

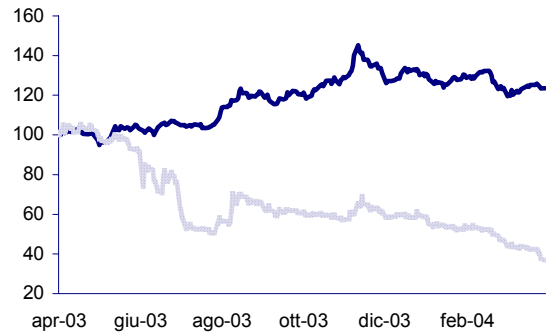
# AI Softw@re

# Underperform

Risultati FY'03

Last close €1,2

Dati Euro (mln)	2003	2004E	2005E
Sales	25,6	27,5	29,7
Ebitda	-1,7	1,6	4,4
Ebit adj	-6,3	-1,2	1,4
EPS	-1,03	-0,32	-0,09
EV/Sales	1,2 x	0,8 x	0,8 x
EV/Ebitda	nm	14,4 x	5,2 x
EV/Ebit adj	nm	nm	16,3 x
P/E	nm	nm	nm



No. Shares (mln)	10,2
Market Float	74%
Market Cap	12,5
Bloomberg	AISW IM
RealTick	AISW.MIL

	1m	3m	12m
Rel. Perf. vs Numtel	-20,5%	-32,9%	-86,9%

## Bite the bullet

- I ricavi registrano nel FY'03 una contrazione del -9,8% a €25,6 mln e risultano inferiori alla nostra stima e *guidance* di €28,0 mln. Osserviamo come la pesante contrazione delle vendite del 4Q'03 (-12% y/y a €7,6 mln) evidenzia un preoccupante indebolimento della capacità competitiva: il *focus* del management sull'implementazione del piano di ristrutturazione non ha consentito di cogliere la leggera ripresa della domanda del settore IT Services in Italia (+2% / +4% in base a nostre stime). Il breakdown dei ricavi sul FY'03 mostra la contrazione delle unità Financial Solutions (-6% a €10,4 mln) e Professional Services (-41% a €6,3 mln), non compensata dalla sostanziale tenuta di Tech&Solutions (-1,0% a €3,9 mln) e dalla forte performance di Medical Solutions (+47% a €7,3 mln)
- La drastica riduzione dei costi esterni (€-5,6 mln) e del lavoro (€-2,1 mln) ha consentito di ridurre la perdita operativa rispetto al FY'02 (€-5,7 mln): l'EBITDA rimane tuttavia negativo, pari a €-1,7 mln vs €0,3 mln da noi atteso e €1,0 mln di *guidance*. Il saldo EBIT risente inoltre di una svalutazione di magazzino per €1,0 mln e perdite su crediti per €0,5 mln
- Verrà sottoposta all'assemblea del 30 aprile '04 la proposta di un aumento di capitale per massimi €4,0 mln - a distanza di 6 mesi dalla precedente analoga operazione per €5,0 mln; il riequilibrio della struttura patrimoniale viene inteso quale preliminare ad iniziative di aggrazione societaria. Temiamo il prevalere della debolezza sul titolo finchè non saranno chiarite le prospettive industriali. Portiamo il giudizio da HOLD ad **UNDERPERFORM**.

