

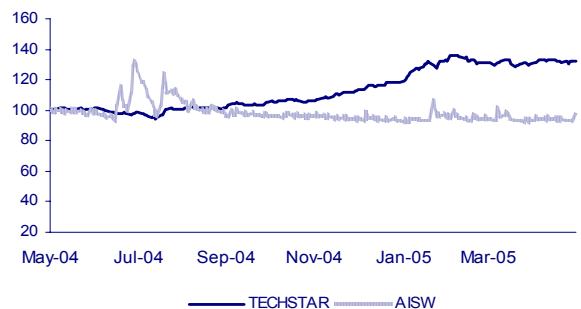
AI Softw@re

Fair value: N.A.

Risultati 1Q'05

Last close €1,14

Dati Euro (mln)	2004	2005E	2006E
Sales	20.3	24.1	25.6
Ebitda	0.4	3.0	4.3
Ebit adj	-3.5	0.8	2.0
EPS	-0.53	-0.02	0.03
EV/Sales	1.1 x	1.0 x	0.9 x
EV/Ebitda	51.8 x	7.7 x	5.5 x
EV/Ebit adj	nm	28.4 x	11.5 x
P/E	nm	nm	38.5 x
No. Shares (mln)	14.7		
Market Float	84%		
Market Cap	16.1		
Bloomberg	AISW IM		
RealTick	AISW.MIL		



	1m	3m	12m
Rel. Perf. vs Mibtel	-6%	-10%	9%

A capital increase while waiting for the merger

- I ricavi registrano nel 1Q'05 un calo del -4% a €4,1 mln, mentre ancor più pesante è la contrazione del VOP a €4,4 mln (-20% rispetto al 1Q'04). Il breakdown dei ricavi sul 1Q'05 mostra la contrazione delle unità Financial Solutions (-32% a €1,6 mln) e Professional Services (-43% a €0,6 mln), non compensata dalla sostanziale tenuta di Tech&Solutions (-2% a €0,9 mln) e dalla forte performance di Medical Solutions (+39% a €1,2 mln). Il corretto controllo della struttura dei costi ha permesso ad AISW di migliorare la redditività, con il raggiungimento del break-even per l'EBITDA e un EBIT di €-0,7 mln (€-1,4 mln nel 1Q'04). A marzo'05 AISW ha una NFP di €-6,5 mln (€-6,8 mln a dicembre'04).
- Nel mese di aprile'05 l'assemblea straordinaria ha approvato un aumento di capitale, da realizzarsi attraverso un'operazione di *equity line*, tramite emissione di un numero massimo di 1.408.896 nuove azioni in più tranches successive per un ammontare massimo di €2 mln. Esso contribuirà al riequilibrio della struttura patrimoniale, necessaria alla realizzazione di iniziative di aggregazione societaria. La prima tranche di emissione si è conclusa con la sottoscrizione di n. 570.000 nuove azioni al prezzo di €1,141 per az. corrispondente a €0,65 mln di mezzi freschi.
- Rivediamo al rialzo le stime per il FY'05, in accordo con la *guidance* del management, con un VOP'05 in crescita del 5,5% ad €24,7 mln (rispetto alla precedente stima di €24,5 mln), ed EBITDA'05 pari a €3 mln (dal precedente €2,7 mln). AISW attualmente quota a multipli EV/Sales'06 di 0,9x ed EV/EBITDA'06 di 5,5x. Sospendiamo il giudizio di *fair value* in attesa della definizione del piano industriale conseguente alla fusione di AISW con Abaco.

