

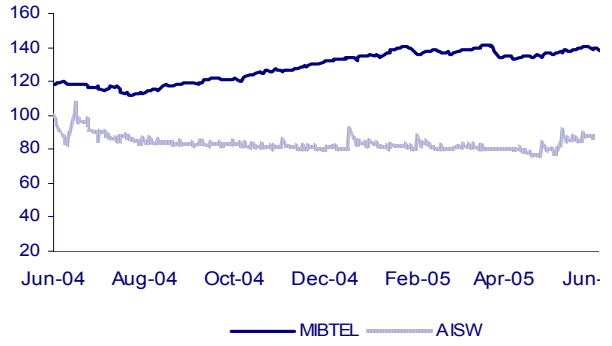
AI Softw@re

Fair value: €1,5

Risultati 2Q'05

Last close: €1,2

Dati Euro (mln)	2004	2005E	2006E
Sales	20.3	47.0	53.0
Ebitda	0.4	4.8	6.4
Ebit adj	-3.5	1.2	3.0
EPS	-0.53	-0.04	0.01
EV/Sales	1.4 x	1.1 x	1.0 x
EV/Ebitda	64.9 x	10.8 x	8.2 x
EV/Ebit adj	nm	44.3 x	17.7 x
P/E	nm	nm	182.8 x
No. Shares (mln)	15.5		
Market Float	84%		
Market Cap	16.9		
Bloomberg	AISW IM		
RealTick	AISW.MIL		
Rel. Perf. vs Mibtel			
		1m	3m
		12%	4%
			12m
			-18%



The merger with Abaco: the dawn of a new era

- Il 2Q'05 si chiude per AISW con un decremento del -26% dei ricavi a €4,8 mln. Il *breakdown* delle *sales* sul 2Q'05 mostra la contrazione soprattutto della *business area* Professional Services (-59% a €0,5 mln rispetto a €1,1 mln del 2Q'04), per effetto della riduzione dei volumi di attività, a seguito dell'azione di riorganizzazione adottata. Il corretto controllo della struttura dei costi con la riduzione, in particolare, del costo del lavoro, ha permesso ad AISW di incrementare la redditività, con un EBITDA positivo per €0,12 mln (€-0,12 mln nel 2Q'04) e un EBIT che, seppur negativo per €-0,7 mln, è in miglioramento del +60% yoy (€-1,7 mln nel 2Q'04).
- Nel mese di luglio'05 è stata approvato il progetto di fusione per incorporazione in AISW di Abaco Information Services, società specializzata nella progettazione e sviluppo di *software custom*, consulenza specialistica e integrazione di sistemi, la cui offerta si rivolge ai settori industriale, finanziario, della pubblica difesa e delle telco. L'integrazione tra le due società è finalizzata alla creazione di un gruppo economicamente e patrimonialmente solido, con dimensioni tali da qualificarsi tra i primi player sul mercato nazionale e come polo di consolidamento e aggregazione di altre realtà operanti nel mondo ICT.
- Per il gruppo risultante dalla fusione il fatturato aggregato pro-forma per il FY'04 ammonta a €41,6 mln, con un EBITDA positivo per €2,8 mln. Stimiamo che il progetto di aggregazione contribuisca ad incrementare i ricavi (+13% a €47 mln per il FY'05) e la marginalità (EBITDA *margin*'05E pari al 10% rispetto a un EBITDA *margin*'04 del 6%) attraverso l'ampliamento della massa critica e il perseguimento di una maggiore profittabilità, derivante dallo sfruttamento delle sinergie commerciali e produttive.
- Il metodo del DCF utilizzato per la valutazione della nuova realtà post-fusione, contribuisce a determinare un *fair value* di €1,5 per azione, con un *potential upside* del +28%.

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

2 settembre 2005

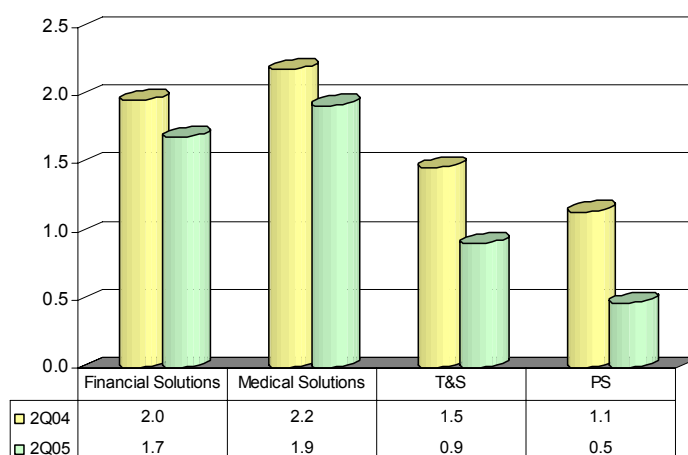


Commento ai risultati

Il 2Q'05 si chiude per AISW con risultati poco incoraggianti, in considerazione del consistente decremento dei ricavi consolidati che si attestano a €4,8 mln, in contrazione del -26% rispetto all'analogo periodo dell'anno precedente (€6,5 mln nel 2Q'04), mentre il VOP risulta in calo del -21% a €5,5 mln contro €6,9 mln del 2Q'04.

