 |
| 52-week low | € 1,12 |
| Company Agenda | n.a. |

| Key Financials (€m) | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|
| Value of production | 40,1 | 44,1 | 50,7 | 54,2 |
| EBITDA | 5,3 | 7,1 | 12,7 | 14,1 |
| EBIT | -2,9 | -1,4 | 3,7 | 4,3 |
| Net Profit | -4,4 | -0,9 | 3,5 | 4,0 |
| EPS | n.a. | n.a. | 0,09 | 0,10 |
| EBITDA margin | 13,3% | 16,0% | 25,1% | 26,0% |
| EBIT margin | n.m. | n.m. | 7,3% | 7,9% |

| Main Ratios | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| EV/EBITDA | 26,6 x | 20,1 x | 11,2 x | 10,1 x |
| EV/EBIT | n.m. | n.m. | 38,4 x | 33,1 x |
| P/E | n.m. | n.m. | 38,1 x | 33,3 x |
| NFP/EBITDA | 1,3 x | 1,4 x | 0,8 x | 0,6 x |

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

1H19 Results

I risultati del 1H19 sono inferiori rispetto alle nostre stime in termini di redditività e non in grado di supportare le stesse per il FY19. Sostanzialmente in linea invece il fatturato. Il VdP risulta in flessione del 3,1% YoY a €15,4 mln (estero 58% dal 54% del 1H18). Positivi risultano i ricavi da licenze recurring che rappresentano il 91% dei ricavi da licenza (79% nel 1H18). L'Ebitda è negativo per €0,43 mln (positivo per €0,07 mln nel 1H18) per effetto sia della eccezionale crescita dei ricavi avvenuta nel corso del 1H18 rispetto alla media storica, sia al rallentamento di alcuni accordi di vendita in Italia dovuti all'incertezza politica ed economica nel corso del 1H19.

Le stime 2019-22E

A seguito dei risultati del 1H19, abbiamo rivisto al ribasso le nostre stime per il 2019-20E (invariate quelle del 2021-22E). Per il 2019 ci aspettiamo un fatturato sostanzialmente in linea con le nostre stime e un Ebitda del 30,3% inferiore, a €5,3 mln (l'indicazione della società contenuta nel comunicato stampa del 27/9, stima un Ebitda tra €5/6 mln). L'intero esercizio risulta inoltre influenzato dai maggiori investimenti rispetto a quelli stimati legati soprattutto allo sviluppo della rete commerciale negli USA. Per lo stesso motivo abbiamo lasciato sostanzialmente invariato il fatturato del 2020E e ridotto l'Ebitda del 29,8% a €7,1 mln. Grazie alla crescita delle licenze recurring al 91%, riteniamo che la produzione di cassa, diventi maggiormente significativa nel corso del biennio. Invariate le stime per il 2021-22E. Il Management sta lavorando alla redazione del nuovo piano industriale 2020-2022E che sarà presentato con le relative Strategic Guidelines nel corso dei prossimi mesi.

Valuation Update

Abbiamo valutato Expert System sulla base del DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Per il calcolo dell'equity attraverso il DCF abbiamo escluso, contrariamente dalle note precedenti, il premio per il rischio suppletivo dovuto alla minore liquidità rispetto ai peers, pari al 2,5%, grazie alla capitalizzazione raggiunta dalla società (€ 130 mln circa) e la media del numero di titoli scambiati giornalmente (oltre 1 mln). L'equity value medio di Expert System utilizzando i multipli risulta essere pari a 174,2 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 €130,7 mln. Diversamente dal DCF, abbiamo prudenzialmente lasciato invariato lo sconto del 25%, visto che i comparables indicati hanno capitalizzazione comprese tra €1,4 bn (Imperva) e €633 bn (Alphabeh Inc), decisamente maggiori rispetto ad Expert System. **Rating Hold (da Buy), target price €3,39 (da €2,01), risk medium (invariato).**