Analyst: Ilenia Osimi
 Tel. +39-02-802314619
 ilenia.osimi@twicetrade.it

1 giugno 2005

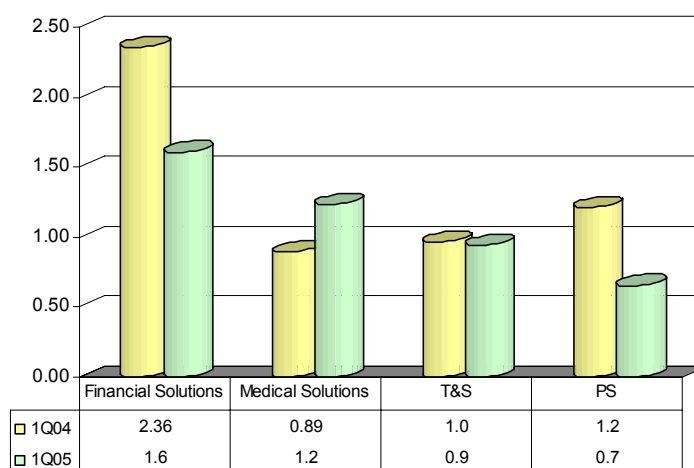


Commento ai risultati

Il 1Q'05 si chiude con una contrazione, rispetto all'analogo periodo dell'anno precedente, del -4% dei ricavi a €4,1 mln (€4,2 mln nel 1Q'04), mentre ancora più consistente risulta il calo del VOP, che si attesta a €4,4 mln vs €5,5 mln del 1Q'04 (-20% yoy). I risultati riportati sono da ascrivere alla debolezza congiunturale che sta attraversando il mercato IT ormai da qualche anno.

Il breakdown delle sales per il trimestre appena concluso, evidenzia una forte riduzione dei ricavi per la b.u. Financial Solutions (-32% a €1,6 mln) e Professional Services (-43% a €0,6 mln), non compensata dalla sostanziale tenuta di Tech&Solutions (-2% a €0,9 mln) e dalla forte performance di Medical Solutions (+39% a €1,2 mln), ottenuta grazie all'ampliamento dell'offerta verso il mercato USA.

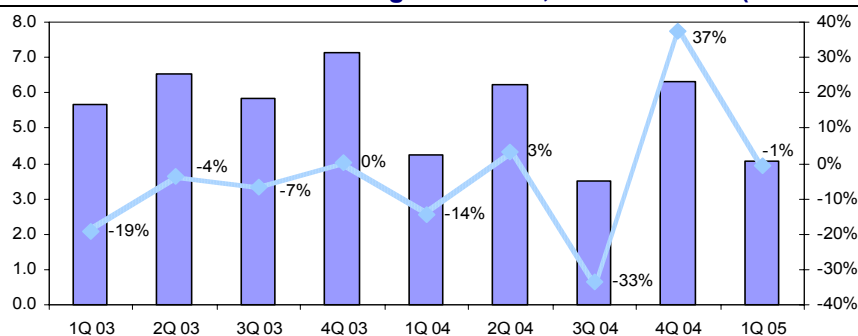
Grafico 1 Breakdown del fatturato per b.u. 1Q'04 vs.1Q'05 (€ mln)



Fonte: Twice Sim, AISW

La ricerca di una maggiore efficienza operativa, realizzata attraverso un programma di riduzione dei costi esterni (€1,7 mln vs. €3 mln del 1Q'04) e del lavoro (€2,6 mln, con un incidenza sul fatturato che passa dal 73% del 1Q'04 al 64% del 1Q'05) ha prodotto i suoi effetti sulla marginalità di AISW, con un EBITDA che raggiunge il break-even (+97% yoy) e un EBIT che, seppur negativo per €-0,7 mln, risulta in netto miglioramento rispetto al 1Q'04 (€-1,4 mln, +48%). L'EBT si attesta a €-1,25 mln, risultato più che soddisfacente se si considerano gli oneri straordinari (€0,25 mln) sostenuti nel trimestre a fronte delle ultime riduzioni del personale. Il 1Q'05 si chiude con una perdita per €-1,3 mln rispetto a €-1,7 mln del 1Q'04.

La posizione finanziaria netta a marzo'05 migliora di €0,3 mln rispetto al FY'04 attestandosi ad €-6,5 mln, soprattutto a seguito della riduzione dell'attivo immobilizzato.

**Grafico 2. Evoluzione ricavi e margini EBITDA, 1Q'03 – 1Q'05 (€ mln e %)**

Fonte: Twice Sim, AISW

Nel mese di aprile'05 l'assemblea straordinaria degli azionisti di AISW ha deliberato un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione, tramite emissione di un numero massimo di 1.408.896 nuove azioni ordinarie (e quindi per un valore nominale complessivo di €0,73 mln). Contestualmente è stato concluso un contratto di *step-up equity offering* con Twice Sim che si impegna a sottoscrivere in più tranches distinte le azioni di nuova emissione con le seguenti modalità:

- Durata: entro e non oltre 12 mesi dalla data della delibera assembleare stessa;
- Ammontare: fino a un massimo di €2 mln e senza vincolo di *lock-up* sulle azioni;
- Prezzo di sottoscrizione: prezzo medio ponderato, calcolato sulla base dei volumi negoziati del titolo AISW sul mercato, nel corso di un periodo di osservazione (determinato in funzione della dimensione dell'emissione e della liquidità del titolo e comunque pari a max 20 giorni).