Dal *breakdown* delle sales per il trimestre appena concluso, si evince una forte riduzione dei ricavi soprattutto per la b.u. Professional Services (-59% a €0,5 mln rispetto a €1,1 mln del 2Q'04), per effetto della politica di riorganizzazione adottata a partire dal 3Q'04 che ha determinato l'uscita dal settore dei servizi professionali generici, con la conseguente riduzione dei volumi di attività. In forte riduzione risultano anche i ricavi della b.u. Tech&Solutions (-38% a €0,9 mln), mentre più lieve appare il calo del fatturato realizzato nelle b.u. Financial Solutions (-14% a €1,7 mln) e Medical Solutions (-12% a €1,9 mln).

Grafico 1. Breakdown del fatturato per b.u. 2Q'04 vs.2Q'05 (€ mln)

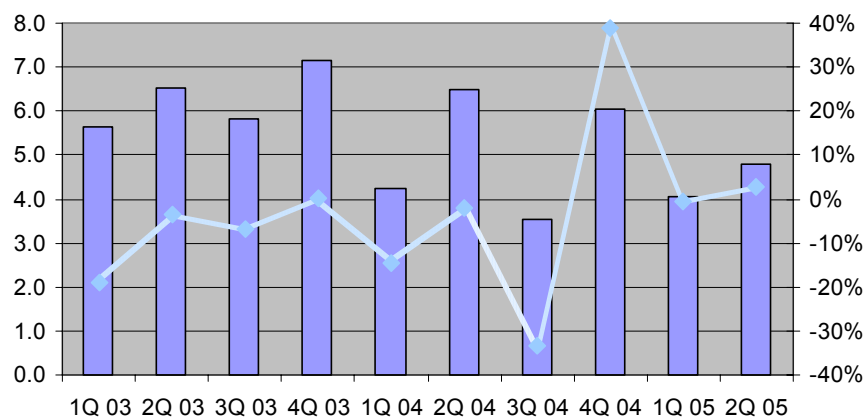


Fonte: Twice Sim, AISW

Nonostante la contrazione delle vendite, si registra nel trimestre un forte recupero in termini di marginalità del gruppo, con un EBITDA positivo per €0,12 mln, confrontato a €-0,12 mln del 2Q'04 e un EBIT che seppur negativo per €-0,7 mln è in miglioramento del +60% yoy (€-1,7 mln nel 2Q'04).

Tali risultati hanno beneficiato degli importanti processi di razionalizzazione delle attività non strategiche e riorganizzazione produttiva che hanno portato ad ingenti risparmi sui costi fissi e sui costi del personale, diminuiti del 29% (con una riduzione complessiva del personale rispetto al 2Q'04 di 95 unità).

Il 2Q'05 si chiude con un EBT pari a €-1,2 mln, in miglioramento del +57% rispetto a €-2,8 mln del 2Q'04.

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

Fonte: Twice Sim, AISW

La posizione finanziaria netta a giugno'05 si attesta ad €-6,5 mln, migliorando rispetto a €-7 mln del dicembre'04, soprattutto a seguito dei flussi finanziari derivanti dall'aumento di capitale realizzato attraverso l'operazione di *equity line*.

Nel mese di aprile'05, infatti, 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), da sottoscrivere in più tranches distinte.

L'aumento di capitale è stato completamente sottoscritto in tre tranches:

- nel maggio'05 si è completata la prima tranche con l'emissione di n. 570.000 nuove azione del valore nominale di €0,52 per az, al prezzo di emissione di €1,141 per az.
- nel giugno'05 si è completata la seconda tranche con l'emissione di n. 500.000 nuove azione del valore nominale di €0,52 per az, al prezzo di emissione di €1,135 per az.
- nel luglio'05 si è completata la terza e ultima tranche con l'emissione di n. 338.896 nuove azione del valore nominale di €0,52 per az, al prezzo di emissione di €1,1026 per az.

A seguito di tali sottoscrizioni, il capitale sociale di AISW è oggi pari a n.15.497.862 azioni, corrispondenti ad un aumento di capitale del +10% ed ad un apporto di risorse fresche pari a €1,6 mln, necessari al gruppo, da un lato, alla razionalizzazione della propria struttura e dei propri processi aziendali e, dall'altro, alla realizzazione del progetto di aggregazione societaria.

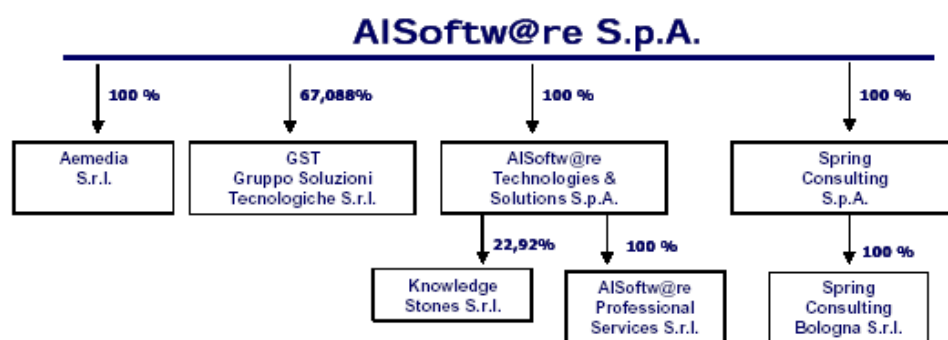


Il merger Aisoftware Abaco

Il 30 aprile i Consigli di Amministrazione di Aisoftware e Abaco Information Services hanno approvato il progetto di fusione per incorporazione di Abaco Information Services in Aisoftware, operazione che è stata approvata in luglio dalle assemblee delle due società e che sarà completata ad ottobre.