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

| CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln) | FY17A | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E | FY22E |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Sales | 25,60 | 28,70 | 33,94 | 38,50 | 46,46 | 50,18 |
| Other Revenues | 7,21 | 6,80 | 6,20 | 5,56 | 4,24 | 4,02 |
| Value of Production | 32,81 | 35,50 | 40,14 | 44,06 | 50,70 | 54,20 |
| Total Costs | 31,76 | 30,86 | 34,80 | 37,00 | 38,00 | 40,10 |
| EBITDA | 1,05 | 4,64 | 5,34 | 7,06 | 12,70 | 14,10 |
| <i>EBITDA Margin</i> | 4,1% | 16,2% | 15,7% | 18,3% | 27,3% | 28,1% |
| D&A | 7,54 | 7,87 | 8,20 | 8,50 | 9,00 | 9,80 |
| EBIT | -6,49 | -3,23 | -2,86 | -1,44 | 3,70 | 4,30 |
| <i>EBIT Margin</i> | -25,4% | -11,2% | -8,4% | -3,7% | 8,0% | 8,6% |
| Financial Management | -2,19 | 0,10 | -0,50 | -0,30 | -0,20 | 0,20 |
| EBT | -8,68 | -3,13 | -3,36 | -1,74 | 3,50 | 4,50 |
| Taxes | -0,35 | 0,65 | 1,00 | -0,80 | 0,00 | 0,50 |
| Net Profit | -8,34 | -3,78 | -4,36 | -0,94 | 3,50 | 4,00 |

| CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln) | FY17A | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E | FY22E |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Total Assets | 21,56 | 20,02 | 16,32 | 18,22 | 18,22 | 18,22 |
| Account receivable | 12,38 | 15,79 | 18,00 | 21,00 | 24,50 | 26,45 |
| Inventories | 0,10 | 0,11 | 0,11 | 0,12 | 0,13 | 0,14 |
| Account payable | 3,09 | 3,04 | 3,40 | 3,80 | 4,20 | 4,80 |
| Operating Working Capital | 9,39 | 12,86 | 14,71 | 17,32 | 20,43 | 21,79 |
| Other Receivable | 6,60 | 5,90 | 7,00 | 8,20 | 9,80 | 10,90 |
| Other Payable | 7,44 | 7,79 | 8,60 | 9,30 | 10,10 | 10,80 |
| Net Working Capital | 8,55 | 10,97 | 13,11 | 16,22 | 20,13 | 21,89 |
| Total Provisions | 2,05 | 3,51 | 4,63 | 6,64 | 10,55 | 13,31 |
| NET INVESTED CAPITAL | 28,07 | 27,48 | 24,80 | 27,80 | 27,80 | 26,80 |
| Equity | 19,28 | 15,08 | 17,80 | 17,80 | 17,80 | 17,80 |
| Cash and cash equivalent | (11,79) | (4,81) | (11,00) | (8,00) | (6,00) | (6,00) |
| Short-Term Financial debt | 5,89 | 2,41 | 2,00 | 3,00 | 2,00 | 2,00 |
| ML Term Financial Debt | 14,68 | 14,81 | 16,00 | 15,00 | 14,00 | 13,00 |
| Net Financial Position | 8,79 | 12,40 | 7,00 | 10,00 | 10,00 | 9,00 |
| TOTAL SOURCES | 28,07 | 27,48 | 24,80 | 27,80 | 27,80 | 26,80 |

| CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln) | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E | FY22E |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| EBIT | (3,23) | (2,86) | (1,44) | 3,70 | 4,30 |
| Taxes | 0,65 | 1,00 | (0,80) | 0,00 | 0,50 |
| NOPAT | (3,88) | (3,86) | (0,64) | 3,70 | 3,80 |
| D&A | 7,87 | 8,20 | 8,50 | 9,00 | 9,80 |
| Change in receivable | (3,41) | (2,21) | (3,00) | (3,50) | (1,95) |
| Change in inventories | (0,01) | (0,00) | (0,01) | (0,01) | (0,01) |
| Change in payable | (0,05) | 0,36 | 0,40 | 0,40 | 0,60 |
| Change in OWC | (3,47) | (1,85) | (2,61) | (3,11) | (1,36) |
| Other Changes | 1,05 | (0,29) | (0,50) | (0,80) | (0,40) |
| Change in Provision | 1,46 | 1,13 | 2,01 | 3,91 | 2,76 |
| OPERATING CASH FLOW | 3,03 | 3,33 | 6,76 | 12,70 | 14,60 |
| Investments | (6,32) | (5,00) | (10,40) | (9,00) | (9,80) |
| FREE CASH FLOW | (3,29) | (1,67) | (3,64) | 3,70 | 4,80 |
| Financial Management | 0,10 | (0,50) | (0,30) | (0,20) | 0,20 |
| Change in Payable to Banks | (3,36) | 0,78 | 0,00 | (2,00) | (1,00) |
| Change in Equity | 10,16 | (4,02) | 6,94 | (1,50) | (5,00) |
| FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE) | 3,61 | (5,41) | 3,00 | 0,00 | (1,00) |

Source: Expert System and Integrae SIM estimates

1.1 1H19 results

I risultati del 1H19 sono inferiori rispetto alle nostre stime in termini di redditività e non in grado di supportare le stesse per il FY19. Sostanzialmente in linea invece il fatturato.

Il valore della produzione risulta in contrazione del 3,1% YoY a €15,4 mln. I ricavi conseguiti all'estero rappresentano il 58% dei ricavi totali (54% al 30 giugno 2018) e in particolare il 35% sono generati in Europa e il 23% in USA. In valore assoluto i ricavi esteri sono sostanzialmente stabili. Da segnalare la positiva crescita in Francia, frutto delle attività di riorganizzazione degli anni passati, e nel Regno Unito, a conferma della progressiva penetrazione del mercato locale. Particolarmente positivi risultano i ricavi da licenze recurring che rappresentano al 30 giugno 2019 il 91% del totale dei ricavi da licenza contro il 79% del 1H18. L'incremento è molto significativo in quanto rende più stabili i flussi di ricavi e i flussi di cassa.

L'Ebitda è negativo per €0,43 mln (positivo per €0,07 mln nel 1H18). La flessione è da ricondurre sia alla eccezionale crescita dei ricavi avvenuta nel corso del 1H18 rispetto alla media storica, sia al rallentamento della definizione di alcuni accordi di vendita sul mercato italiano dovuti al clima di forte incertezza politica ed economica che ha caratterizzato il nostro paese nel corso del 1H19.

La PFN, pari a €5,7 mln, migliora nettamente rispetto al FY18 (€12,4 mln), grazie soprattutto all'aumento di capitale riservato a favore di Ergo Srl che ha consentito l'incasso di €7 mln. Segnaliamo inoltre che la società ha cominciato a produrre cassa (€0,2 mln) evento particolarmente importante alla luce degli ingenti investimenti effettuati (oltre €5 mln).

1.2 La revisione delle stime

A seguito dei risultati del 1H19, abbiamo rivisto le nostre stime per il 2019-20E (invariate quelle del 2021-22E), come di seguito indicato:

Table 2 – La revisione delle stime 2019-20E

| € mln | 2019 | | | 2020 | | |
|---------------------|------|------|--------|------|------|--------|
| | Old | New | Var % | Old | New | Var % |
| Value of production | 40,4 | 40,1 | -0,7% | 45,3 | 44,1 | -2,7% |
| Ebitda | 7,7 | 5,3 | -30,3% | 10,1 | 7,1 | -29,8% |
| Ebit | -0,5 | -2,9 | n.m. | 1,4 | -1,4 | n.m. |

Source: Integrae SIM estimates

Per il 2019E ci aspettiamo un fatturato sostanzialmente in linea con le nostre stime precedenti, e un Ebitda del 30,3% inferiore a €5,3 mln (l'indicazione della società contenuta nel comunicato stampa del 27/9, stima un Ebitda tra €5/6 mln). L'intero esercizio risulta influenzato dai maggiori investimenti rispetto a quelli stimati legati soprattutto allo sviluppo della rete commerciale negli USA.

