

Fos	Italy	FTSE AIM Italia	ICT
Rating: BUY (unch.)	Target Price: € 4,90 (prev. 4,90)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	10,51%	-4,39%	N/A	N/A
to FTSE AIM Italia	20,78%	11,12%	N/A	N/A
to FTSE STAR Italia	29,84%	20,76%	N/A	N/A
to FTSE All-Share	32,83%	23,16%	N/A	N/A
to EUROSTOXX	26,80%	21,26%	N/A	N/A
to MSCI World Index	23,98%	16,88%	N/A	N/A

Stock Data

Price	€ 3,05
Target price	€ 4,90
Upside/(Downside) potential	60,6%
Bloomberg Code	FOS IMEQUITY
Market Cap (€m)	€ 18,98
EV (€m)	€ 18,33
Free Float	35,70%
Share Outstanding	6.221.500
52-week high	€ 3,72
52-week low	€ 1,95
Average daily volumes (3m)	18.700

Key Financials (€m)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
VoP	12,2	12,8	15,0	17,7
EBITDA Adj.	2,4	2,7	3,4	4,3
EBIT	1,2	1,5	2,1	3,1
Net Profit	0,7	0,9	1,4	2,1
EPS (€)	0,12	0,15	0,23	0,34
EBITDA margin	19,7%	21,5%	22,3%	24,3%
EBIT margin	9,9%	11,8%	14,0%	17,2%

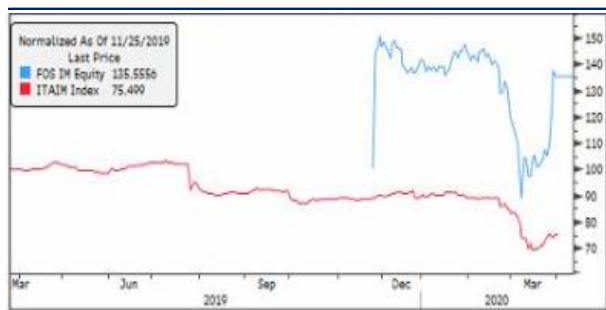
Main Ratios	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	7,6	6,7	5,5	4,3
EV/EBIT (x)	15,3	12,1	8,7	6,0
P/E (x)	26,4	20,1	13,6	9,0

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



FY19A Results

I risultati per il FY19A di Fos sono stati positivi: il Gruppo ha continuato la propria crescita registrando un valore della produzione pari a € 12,2 mln (+25% rispetto a € 9,7 mln del 2018). L'EBITDA del è stato pari a € 2,2 mln e ha fatto registrare una crescita del 29% rispetto a € 1,7 mln 2018. La crescita è riconducibile all'ampliamento del volume d'affari e all'efficientamento dei processi, grazie a sinergie di costo tra le differenti linee di ricavo. L'EBITDA Adjusted 2019 è stato pari a € 2,4 mln, con una crescita del 30% rispetto all'anno precedente (€ 1,9 mln nel 2018).

Estimates Update

Il management ci comunica che, ad oggi, non sono previsti né rallentamenti né slittamenti significativi nelle commesse in essere. Per questo motivo, non abbiamo stimato impatti negativi derivanti dall'epidemia Covid-19, in quanto ad oggi non ne sussistono gli elementi.

Per quanto riguarda il valore della produzione, confermiamo le stime effettuate nel precedente report, pensiamo che la Società sarà in grado di confermare questi valori di crescita nei prossimi anni (CAGR 19A-22E: 17,08%).

Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di FOS sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Il DCF method (che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali anche un rischio specifico pari al 2,5%) restituisce un equity value pari a €37,1 mln. L'equity value di FOS utilizzando i market multiples risulta essere pari €23,8 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 30,5 mln. Il target price è di € 4,90, confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM invariato.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Sales	7,49	7,89	9,66	11,00	13,00	15,50
Other Revenues	1,39	1,83	2,53	1,80	2,00	2,20
Value of Production	8,88	9,72	12,19	12,80	15,00	17,70
COGS	0,32	0,81	1,66	1,70	2,00	2,20
Use of Asset owned by Others	0,18	0,17	0,14	0,10	0,18	0,22
Services	2,59	2,44	3,03	3,10	3,50	4,00
Employees	4,15	4,43	4,99	5,20	6,00	7,00
Other Operating Expenses	0,24	0,17	0,19	0,20	0,22	0,28
EBITDA	1,39	1,69	2,19	2,50	3,10	4,00
<i>EBITDA Margin</i>	<i>15,7%</i>	<i>17,4%</i>	<i>17,9%</i>	<i>19,5%</i>	<i>20,7%</i>	<i>22,6%</i>
Non Recurrent Financial Charges	0,00	0,16	0,22	0,25	0,25	0,30
EBITDA Adj.	1,39	1,86	2,40	2,75	3,35	4,30
<i>EBITDA Margin Adj.</i>	<i>15,7%</i>	<i>19,1%</i>	<i>19,7%</i>	<i>21,5%</i>	<i>22,3%</i>	<i>24,3%</i>
D&A	0,61	0,69	0,98	0,98	1,00	0,95
EBIT	0,78	1,00	1,20	1,52	2,10	3,05
<i>EBIT Margin</i>	<i>8,8%</i>	<i>10,3%</i>	<i>9,9%</i>	<i>11,8%</i>	<i>14,0%</i>	<i>17,2%</i>
Financial Management	(0,14)	(0,23)	(0,15)	(0,15)	(0,10)	(0,05)
EBT	0,64	0,77	1,05	1,37	2,00	3,00
Taxes	0,17	0,33	0,33	0,42	0,60	0,90
Net Income	0,48	0,44	0,72	0,95	1,40	2,10
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Fixed Asset	1,39	4,11	5,23	5,25	5,25	5,30
Account receivable	2,13	2,81	4,38	4,70	5,30	6,30
Inventories	0,40	0,40	0,42	0,50	0,60	0,70
Account payable	1,23	1,38	2,60	2,50	2,90	3,35
Operating Working Capital	1,30	1,82	2,20	2,70	3,00	3,65
Other Receivable	2,51	2,57	3,48	2,70	3,00	3,60
Other Payable	2,08	2,47	2,89	3,00	3,45	3,90
Net Working Capital	1,73	1,93	2,79	2,40	2,55	3,35
Severance Indemnities & Provision	1,16	1,19	1,15	1,40	1,60	1,75
NET INVESTED CAPITAL	1,97	4,85	6,87	6,25	6,20	6,90
Share Capital	1,00	1,00	1,56	1,56	1,56	1,56
Reserves and Retained Profits	0,06	0,35	5,24	5,95	6,90	8,30
Net Profit	0,48	0,44	0,72	0,95	1,40	2,10
Equity	1,54	1,79	7,51	8,45	9,85	11,95
Cash and Cash Equivalent	2,24	1,25	4,67	5,70	7,05	8,35
Short-Term Financial debt	1,60	0,13	1,50	0,80	0,90	1,00
ML Term Financial Debt	1,07	4,18	2,53	2,70	2,50	2,30
Net Financial Position	0,43	3,06	(0,64)	(2,20)	(3,65)	(5,05)
TOTAL SOURCES	1,97	4,85	6,87	6,25	6,20	6,90
CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	
EBIT	1,00	1,20	1,52	2,10	3,05	
Taxes	0,33	0,33	0,42	0,60	0,90	
NOPAT	0,67	0,87	1,10	1,50	2,15	
D&A	0,69	0,98	0,98	1,00	0,95	
Change in receivable	(0,67)	(1,57)	(0,32)	(0,60)	(1,00)	
Change in inventories	(0,00)	(0,02)	(0,08)	(0,10)	(0,10)	
Change in payable	0,15	1,22	(0,10)	0,40	0,45	
Other Changes	0,33	(0,49)	0,89	0,15	(0,15)	
Change in NWC	(0,19)	(0,86)	0,39	(0,15)	(0,80)	
Change in Provision	0,04	(0,04)	0,25	0,20	0,15	
OPERATING CASH FLOW	1,21	0,95	2,71	2,55	2,45	
Investments	(3,42)	(2,10)	(1,00)	(1,00)	(1,00)	
FREE CASH FLOW	(2,21)	(1,15)	1,71	1,55	1,45	
Financial Management	(0,23)	(0,15)	(0,15)	(0,10)	(0,05)	
Change in Payable to Banks	1,63	(0,27)	(0,53)	(0,10)	(0,10)	
Change in Equity	(0,19)	5,00	0,00	0,00	0,00	
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	(0,99)	3,42	1,03	1,35	1,30	