La struttura societaria del gruppo risultante dalla fusione si configura come segue:

Figura1. Struttura del gruppo post-fusione



Fonte: AISW, Abaco

Il gruppo Aisoftware

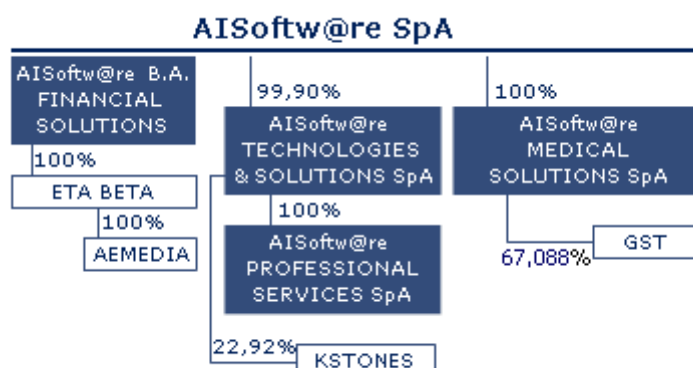
Il gruppo Aisoftware è attivo nel settore della progettazione e sviluppo di tecnologie software ad alto contenuto d'innovazione destinati ai mercati sia verticali (*finance* e *medical imaging*) che orizzontali (progetti di integrazione tecnologica).

Il processo di riassetto organizzativo e gestionale, che ha interessato il gruppo negli ultimi due anni, ha condotto AISW a focalizzarsi su tre linee di business principali, che fanno capo ad altrettante strutture dedicate:

- *Business Area Financial Solutions*, con l'offerta di prodotti e servizi per il mercato bancario/finanziario;
- *Business Area Medical Solutions*, con un'offerta al settore sanità focalizzata sullo sviluppo e la commercializzazione di software per l'integrazione dei processi clinico-diagnostici per le strutture ospedaliere pubbliche e private;
- *Business Area Technologies & Solutions e Professional Services*, con lo sviluppo di soluzioni complete, dalla creazione alla gestione, di *Enterprise Information Portal* utilizzando applicazioni proprie nel campo del *knowledge management* e del *knowledge discovery* oppure prodotti di terzi, come nel caso degli strumenti legati all'area *middleware*, *object-oriented*, *discovery* e *business intelligence*.



Figura 2. Struttura del gruppo Aisoftware

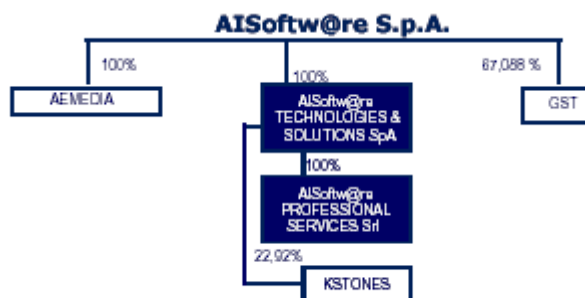


Fonte: AISW

In un'ottica di ristrutturazione organizzativa il 27 luglio l'assemblea straordinaria ha approvato la fusione per incorporazione nella capogruppo Aisoftware S.p.A. delle società Aisoftware Medical Solutions S.p.A. ed Eta Beta S.r.l., ambedue interamente possedute dalla stessa Aisoftware S.p.A. Le due società oggetto di tale fusione endogruppo non modificheranno le proprie strategie industriali e commerciali, ma saranno sviluppate come due linee di business in strutture verticalizzate e interne alla stessa capogruppo. L'operazione si inquadra in un piano di razionalizzazione strutturale del gruppo, che si pone la finalità di ridurre i costi funzionali e integrare le forze commerciali per migliorare la penetrazione nei mercati strategici di riferimento.

A seguito di tale fusione la capogruppo Aisoftware svolgerà congiuntamente le attività industriali che fanno capo alle due società controllate, con il vantaggio di poter più efficacemente attivare una direzione marketing e commerciale unica e con la possibilità di spingere azioni di *cross selling* nei confronti dei clienti strategici, di snellire la struttura e di ridurre costi e tempi dei processi decisionali.