Per lo stesso motivo abbiamo lasciato sostanzialmente invariato il fatturato del 2020E e ridotto l'Ebitda del 29,8% a €7,1 mln.

Il Management sta lavorando alla redazione del nuovo piano industriale 2020-2022E che sarà presentato, con le relative Strategic Guidelines, nel corso dei prossimi mesi.

Grazie alla crescita delle licenze recurring al 91%, riteniamo che la produzione di cassa, diventi maggiormente significativa lungo tutto il periodo di stima.

1.3 I riconoscimenti internazionali e i principali eventi del 1H19

Anche nel primo semestre del 2019, Expert System ha ricevuto importanti riconoscimenti internazionali. Tra questi segnaliamo:

- **20 giugno:** Importante traguardo nel campo dell'intelligenza artificiale grazie ai progressi legati all'integrazione di knowledge graph e machine learning: i risultati delle attività di R&D, avallati dal più ampio studio empirico sull'argomento realizzato fino ad oggi (e pubblicati sulla rivista Semantic Web), definiscono un nuovo stato dell'arte delle tecnologie di intelligenza artificiale, a conferma dell'unicità di Cogito®.
- **4 giugno:** Expert System partecipa con un intervento, assieme ad IBM, Microsoft e altri esperti del settore, al convegno "Intelligenza Artificiale e Big data: strumenti per la Digital Transformation della Pubblica Amministrazione. Prospettive Europee e scenari di sviluppo territoriali."
- **18 aprile:** potenziato il programma di training e certificazione sulla piattaforma di intelligenza artificiale Cogito® per garantire ai partner un percorso formativo ancora più proficuo.
- **12 aprile:** Expert System partecipa all'undicesima edizione di CyCon, International Conference on Cyber Conflict (Tallinn, Estonia). Organizzata dalla NATO Cooperative Cyber Defence Centre of Excellence, è fra i più rilevanti appuntamenti internazionali dedicati al settore della difesa cyber, a cui partecipano decision maker, esperti in ambito legale e tecnologico, aziende private e organizzazioni militari e governative.
- **19 marzo:** Presentata Cogito® 14.4: la nuova versione della piattaforma di intelligenza artificiale di Expert System rende ancora più veloce l'acquisizione di nuove conoscenze attraverso il knowledge graph, migliora la fase di apprendimento automatico (machine learning), e aggiunge intelligenza all'automazione dei processi (Robotic Process Automation, RPA).
- **11 marzo:** Expert System si conferma al top nella gestione della conoscenza, aggiudicandosi il prestigioso riconoscimento "100 Companies That Matter in Knowledge Management", assegnato da analisti, esperti e giornalisti della rivista americana KMWorld.
- **26 gennaio:** Expert System fra i protagonisti nell'ambito della rassegna Applied Machine Learning Days (AMLDD), organizzata da EPFL, École Polytechnique Fédérale de Lausanne, conferenza internazionale interamente dedicata alle tecnologie linguistiche.
- **10 gennaio:** AXA XL Risk Consulting (Gruppo AXA) punta sull'intelligenza artificiale e sceglie Cogito® per potenziare le proprie capacità nel Property Risk Engineering. Un'altra storia di successo a conferma del valore unico dell'AI per l'ottimizzazione dei processi di business basati sulla conoscenza.