20 aprile 2004

**Analyst:** Nicola Tranquillini  
**Tel. +39-02-80231523**  
**nicola.tranquillini@twiceadvice.it**



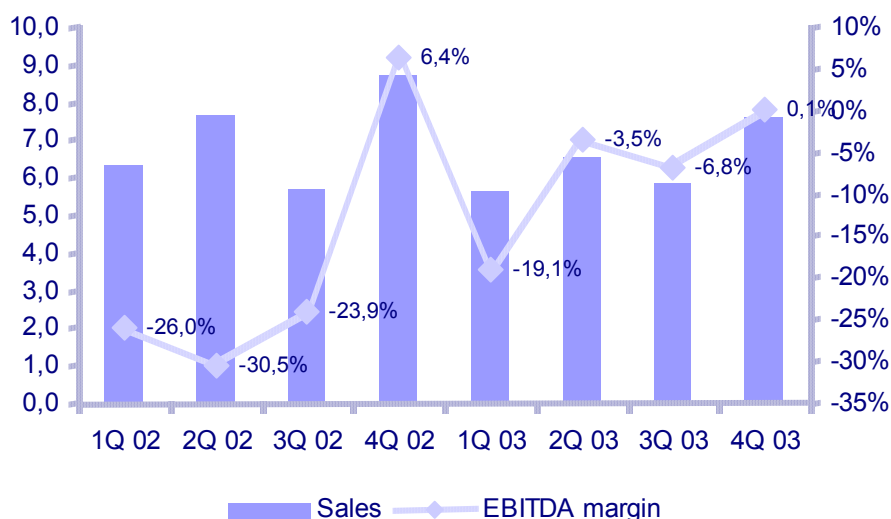
## Commento ai risultati

I ricavi registrano nel FY'03 una contrazione del -9,8% a €25,6 mln e risultano inferiori alla nostra stima e *guidance* di €28,0 mln. Osserviamo come la pesante contrazione delle vendite del 4Q'03 (-12% y/y a €7,6 mln) evidenzi un preoccupante indebolimento della capacità competitiva: il focus del management sull'implementazione del piano di ristrutturazione non ha consentito di cogliere la leggera ripresa della domanda del settore IT Services in Italia (+2% / +4% in base a nostre stime). Il breakdown dei ricavi sul FY'03 mostra la contrazione delle unità Financial Solutions (-6% a €10,4 mln) e Professional Services (-41% a €6,3 mln), non compensata dalla sostanziale tenuta di Tech&Solutions (-1,0% a €3,9 mln) e dalla forte performance di Medical Solutions (+47% a €7,3 mln)

La drastica riduzione dei costi esterni (€-5,6 mln) e del lavoro (€-2,1 mln) ha consentito di ridurre la perdita operativa rispetto al FY'02 (€-5,7 mln): l'EBITDA rimane tuttavia negativo, pari a €-1,7 mln vs €0,3 mln da noi atteso e €1,0 mln di *guidance*. Il saldo EBIT risente inoltre di una svalutazione di magazzino per €1,0 mln (relativa ai prodotti DB Excelon) e perdite su crediti per €0,5 mln. L'esercizio si chiude con una perdita per €-10,5 mln rispetto a €-11,6 mln del FY'02.

I DSO registrano un peggioramento del +20% a 229. La posizione finanziaria netta presenta debito netto pari a €-10,6 mln sostanzialmente invariata rispetto al 3Q'03 (€-10,0 mln).

**Grafico 1**  
Evoluzione ricavi e margini EBITDA, 1Q'02 – 4Q'03 (€ mln e %)



Fonte: dati societari AISW



## Stime e giudizio

Abbassiamo la stima di ricavi '04 a €27,5 mln dalla precedente €29,2 mln e *guidance* di €30,0 mln.

Anticipiamo una prosecuzione della debolezza nell'unità Financial Solutions (ricavi in contrazione negli ultimi 3 trimestri), solo in parte compensata dall'attesa vivacità della domanda relativa a prodotti per la gestione del credito; attendiamo evidenza sulla capacità della controllata Eta Beta di posizionarsi come prime contractor nelle commesse di *facility management* per operatori finanziari. Stimiamo ricavi in crescita del 4% a €10,3 mln.

L'unità Medical Solutions proseguirà la crescita nelle applicazioni soprattutto radiologiche, grazie anche al recente accordo con Philips (29.1.04) per la distribuzione in esclusiva in Italia del prodotto di riconoscimento vocale "Speech magic": stimiamo ricavi in crescita del 8% a €7,3 mln.

Tech&Solutions continuerà a nostro giudizio a subire la bassa visibilità, l'incapacità di una proposizione autonoma e la mancanza di forti competenze su tecnologie trainanti. Stimiamo ricavi in crescita del 10% a €3,9 mln.

Professional Services proseguirà la tendenza in corso di sostituzione di clienti indiretti con clienti diretti, migliorando ulteriormente il mix verso clienti finali e conseguentemente il potere contrattuale. Stimiamo ricavi in crescita del 10% a €5,9 mln.

Abbassiamo la stima di EBITDA '04 a €1,6 mln dalla precedente e *guidance* di €2,4 mln; portiamo la stima di net income a €-3,3 mln dalla precedente €-2,7 mln.