Figura 3. Struttura del gruppo Aisoftware post fusione endogruppo



Fonte: AISW

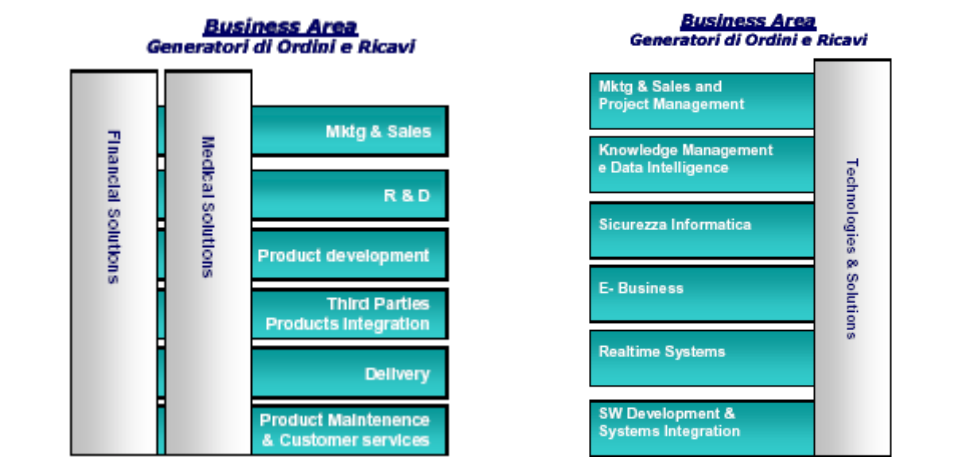
Il modello di business di AISW è basato sulla struttura a "catena del valore", con le business Area Prodotti (*Financial e Medical Solution*) che hanno la responsabilità di veicolare l'offerta di prodotti software propri, prodotti da terzi, progettazione e sviluppo di soluzioni software integrate,



servizi professionali in settori di mercato verticali. Tale struttura presenta il vantaggio di permettere una più attenta focalizzazione su prodotti di nicchia, tecnologicamente aggiornati, di fidelizzare i clienti, con l'offerta di servizi di manutenzione e assistenza innovativa e di sviluppare partnership commerciali con terze parti leader del mercato, nell'integrazione di prodotti hardware e software.

Una struttura diversa presenta, invece, l'area di business *Technologies & Solutions*, con l'offerta di soluzioni e servizi IT ad alto valore aggiunto, con competenze tecniche molto specialistiche e con una minore formalizzazione organizzativa.

Figura 4. Modello di business di AISW



Fonte: AISW

Abaco Information Services

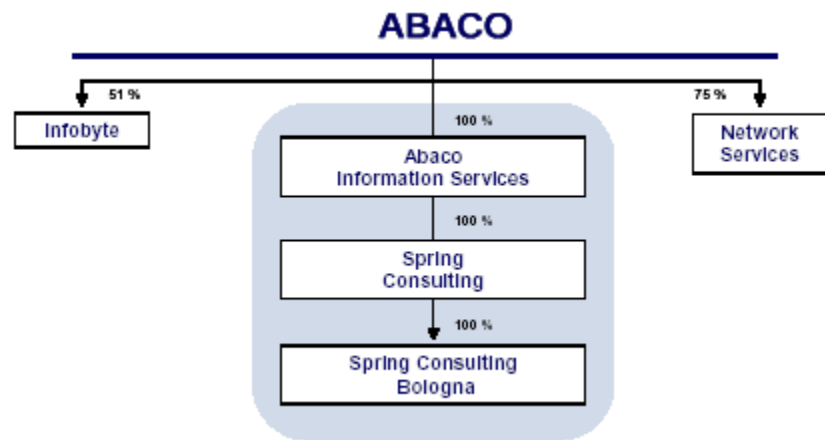
La società incorporanda Abaco Information Services si è costituita il 18 marzo 2005 con il conferimento del ramo di azienda del socio unico Abaco Innovazione S.p.A., con sede a Molfetta.

A seguito di tale conferimento la società detiene il 100% del capitale sociale della società Spring Consulting, con sede a Roma e attiva nei sistemi E.R.P. e nella consulenza tecnologica in ambito *System & Network Management*.

Gli *assets* del gruppo Abaco, oggetto della fusione con AISW, sono evidenziati nella seguente figura.



Figura 5. Struttura del gruppo Abaco



Fonte: Abaco

Abaco Information Services è una società specializzata nella progettazione e sviluppo di *software custom*, consulenza specialistica e integrazione di sistemi sulle più evolute piattaforme tecnologiche.

L'offerta di Abaco, che si focalizza su quattro principali settori di mercato (*manufacturing & distribution, telco & media, finance e public sector*), si articola in:

- *project services*, servizi rivolti alla progettazione, sviluppo e realizzazione di soluzioni applicative ad hoc o basate su prodotti standard;
- *management services*, servizi rivolti alla gestione delle componenti hardware e software dei sistemi informativi a forte valenza tecnologica.

Abaco opera attraverso un modello di business secondo una struttura "funzionale a matrice", descritta dalla seguente figura

Figura 6. Modello di business di Abaco



Fonte: Abaco

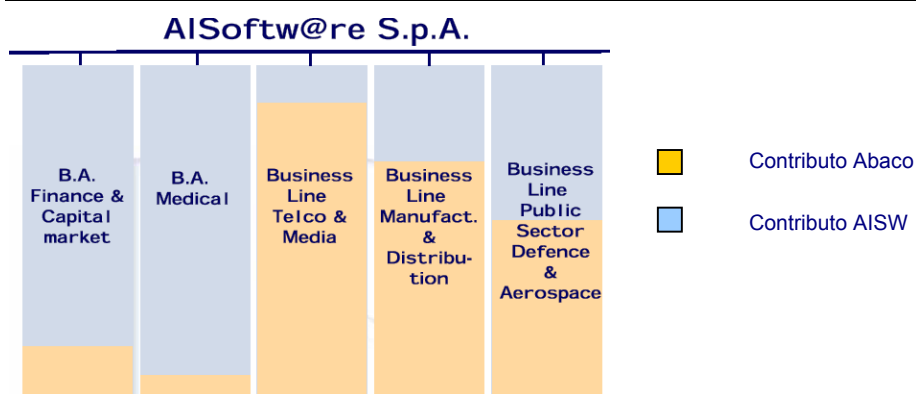


Un modello di business così strutturato permette di massimizzare la redditività con una contestuale riduzione dei costi e delle inefficienze produttive, attraverso una ripartizione di competenze specifiche. Infatti, ai *Business Line Managers* viene affidato il compito di assicurare gli obiettivi di vendita, attraverso lo sviluppo e la gestione del rapporto con i clienti, mentre l'identificazione e l'aggregazione del team di lavoro, da coordinare in periodi di tempo determinato, spetta ai *Services Line Managers*.