1.4 Il lavoro del 2H19

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 nel secondo semestre. In particolare:

- **17 settembre:** anche nel 2019, e per il terzo anno consecutivo, Expert System si attesta fra le 15 aziende top nel mondo della ricerca e dell'analisi delle informazioni, ottenendo da Gartner il più prestigioso riconoscimento a livello mondiale dedicato a questo ambito: il Gartner Magic Quadrant for Insight Engines.

- **16 settembre:** definito il programma della terza edizione del “Cogito AI Day”, la Conferenza di Expert System dedicata alle applicazioni e ai vantaggi dell’AI, che vedrà la partecipazione di Francesco Caio, Presidente di Saipem, Marco Varone, Presidente e CTO di Expert System, Mike Gualtieri, VP & Principal Analyst di Forrester Research, e il coinvolgimento di Unipol, Illimity Bank e Regione Emilia Romagna, solo per citare alcuni testimonial.
- **12 settembre:** Cogito si attesta fra le migliori tecnologie in ambito assicurativo, conquistando la fiducia degli esperti di Intelligent Insurer, punto di riferimento in UK per l’eccellenza e l’innovazione tecnologica, con particolare riferimento alle soluzioni di intelligenza artificiale (“15 ways technology is transforming insurance—and five to watch”).
- **26 luglio:** annunciata la collaborazione con Swiss Re basata sull’utilizzo di Cogito per gestire processi ad “alta intensità di informazione”. Ancora una volta, le avanzate funzionalità di Cogito e la capacità di comprendere il linguaggio naturale (NLU – Natural Language Understanding) si attestano come leva strategica per il business.
- **23 luglio:** Expert System entra nel mondo di cinema e tv grazie all’implementazione di Cogito nell’ontologia sviluppata da MovieLabs, l’associazione di R&D (senza scopo di lucro) fondata dai principali studi cinematografici di Hollywood per adeguare e creare infrastrutture rivolte a uno scenario di mercato sempre più orientato verso l’utilizzo dei dati.
- **9 luglio:** nuova partnership con Datlas, società di Business Process Outsourcing che ha scelto l’intelligenza artificiale Cogito per consolidare la propria offerta di Intelligent Process Automation.

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

Table 3 – WACC

| WACC | | 4,29% |
|----------------|--------------------------------|-------|
| Risk Free Rate | 1,45% α (specific risk) | 0,00% |
| Market Premium | 9,02% Beta Adjusted | 0,80 |
| D/E (average) | 122,22% Beta Relevered | 1,50 |
| Ke | 8,66% Kd | 1,00% |

Source: Integrae SIM

Table 4 – DCF Valuation

| DCF Equity Value | | 140,1 |
|-------------------------|--------------|-------------|
| FCFO actualized | 8,1 | 5% |
| TV actualized DCF | 144,5 | 95% |
| Enterprise Value | 152,5 | 100% |
| NFP (FY18A) | 12,4 | |

Source: Integrae SIM

Con le nostre stime ed assunzioni, ne risulta un **equity value di €140,1 mln.** Per il calcolo dello stesso abbiamo escluso, contrariamente dalle note precedenti, il premio per il rischio supplementivo dovuto alla minore liquidità rispetto ai peers (pari al 2,5%) grazie alla capitalizzazione raggiunta dalla società (€ 130 mln circa), nonché alla media del numero di titoli trattati giornalmente (oltre 1 mln).

Table 5 – 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% | 1624,0 | 596,5 | 363,9 | 261,1 | 203,0 | 165,7 | 139,6 |
| | 2,0% | 596,7 | 364,1 | 261,3 | 203,2 | 165,8 | 139,8 | 120,6 |
| | 1,5% | 364,3 | 261,4 | 203,4 | 166,0 | 140,0 | 120,7 | 105,9 |
| | 1,0% | 261,6 | 203,6 | 166,2 | 140,1 | 120,9 | 106,1 | 94,4 |
| | 0,5% | 203,7 | 166,4 | 140,3 | 121,1 | 106,3 | 94,6 | 85,0 |
| | 0,0% | 166,6 | 140,5 | 121,3 | 106,5 | 94,7 | 85,2 | 77,3 |
| | -0,5% | 140,7 | 121,5 | 106,7 | 94,9 | 85,4 | 77,4 | 70,7 |

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.