Source: Fos and Integræ SIM estimates

1.1 FY19A Results

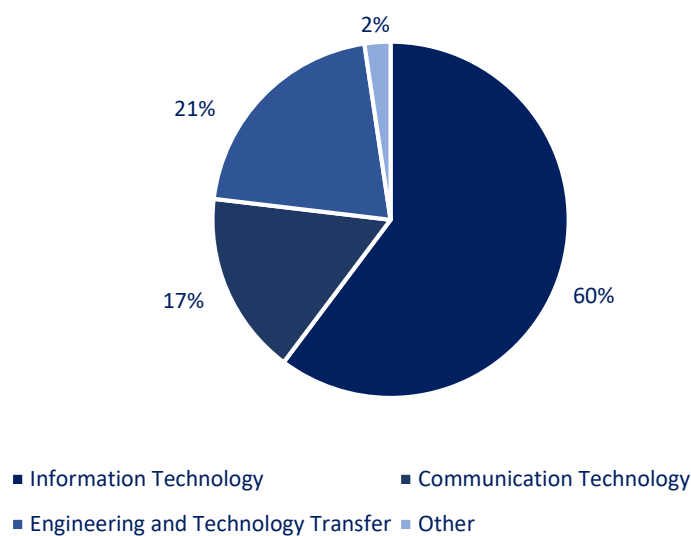
Table 2 – Actual VS Estimates FY19A

€/mln	VoP	EBITDA Adj.	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY19A	12,19	2,40	19,7%	1,20	0,72	(0,64)
FY19E	11,10	2,30	20,7%	1,55	0,95	(3,49)
<i>Change</i>	<i>9,9%</i>	<i>4,7%</i>	<i>-1,0%</i>	<i>-22,2%</i>	<i>-24,0%</i>	<i>N.A</i>

Source: Integrae SIM

I risultati del FY19A sono stati positivi: il Gruppo ha continuato la propria crescita registrando un valore della produzione pari a € 12,2 mln (+25% rispetto a € 9,7 mln del 2018). Tale incremento è principalmente legato all’ampliamento della base clienti che ha visto la nascita di presidi presso primaria clientela nei settori di Industria e Pubblica Amministrazione.

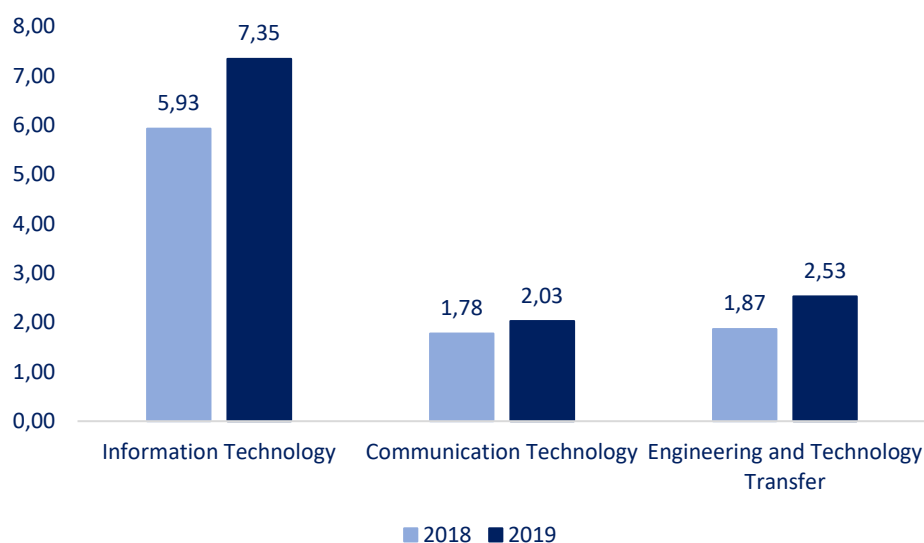
Chart 1 – Breakdown by Segment



Source: Integrae SIM

Le quote di ricavi per segmento sul valore della produzione, seppur con alcune differenze, rimangono invariate in termini di importanza: Information Technology rimane la principale fonte di ricavo con incidenza intorno al 60% (rispetto al 61% del 2018), la seconda classe di ricavo in termini di importanza Engineering and Technology Transfer con una quota vicina al 21% (rispetto al 19% del 2018). Communication Technology genera una quota intorno al 17% del fatturato (rispetto al 18% del 2018).