Il nuovo gruppo post-fusione

La struttura operativa del nuovo gruppo è la risultante dell'integrazione dei due diversi modelli di business adottati da Aisoftware e Abaco e si configura come segue:

Figura 7. Copertura dei mercati della nuova realtà post fusione



Fonte: AISW, Abaco

Mentre si manterrà inalterata la struttura per l'area *Medical*, che rappresenta il core business di AISW, per il settore finanziario, invece, l'offerta dei prodotti applicativi verrà integrata e rafforzata attraverso le strutture di Abaco, con l'erogazione di *project services* e *management services*.

Il principale contributo di Abaco sarà invece apportato nei settori telco, manifatturiero e della pubblica difesa. Per tali mercati, infatti, l'offerta di progetti e servizi si struttura in una divisione che integra le funzioni commerciali e di marketing di AISW e di Abaco sui settori di mercato comuni ed eroga prodotti, progetti e servizi attraverso le strutture tecniche e produttive di entrambe le società.

È prevista, poi, la creazione di una Divisione di Ricerca&Sviluppo, con gli *asset* già disponibili nella struttura di Abaco, volta ad accelerare il processo di investimento, vendita e ricavi dei prodotti sul mercato.



Benefici dell'operazione

L'integrazione tra Aisoftware e Abaco, società entrambe attive nel settore IT, più precisamente nel segmento della creazione di prodotti (Aisoftware) e della prestazione dei servizi (Abaco), è finalizzata alla creazione di un gruppo economicamente e patrimonialmente solido, con dimensioni tali da qualificarsi tra i primi *player* sul mercato nazionale, focalizzandosi su innovazione e copertura dei mercati esteri.

Le principali motivazioni alla base del processo di aggregazione sono:

- la ricerca di una dimensione aziendale ed organizzativa in grado di supportare un'offerta più ampia e diversificata in un mercato altamente competitivo;
- lo sviluppo di una massa critica che consenta la trasformazione da fornitore a partner di grandi clienti, oltre che la partecipazione ai più importanti bandi di gara;
- le opportunità di ampliamento del business, attraverso lo sfruttamento di azioni di *cross selling*;
- il perseguimento di una maggiore profittabilità, attraverso lo sviluppo di sinergie produttive e industriali tra le due società.

La nuova realtà risultante dalla fusione conseguirà una serie di benefici, tra cui:

- un incremento del fatturato derivante dalle sinergie realizzate nella catena del valore aziendale e nelle opportunità di *cross selling*. A tal proposito le principali mosse strategiche riguardano, da un lato il consolidamento e lo sviluppo nei mercati e nelle aree applicative in cui le due società sono già operanti, con un focus sulla qualità e competitività del servizio reso al cliente e, dall'altro, l'ingresso in nuovi segmenti di nicchia ad alto valore aggiunto e ad elevata innovazione.
- una razionalizzazione dei costi, attraverso una maggiore efficienza dei processi interni. Per il raggiungimento di tale obiettivo saranno posti in essere una serie di azioni finalizzate all'unificazione delle risorse umane (con la conseguente crescita a livello di competenze tecniche) e al miglioramento della produttività aziendale, attraverso l'ottimizzazione della struttura logistica e del patrimonio di strumentazione disponibile e in acquisizione.

Le linee strategiche perseguite dal nuovo gruppo dovrebbero rappresentare la base su cui innescare un ulteriore sviluppo, cogliendo le opportunità di crescita sia per linee interne (attraverso l'acquisizione di quote di mercato in Italia e all'estero) che, soprattutto, per linee esterne, qualificandosi come un polo di consolidamento e aggregazione di altre realtà operanti nel mondo ICT.



Struttura dell'operazione

Il progetto di fusione tecnicamente prevede che la società Aisofware incorpori mediante fusione la società Abaco Information Services, società di nuova costituzione con capitale sociale pari a €1 mln, interamente detenuta da Abaco Innovazione e in cui sono confluite tutte le attività e passività di quest'ultima, a esclusione delle partecipazioni di Infobyte e Network Services.

Il rapporto di concambio al servizio dell'aggregazione è stata fissato in misura di n.18,43 azioni di AISW del valore nominale di €0,52 per n.1 azione di Abaco del valore nominale di €1. Il rapporto di concambio è stato stabilito attraverso una stima dei valori minimi e massimi del capitale economico delle due società partecipanti alla fusione, calcolati con diversi metodi di valutazione come evidenziato nella tabella.