Table 6 – Market Multiples

| Company | EV/Sales | | | | EV/Ebitda | | | | EV/Ebit | | | | P/E | | | |
|----------------------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
| Splunk Inc. | 7,8 | 6,4 | 5,3 | | 48,2 | 35,4 | 26,9 | | 54,9 | 39,7 | 28,4 | | 67,2 | 54,5 | 40,2 | 32,9 |
| Proofpoint Inc. | 7,4 | 6,1 | 5,1 | 4,1 | 44,1 | 33,1 | 26,5 | | 57,5 | 43,5 | 32,8 | | 73,7 | 58,0 | 45,5 | 29,8 |
| Qualys Inc. | 9,5 | 8,2 | 7,1 | 5,8 | 24,2 | 20,8 | 17,3 | 14,8 | 30,1 | 26,0 | 22,1 | 20,6 | 41,3 | 37,0 | 31,5 | 26,8 |
| Adobe Systems Incorporated | 12,5 | 10,6 | 9,2 | 8,1 | 27,6 | 22,9 | 20,1 | 18,4 | 31,3 | 25,6 | 21,6 | 18,9 | 36,3 | 29,3 | 24,5 | 21,6 |
| salesforce.com, inc. | 7,1 | 5,7 | 4,8 | 4,3 | 26,1 | 22,4 | 20,3 | 16,3 | 42,9 | 32,0 | 24,3 | 20,3 | 54,4 | 49,8 | 39,5 | 31,0 |
| Open Text Corporation | 4,2 | 4,1 | | | 10,9 | 10,4 | | | 11,8 | 11,4 | | | 14,0 | 13,4 | 13,0 | |
| Alphabet Inc. | 4,3 | 3,6 | 3,1 | 2,7 | 11,7 | 10,1 | 8,7 | 7,4 | 19,6 | 16,3 | 14,0 | 12,5 | 24,1 | 21,4 | 18,6 | 15,2 |
| Oracle Corporation | 5,1 | 4,9 | 4,8 | | 10,6 | 10,3 | 10,1 | | 11,5 | 11,2 | 10,7 | | 14,1 | 13,0 | 12,5 | |
| Average | 7,2 | 6,2 | 5,6 | 5,0 | 25,4 | 20,7 | 18,6 | 14,2 | 32,5 | 25,7 | 22,0 | 18,1 | 40,6 | 34,6 | 28,2 | 26,2 |

Source: Infiniticals

L'equity value medio di Expert System utilizzando i market multiples indicati risulta essere pari a €174,2 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 €130,7 mln. Diversamente dal DCF, abbiamo prudenzialmente lasciato invariato lo sconto del 25% rispetto ai peers visto che i comparables indicati hanno capitalizzazioni comprese tra €1,4 bn (Imperva) e €633 bn (Alphabeh Inc), e quindi decisamente maggiori rispetto ad Expert System.

2.3 Equity Value

Table 7 – Equity Value

| | |
|-------------------------------------|--------------|
| Average Equity Value (€/mln) | 135,4 |
| Equity Value DCF (€/mln) | 140,1 |
| Equity Value multiples (€/mln) | 130,7 |
| Target Price (€) | 3,39 |

Source: Integrae SIM

La media delle due valutazioni, pari a €3,39 (da €2,01) costituisce il nostro target price. Ai prezzi attuali la nostra raccomandazione è quindi Hold (da Buy). Invariato il 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 |
| 11/4/2019 | | Buy | 2,01 | Medium | FY18 Results |

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 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 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) 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.