Chart 2 – Revenue Lines



Source: Integrae SIM

La crescita del fatturato del gruppo è stata supportata da tutte e tre le principali linee di ricavo:

- **Information Technology:** la linea ha realizzato un valore della produzione pari a € 7,3 mln rispetto ai € 5,9 milioni del 2018. L'incremento pari a € 1,4 mln (+23,9%) è dovuto sia all'ampliamento della base clienti, sia alla maggiore penetrazione sui clienti storici (dovuto alla scalabilità del modello di business da *time material a full outsourcing*), sia a nuovi clienti nei settori di applicazioni storage e cloud nei datacenter.
- **Communication Technology:** la linea ha realizzato un valore della produzione pari a € 2,0 mln, registrando un incremento del 14,2% pari a € 0,2 mln (€ 1,8 nel 2018), dovuto al consolidamento del settore TLC attraverso l'acquisizione di nuovi clienti e all'ampliamento delle attività al settore del *gaming*.
- **Engineering and Technology Transfer:** la linea ha realizzato un valore della produzione pari a € 2,5 mln con un incremento del 35,5% pari a € 0,7 mln (circa € 1,9 mln nel 2018), dovuto all'avvio di nuovi progetti di automazione nati dall'esperienza del settore R&D e dal consolidamento di progetti di innovazione commissionati da clienti diretti e da partenariati su commesse finanziate.

L'EBITDA è stato pari a € 2,2 mln e ha fatto registrare una crescita del 29% rispetto a € 1,7 mln 2018. La crescita è riconducibile all'ampliamento del volume d'affari e all'efficientamento dei processi, grazie a sinergie di costo tra le differenti linee di ricavo. L'EBITDA Adjusted 2019 è stato pari a € 2,4 mln, con una crescita del 30% rispetto all'anno precedente (€ 1,9 mln nel 2018). Le poste non ricorrenti sono prevalentemente legate a costi straordinari legati allo sviluppo commerciale. I valori di EBITDA sono in leggero aumento rispetto alle nostre stime che erano pari a € 2,3 mln.

L'EBIT 2019 è stato pari a € 1,2 mln, registrando una crescita del 20% rispetto all'anno precedente (€ 1,0 mln nel 2018). L'EBT è stato pari a € 1,0 mln, in aumento del 36% e Il Risultato Netto è stato pari a € 0,7 mln, in crescita del 60%.

La NFP, positiva (cassa) per € 0,6 mln, in miglioramento di € 3,7 mln rispetto al 2018, beneficia dei proventi derivanti della quotazione in Borsa, avvenuta il 26 novembre 2019. La posizione finanziaria, rispetto alle nostre stime, ad un primo sguardo potrebbe risultare in peggioramento, tuttavia, è importante sottolineare alcune differenze rispetto alle precedenti stime:

- € 1,00 mln è legato alla variazione del circolante: nel secondo semestre vi è stato l'avvio di nuove commesse su clienti strategici che ha visto l'inserimento di nuove risorse, con i relativi costi da finanziare e incassi che arriveranno nel primo semestre 2020. Inoltre, il fatturato si è concentrato in gran parte sul finire dell'anno, andando quindi a manifestarsi in termini di incasso nella prima parte del 2020. Infine, il circolante risulta in aumento per effetto di crediti tributari (credito di imposta per IPO e credito di imposta per R&D) che avranno una manifestazione di cassa nel corso 2020, in compensazione sui versamenti all'erario.
- € 0,5 mln collegati ad attività di factoring: la Società concede una dilazione del pagamento, andando così a traslare gli incassi al primo trimestre 2020
- € 1,00 mln legato al costo dell'operazione di IPO che non era stato possibile stimare (come da nota a pagina 15 del precedente *report*).
- € 0,5 mln legati ad enti finanziatori di progetti R&D che non sono stati incassati nel 2019 e sono previsti per il 2020

Infine, è importante considerare che la Società ha finanziato le proprie attività tramite debito a medio-lungo termine, accantonando la raccolta da IPO in vista di possibili operazioni straordinarie.