Verrà sottoposta all'assemblea del 30 aprile '04 la proposta di un aumento di capitale per massimi €4,0 mln - a distanza di 6 mesi dalla precedente analoga operazione per €5,0 mln. Il riequilibrio della struttura patrimoniale viene inteso quale preliminare ad iniziative di aggrazione societaria. Temiamo il prevalere della debolezza sul titolo finché non saranno chiarite le prospettive industriali. Portiamo il giudizio da HOLD ad UNDERPERFORM.

Questa ricerca è pubblicata da TWICE SIM S.p.A. e prodotta da Twice Advice srl, società posseduta al 100% 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 tempo in tempo, 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. e Twice Advice srl non sono responsabili degli effetti derivanti dall'utilizzo della presente ricerca. In particolare TWICE SIM S.p.A. e Twice Advice srl, considerato anche che i rendimenti passati non sono indicativi di rendimenti futuri, non forniscono alcuna garanzia di raggiungimento degli obiettivi di investimento né assumono 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. e Twice Advice srl hanno adottato procedure interne idonee a garantire l'indipendenza dei propri analisti finanziari e che prescrivono loro adeguate regole comportamentali.



## AI Softw@re

Date	20-apr-2004
REUTERS CODE	AISW.MI
BLOOMBERG CODE	AISW IM
REALTICK CODE	AISW.MIL
Last Price	€ 1,2
# shares (mln)	10,2
Mkt Cap (mln)	€ 12,5

Values per Share (€)	2001	2002	2003	2004E	2005E	2006E
No. Ordinary Shares (mil)	6,8	6,8	10,2	10,2	10,2	10,2
EPS	-1,12	-3,31	-1,03	-0,32	-0,09	-0,06
EPS adj	-0,50	-2,10	-0,85	-0,23	0,00	0,04
CEPS	-0,1	-1,6	-0,5	0,0	0,3	0,4
BVPS	5,7	2,4	0,5	0,2	0,1	0,0
Dividend	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Income Statement (€ mln)	2001	2002	2003	2004E	2005E	2006E
Net Sales	26,4	28,4	25,6	27,5	29,7	32,0
Total Revenues	30,4	32,4	28,1	29,9	32,1	34,5
EBITDA	0,5	-5,7	-1,7	1,6	4,4	5,2
EBIT adj	-2,7	-13,8	-6,3	-1,2	1,4	1,9
EBIT	-3,6	-15,4	-7,2	-2,1	0,4	0,9
Pretax Income	-7,2	-22,4	-10,0	-2,7	-0,2	0,2
Net Income	-7,7	-22,6	-10,5	-3,3	-0,9	-0,6
Net Income adj	-3,4	-14,3	-8,7	-2,3	0,0	0,4

Balance Sheet (€ mln)	2001	2002	2003	2004E	2005E	2006E
Capital Employed	40,9	30,9	19,1	18,8	18,9	19,1
Net Cash (Debt)	0,2	-11,6	-10,4	-12,3	-12,2	-11,9
Funds	1,6	2,5	3,5	4,6	5,8	6,9
Minorities	0,5	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Net Equity	39,0	16,7	5,0	1,7	0,7	0,1
Market Cap	57,2	22,7	19,3	12,5	12,5	12,5
EV	57,0	34,3	29,8	22,9	22,9	22,9

Stock Market Ratios	2001	2002	2003	2004E	2005E	2006E
P/E	nm	nm	nm	nm	nm	nm
P/CEPS	nm	nm	nm	28,5	4,1	3,4
P/BVPS	0,2	0,5	2,5	7,4	16,9	89,2
EV/Sales	2,2	1,2	1,2	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	116,8	nm	nm	14,4	5,2	4,4
EV/EBIT	nm	nm	nm	nm	16,3	12,2

Profitability and Financial Ratios	2001	2002	2003	2004E	2005E	2006E
EBITDA Margin (%)	2%	-20%	-7%	6%	15%	16%
EBIT Margin (%)	-10%	-49%	-24%	-4%	5%	6%
Net Income Margin (%)	-29%	-80%	-41%	-12%	-3%	-2%
ROE (%)	-20%	-136%	-212%	-195%	-128%	-427%
D/E	0,0	0,7	2,1	7,3	16,5	85,1

Growth (%)	2001	2002	2003	2004E	2005E	2006E
Sales	29%	8%	-10%	7%	8%	8%
EBITDA	-85%	nm	nm	nm	177%	18%
EBIT	nm	nm	nm	nm	nm	33%
Pretax Income	nm	nm	nm	nm	nm	nm
Net Income	nm	nm	nm	nm	nm	nm