Tabella 1. Valorizzazione capitale economico AISW e Abaco

	EQUITY VALUE MIN	EQUITY VALUE MAX
SOFTWARE	€ 16,18 mln Valore medio delle quotazioni del titolo AISW nei 30 giorni precedenti l'annuncio del progetto di fusione	€ 16,506 mln Valore medio delle quotazioni del titolo AISW nei 30 giorni successivi l'annuncio del progetto di fusione
ACO	€21,16 mln Calcolo dei multipli EV/Sales'04, EV/Ebitda'04 EV/EBIT'04 di società operanti nel settore italiano dell'IT	€ 22,297 mln Relazione di stima, con l'utilizzo dei metodi 1) reddituale: Equity value = € 16,33 mln 2) misto (reddituale e patrimoniale): Equity value = € 12,3 mln 3) dei multipli EBIT e EBITDA: Equity value = € 38,3 mln
AZIONISTI AISW	43,33%	42,53%
AZIONISTI ABACO	56,67%	57,47%

Fonte: elaborazione Twice su dati AISW e Abaco

Per il perfezionamento dell'operazione, Aisofware procederà ad un aumento di capitale per massime n.18.430.000 nuove azioni del v.n. di €0,52 per az. pari ad un importo massimo di €9,58 mln, che saranno offerte agli azionisti di Abaco.

A seguito di tale operazione di fusione e tenuto conto del rapporto di concambio, per la determinazione del quale le due società hanno negoziato e stabilito di utilizzare la stima minima del valore del capitale economico, il nuovo gruppo derivante dalla fusione avrà come maggiore azionista Abaco Innovazione, socio unico della società incorporanda, con una quota del 54,32%, mentre il fondatore di Aisofware Francesco Gardin manterrà una quota pari all'8,8%, insieme alla carica di Presidente. Il flottante sarà, quindi, pari al 36,8%.

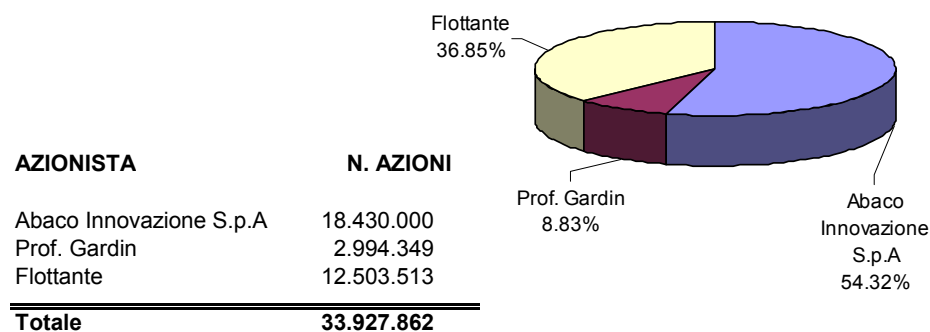
Dalla composizione dell'azionariato post-fusione si evince che la maggioranza dei diritti di voto sarà acquisita dai soci di Abaco Innovazione, il cui AD Domenico Favuzzi manterrà la carica anche nel nuovo gruppo risultante dall'aggregazione.

L'operazione, perciò, si configura sostanzialmente come una fusione inversa, ove la società incorporata viene ad assumere il controllo della



società incorporante, con l'obiettivo dichiarato di mantenere quotata la nuova realtà post fusione.

Grafico 3. Composizione azionariato post-fusione



Fonte: elaborazione Twice su dati AISW e Abaco

Tale composizione azionaria sarà destinata a modificarsi nei prossimi mesi, a seguito della decisione di dare attuazione a una serie di aumenti di capitale volti a garantire il successo dell'integrazione. Il reperimento delle risorse finanziarie avverrà attraverso:

- un aumento di capitale destinato ad Abaco Information Services, da effettuare immediatamente dopo il perfezionamento della fusione per un importo minimo di €4 mln e un massimo di €6 mln;
- la sottoscrizione di un'operazione di *equity line* con una primaria istituzione finanziaria per un importo non inferiore a €5 mln.

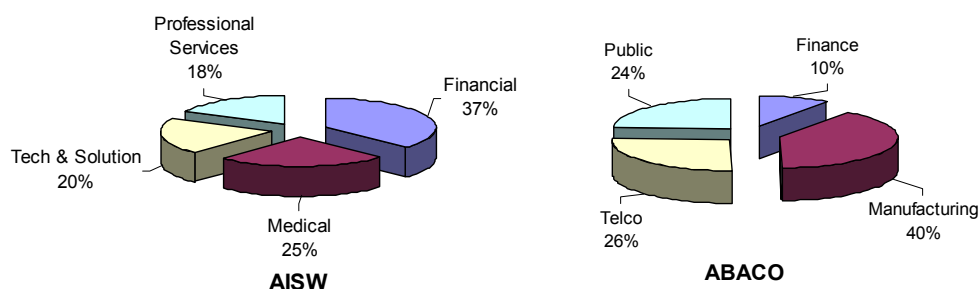


Financials e stime del gruppo post-merger

Per la costruzione delle nostre stime abbiamo utilizzato i dati forniti da Aissoftware e Abaco che hanno provveduto alla redazione di un bilancio pro-forma aggregato per il FY'04. Il fatturato pro-forma aggregato del nuovo gruppo post-fusione ammonta a €41,6 mln, realizzato per il 48% da AISW (€20 mln) e per il 52% da Abaco (€21,6 mln).