La prima tranche, relativa a tale aumento di capitale, si è conclusa nel mese scorso con l'emissione da parte di AISW di n. 570.000 nuove azioni, sottoscritte al prezzo di €1,141 per azione (di cui €0,52 nominali).

L'operazione di *equity line* è uno strumento flessibile che permette ad AISW di lanciare le singole tranches di emissione in base alle proprie esigenze finanziarie e alle condizioni di mercato. Con tale operazione AISW intende reperire i mezzi finanziari necessari, da un lato, alla razionalizzazione della propria struttura e dei propri processi aziendali e, dall'altro, alla realizzazione di progetti di aggregazione societaria che migliorino il posizionamento del gruppo sul mercato.

Revisione delle stime

Alla luce dei risultati emersi dal 1Q'05 e della revisione della *guidance* del management abbiamo deciso di rivedere le stime per il FY'05. Ipotizziamo una crescita del VOP'05 del 5,5% ad €24,7 mln (rispetto alle



precedente stima di €24,5 mln), in accordo con la *guidance* del management ed un EBITDA'05 pari a €3 mln dal precedente €2,7 mln.

Ipotizziamo una crescita yoy delle Sales'05 del 4,4% a €9,1 mln nell'unità Financial Solutions, grazie al lancio di una nuova versione del prodotto "Pratica elettronica di Fido" su piattaforma WebSphere di IBM. Questa nuova soluzione, già acquistata dal gruppo Unicredit, permette agli istituti di credito di dotarsi di uno strumento di Credit Risk Management, in grado di presidiare e misurare il rischio di credito in coerenza con i nuovi standard di Basilea2.

L'unità Medical Solutions proseguirà la crescita nelle applicazioni soprattutto radiologiche, grazie anche ad un nuovo progetto per un primario ente ospedaliero statunitense: stimiamo ricavi in crescita del +6% a €6 mln.

Ipotizziamo, inoltre, un riequilibrio della struttura patrimoniale, realizzata attraverso l'emissione delle successive tranches di azioni nell'ambito del programma di *equity line*.

Nell'elaborazione delle nostre stime non abbiamo tenuto conto dell'operazione di fusione per incorporazione di Abaco Information Services in AISW, che sarà sottoposta all'approvazione dell'assemblea straordinaria delle due società entro il 31 giugno 2005.

Resta perciò l'attesa di maggiori elementi circa il piano industriale della nuova realtà derivante dalla fusione, in mancanza dei quali sospendiamo il giudizio di *fair value*.

Questa ricerca è prodotta da TWICE SIM S.p.A. Ai sensi dell'articolo 69 del regolamento Consob n. 11971/99 si evidenzia che TWICE SIM S.p.A. ha un proprio specifico interesse riguardo all'emittente, agli strumenti finanziari ed alle operazioni finanziarie oggetto di analisi derivante dalla prestazione di servizi di finanza aziendale, dal ruolo di Specialist sul Nuovo Mercato per la Società AISOFTWARE, nonché dalla detenzione di posizioni lunghe o corte sullo strumento finanziario oggetto di analisi o dall'effettuazione di transazioni sullo stesso. La ricerca si basa su informazioni e dati ritenuti affidabili e provenienti dalla società oggetto di analisi o da altre fonti ritenute attendibili. La ricerca è divulgata a solo scopo informativo e pertanto non costituisce parte e non può in alcun modo essere considerata come offerta di vendita o di sottoscrizione o di scambio, o come sollecitazione di qualsiasi genere all'acquisto, alla sottoscrizione o allo scambio di strumenti finanziari o in genere all'investimento. TWICE SIM S.p.A. non è responsabile degli effetti derivanti dall'utilizzo della presente ricerca. In particolare TWICE SIM S.p.A., considerato anche che i rendimenti passati non sono indicativi di rendimenti futuri, non fornisce alcuna garanzia di raggiungimento degli obiettivi di investimento né assume alcuna responsabilità per eventuali inesattezze dei dati riportati e/o elaborati nella ricerca. E' vietata la riproduzione in tutto o in parte della presente ricerca senza previa autorizzazione scritta di TWICE SIM S.p.A. La presente ricerca non è destinata e non dovrà essere in alcun modo trasmessa o comunque distribuita negli Stati Uniti, in Canada, in Australia ed in Giappone, e neppure in qualsiasi altro Paese nel quale la diffusione sia consentita solo previa autorizzazione da parte delle competenti autorità. TWICE SIM S.p.A. intende dare continuità alla copertura dello strumento finanziario oggetto del presente documento ed intende produrre nuove analisi in occasione della diffusione dell'informativa contabile periodica e degli eventi societari e di mercato, ritenuti rilevanti, che si verifichino nella sfera di attività dell'emittente. TWICE SIM S.p.A. ha adottato procedure interne idonee a garantire l'indipendenza dei propri analisti finanziari e che prescrivono loro adeguate regole comportamentali.