Mentre il gruppo Aissoftware nel FY'04 ha registrato una flessione del -16% yoy dei ricavi a €21 mln (in particolare con una contrazione del -16% yoy del settore *Finance* e del -10% yoy del settore *Medical*), il Gruppo Abaco ha riportato un risultato positivo, con una crescita yoy dei ricavi nel FY'04 del +12%, realizzato per il 71,2% nel settore industria e per il 15,1% in quello finanziario.

Grafico 4. Breakdown dei ricavi'04 di AISW e Abaco per settore di mercato



Fonte: elaborazione Twice su dati AISW e Abaco

Per gli FY'05-'07 modellizziamo un CAGR del +11% del VOP e del +34% dell'EBITDA.

In particolare stimiamo che il progetto di integrazione contribuisca all'incremento dei ricavi totali del +8,8% yoy per il FY'05 (€50 mln) e del +12% per gli anni successivi, attraverso lo sfruttamento delle opportunità di ampliamento del business. Riteniamo, infatti, che un'offerta più articolata e arricchita per competenze, risorse e prodotti, unita allo sviluppo delle azioni di *cross selling* e delle sinergie produttive e commerciali permetterà al gruppo di ampliare la propria quota di mercato in un settore altamente competitivo.

La razionalizzazione della struttura dei costi, derivante dalla fusione, determinerà, a nostro avviso, un miglioramento della marginalità, con un EBITDA'05E pari a €4,8 mln corrispondente a un EBITDA *margin* del 10% (rispetto a un EBITDA *margin*'04 del 6%). In particolare ipotizziamo che la ricerca di una maggiore efficienza produttiva, attraverso l'integrazione delle funzioni di staff, degli strumenti operativi e delle risorse umane, determini un risparmio in termini di costi operativi (€1,4 mln nel FY'05 vs. €2,2 mln del FY'04) e di costo del lavoro, la cui incidenza stimiamo si riduca nel FY'05 di 50 bp rispetto al FY'04.



Sull'EBITDA'05 pesano, inoltre, i costi per servizi derivanti dalle consulenze finanziarie che si sono rese necessarie al fine di dare attuazione sia al progetto di fusione che all'operazione di *equity line* e che, come costi non capitalizzati, sono stati imputati al solo FY'05. Per i FY'06-'07 ipotizziamo, quindi, un ulteriore miglioramento dell'EBITDA *margin*, che, secondo le nostre stime, dovrebbe attestarsi intorno all'11%.

Tabella 2 Conto economico consolidato (€ mln; %)

AISOFTWARE - ABACO	2004 Pf	2005E	2006E	2007E	CAGR '04-'07
Valore della produzione	46.0	50.0	56.0	62.7	11%
Costo per servizi	(14.9)	(17.9)	(19.1)	(21.5)	
Costo produzione	(2.6)	(1.4)	(1.6)	(1.8)	
Costi operativi	(2.2)	(1.4)	(1.6)	(1.8)	
Valore aggiunto	26.4	29.3	33.7	37.6	13%
Costo del lavoro	(23.5)	(24.4)	(27.3)	(30.7)	
EBITDA	2.8	4.8	6.4	6.9	34%
<i>EBITDA margin</i>	6%	10%	11%	11%	
Ammortamenti e accantonamenti	(7.2)	(3.6)	(3.4)	(3.3)	
EBIT	-4.4	1.2	3.0	3.6	
<i>EBIT margin</i>	-10%	2%	5%	6%	
Proventi (oneri) finanziari	(1.5)	(1.4)	(0.7)	(0.6)	
Proventi (oneri) straordinari	(2.1)	0.0	0.0	0.0	
Reddito ante imposte (PBT)	-8.0	-0.2	2.2	3.0	
<i>PBT margin</i>	-17%	0%	4%	5%	
Imposte sul reddito	(0.4)	(1.1)	(2.0)	(2.4)	
Utile netto (NI)	-8.4	-1.3	0.2	0.6	
<i>NI margin</i>					
(Utile) Perdita di competenza di terzi	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	
Utile (perdita) di competenza	-8.4	-1.3	0.2	0.6	

Fonte: elaborazione Twice

Il progetto di fusione apporterà un ulteriore beneficio anche a livello patrimoniale, con un miglioramento della NFP (che nel FY'04 risulta negativa per €-11,6 mln), grazie al contributo della gestione corrente e agli aumenti di capitale che AISW ha realizzato nel 1H'05, nell'ambito dell'operazione di *equity line*.



Valutazione

Per la valutazione del nuovo gruppo risultante dalla fusione, abbiamo utilizzato il metodo del *Discounted Cash Flow*.

Le ipotesi sottostanti la valutazione tramite DCF riguardano:

- stime puntuali di stato patrimoniale, conto economico e rendiconto finanziario fino al 2015;
- *terminal value* determinato da una crescita perpetua del 2%;
- rendimento dei titoli di stato italiani a dieci anni, proxy del *risk free rate*, pari al 3,42%;
- beta pari a 1,1.

L'esercizio del DCF *model* conduce ad un *equity value* di €52 mln corrispondente ad un *fair value* di €1,5 per azione, con un *potential upside* del +28%.

Tabella 3. Valutazione con il metodo del DCF

DCF	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Data in mln €											
Ebit	1.2	3.0	3.6	4.4	4.9	5.5	5.9	6.1	6.3	6.5	6.7
Tax Rate	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Taxes	0.4	1.0	1.2	1.4	1.6	1.8	1.9	2.0	2.1	2.1	2.2
NOPAT	0.8	2.0	2.4	2.9	3.3	3.7	3.9	4.1	4.2	4.4	4.5
Amortization	2.6	2.4	2.3	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9
Change in WC	1.1	-0.5	0.1	-0.3	0.4	-0.3	0.6	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Investments	-2.0	-2.1	-2.2	-2.3	-2.4	-2.0	-2.0	-2.0	-2.1	-2.1	-2.2
FCF	2.5	1.9	2.6	2.7	3.5	3.6	4.5	3.9	3.9	4.0	4.1
Growth	#VALUE!	-26%	40%	2%	33%	1%	28%	-15%	2%	2%	2%
Discount factor	97%	90%	84%	78%	73%	68%	64%	59%	55%	52%	48%
Discounted FCF	2.4	1.7	2.2	2.1	2.6	2.4	2.9	2.3	2.2	2.1	2.0
Cumulated Discounted FCF	2.4	4.1	6.3	8.4	10.9	13.4	16.3	18.6	20.7	22.8	24.8
Free risk rate	3.4%										
Mkt risk premium	5.0%										
Beta	1.1										
Market premium	5.5%										
Cost of Equity	8.9%	E/(D+E)= 59%									
Net Cost of Debt	4.7%	D/(D+E)= 41%									
WACC	7.2%										
L/T Growth	2.0%										
PV of FCFs	24.8										
PV of Terminal Value	38.9										
Firm Value	63.7										
Cash (Debt)	-11.7										
Equity Value	52.0										
Minority interest	0.0										
Equity Net Value	52.0										
Shares outstanding (mln)	33.9										
Target Price	€ 1.5										

	€ 2	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
	0.9	1.5	1.6	1.8	2.0	2.2
	1.0	1.4	1.5	1.6	1.8	2.0
	1.1	1.3	1.4	1.5	1.7	1.8
	1.2	1.3	1.3	1.4	1.5	1.7
	1.3	1.2	1.3	1.3	1.4	1.6

Fonte: elaborazione Twice



AI Softw@re

Date 2-Sep-05
 REUTERS CODE AISW.MI
 BLOOMBERG CODE AISW IM
 REALTICK CODE AISW.MIL
 Last Price € 1.2
 # shares (mln) 15.5
 Mkt Cap (€ mln) 16.9

Values per Share (€)	2001	2002	2003	2004	2005E	2006E
No. Ordinary Shares (mil)	6.8	6.8	10.2	14.1	33.9	33.9
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	0.0	0.1
BVPS	5.7	2.4	0.5	0.1	0.5	0.5
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	47.0	53.0
Total Revenues	30.4	32.4	28.1	23.4	50.0	56.0
EBITDA	0.5	-5.7	-1.7	0.4	4.8	6.4
EBIT adj	-2.7	-13.8	-6.3	-3.5	1.2	3.0
EBIT	-3.6	-15.4	-7.2	-4.4	1.2	3.0
EBT	-7.2	-22.4	-10.0	-7.8	-0.2	2.2
Net Income	-7.7	-22.6	-10.5	-7.5	-1.3	0.2
Net Income adj	-3.4	-14.3	-8.7	-5.3	-1.3	0.2

Balance Sheet (€ mln)	2001	2002	2003	2004	2005E	2006E
Capital Employed	40.9	30.9	19.1	11.1	32.1	32.2
Net Cash (Debt)	0.2	-11.6	-10.4	-6.8	-7.9	-9.3
Funds	1.6	2.5	3.5	2.6	5.9	4.3
Minorities	0.5	0.2	0.1	0.2	0.0	0.0
Net Equity	39.0	16.7	5.0	1.5	18.3	18.5

Stock Market Ratios	2001	2002	2003	2004	2005E	2006E
P/E	nm	nm	nm	nm	nm	182.8
P/CEPS	nm	nm	nm	nm	30.4	15.3
P/BVPS	0.2	0.5	2.5	11.0	2.2	2.2
EV/Sales	2.2	1.2	1.2	1.4	1.1	1.0
EV/EBITDA	116.8	nm	nm	64.9	10.8	8.2
EV/EBIT	nm	nm	nm	nm	44.3	17.7

Profitability and Financial Ratios	2001	2002	2003	2004	2005E	2006E
EBITDA Margin (%)	2%	-20%	-7%	2%	10%	12%
EBIT adj Margin (%)	-10%	-49%	-25%	-17%	3%	6%
EBIT Margin (%)	-14%	-54%	-29%	-22%	3%	6%
Net Income Margin (%)	-29%	-80%	-42%	-37%	-3%	0%
ROE (%)	-20%	-136%	-212%	-488%	-7%	1%
D/E	0.0	0.7	2.1	4.4	0.4	0.5

Growth (%)	2001	2002	2003	2004	2005E	2006E
Sales	29%	8%	-11%	-19%	131%	13%
EBITDA	-85%	nm	nm	nm	996%	32%
EBIT adj	nm	nm	nm	nm	nm	150%
EBIT	nm	nm	nm	nm	nm	150%
EBT	nm	nm	nm	nm	nm	nm
Net Income	nm	nm	nm	nm	nm	nm



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.