AI Softw@re

Date	1-Jun-05
REUTERS CODE	AISW.MI
BLOOMBERG CODE	AISW IM
REALTICK CODE	AISW.MIL
Last Price	€ 1.14
# shares (mln)	14.7
Mkt Cap (€ mln)	16.1

Values per Share (€)	2001	2002	2003	2004	2005E	2006E
No. Ordinary Shares (mil)	6.8	6.8	10.2	14.1	14.7	14.7
EPS	-1.1	-3.3	-1.0	-0.5	0.0	0.0
EPS adj	-0.5	-2.1	-0.9	-0.4	0.0	0.0
CEPS	-0.1	-1.6	-0.5	-0.2	0.1	0.2
BVPS	5.7	2.4	0.5	0.1	0.1	0.2
Dividend	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Income Statement (€ mln)	2001	2002	2003	2004	2005E	2006E
Net Sales	26.4	28.4	25.1	20.3	24.1	25.6
Total Revenues	30.4	32.4	28.1	23.4	24.7	26.6
EBITDA	0.5	-5.7	-1.7	0.4	3.0	4.3
EBIT adj	-2.7	-13.8	-6.3	-3.5	0.8	2.0
EBIT	-3.6	-15.4	-7.2	-4.4	0.8	2.0
EBT	-7.2	-22.4	-10.0	-7.8	0.4	1.7
Net Income	-7.7	-22.6	-10.5	-7.5	-0.3	0.4
Net Income adj	-3.4	-14.3	-8.7	-5.3	-0.3	0.4

Balance Sheet (€ mln)	2001	2002	2003	2004	2005E	2006E
Capital Employed	40.9	30.9	19.1	11.1	12.0	14.1
Net Cash (Debt)	0.2	-11.6	-10.4	-6.8	-6.6	-7.2
Funds	1.6	2.5	3.5	2.6	3.4	4.3
Minorities	0.5	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
Net Equity	39.0	16.7	5.0	1.5	1.8	2.3

Stock Market Ratios	2001	2002	2003	2004	2005E	2006E
P/E	nm	nm	nm	nm	nm	38.5
P/CEPS	nm	nm	nm	nm	8.9	6.3
P/BVPS	0.2	0.5	2.3	10.5	9.0	7.3
EV/Sales	2.2	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	116.8	nm	nm	51.8	7.7	5.5
EV/EBIT	nm	nm	nm	nm	28.4	11.5

Profitability and Financial Ratios	2001	2002	2003	2004	2005E	2006E
EBITDA Margin (%)	2%	-20%	-7%	2%	13%	17%
EBIT adj Margin (%)	-10%	-49%	-25%	-17%	3%	8%
EBIT Margin (%)	-14%	-54%	-29%	-22%	3%	8%
Net Income Margin (%)	-29%	-80%	-42%	-37%	-1%	2%
ROE (%)	-20%	-136%	-212%	-488%	-18%	19%
D/E	0.0	0.7	2.1	4.4	3.6	3.2

Growth (%)	2001	2002	2003	2004	2005E	2006E
Sales	29%	8%	-11%	-19%	19%	6%
EBITDA	-85%	nm	nm	nm	592%	40%
EBIT adj	nm	nm	nm	nm	nm	147%
EBIT	nm	nm	nm	nm	nm	147%
EBT	nm	nm	nm	nm	nm	345%
Net Income	nm	nm	nm	nm	nm	nm