A livello di Capex, segnaliamo un delta pari ad oltre € 1 mln (FY19A pari a €2,10 mln e FY19E pari a € 0,89 mln) rispetto alle nostre stime. Tale differenza è dovuta ad investimenti riconducibili a costi capitalizzabili per IPO e al segmento R&D. In particolare, gli investimenti in R&D sono legati a:

- ISAAC - Innovativo Sistema illuminotecnico per l'Allevamento di vegetali in Ambienti Chiusi e per migliorare il benessere umano: il progetto si propone di sviluppare una nuova tecnologia per la coltivazione di piante in ambienti antropici confinati (definiti come "ambienti non convenzionali") in ambito residenziale, commerciale e terziario;
- APFEL - Agricoltura di precisione con sistema di monitoraggio fitopatologico esteso e per la localizzazione preventiva di attacchi parassitari: l'obiettivo principale è di unire a un monitoraggio automatizzato e di precisione del territorio agricolo, un controllo dello stato di salute fitosanitaria e degli attacchi di insetti parassiti delle coltivazioni;
- NEUROGLASS: l'obiettivo è quello della progettazione e sviluppo di un dispositivo indossabile per la raccolta continuativa di dati biomedici idonei alla diagnosi precoce di malattie neurodegenerative, attraverso l'impiego di un occhiale da vista di design capace di integrare batteria, sensoristica, storage, elaborazione e trasmissione segnali;
- RIPE: il progetto ha l'obiettivo di sviluppare strumenti in grado di supportare nuovi modelli di cura per rispondere alle crescenti esigenze dei sistemi sanitari in tema di gestione della cronicità;
- LIGURIA4PHEALTH: l'obiettivo del progetto è lo Sviluppo di una soluzione innovativa di personal/mobile healthcare basata sulla gestione semantica di dati clinici e

acquisiti da sensori wearable/ambientali elaborati attraverso algoritmi predittivi per la messa a punto di piani di reclutamento, cura e riabilitazione efficaci;

- GENOVA SICURA: il progetto si propone la realizzazione prototipale del Security Center in grado di supportare la sicurezza e la salvaguardia di persone in ambiente cittadino, costituendo uno strumento di difesa da atti terroristici e/o criminali e da fenomeni estremi a carattere idrogeologico.
- BLUESLEMON: il progetto Blueslemon "BT Beacon and Unmanned Aerial System technologies for Landslide Monitoring" ha l'obiettivo di creare un sistema per il monitoraggio automatico di aree franose, basato su tecnologie Bluetooth (BT) Beacon, RFID e su un Sistema Aeromobile a Pilotaggio Remoto (SAPR) multiruolo/multi-obiettivo;
- AURA: l'obiettivo di tale progetto è la creazione di una nuova generazione di Arredo Urbano denominata 'gReen & smArt urban furniture' (AURA), attraverso lo sviluppo di una tecnologia appartenente all'ambito delle Tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC);
- STROKE: l'obiettivo di tale progetto è la realizzazione di un sistema multimodale per la gestione personalizzata del recupero post ictus, attraverso lo sviluppo di tecnologie appartenenti all'ambito dell'elettronica e del biomedicale.

Oltre ai progetti sopra menzionati, sono stati avviati nel corso degli esercizi precedenti tre progetti di innovazione interni per migliorare e sperimentare nuove *features* sulle piattaforme tecnologiche aziendali in ambito PIATTAFORMA IOT, BIOMEDICALE e INDUSTRIA 4.0. Tali progetti R&D non sono finanziati da contributi pubblici e riguardano l'ambito IOT (piattaforma IOT), l'ambito biomedicale (tratta aspetti relativi allo sviluppo di sistemi di monitoraggio dello stato funzionale di persone fragili attraverso la rilevazione di parametri acquisiti da dispositivi innovativi indossabili e ambientali) ed, infine, l'ambito Industria 4.0 (fabbrica intelligente, tratta aspetti relativi allo sviluppo e all'integrazione di sistemi in logica IOT applicati all'automazione).

1.2 FY20E – FY25E Estimates

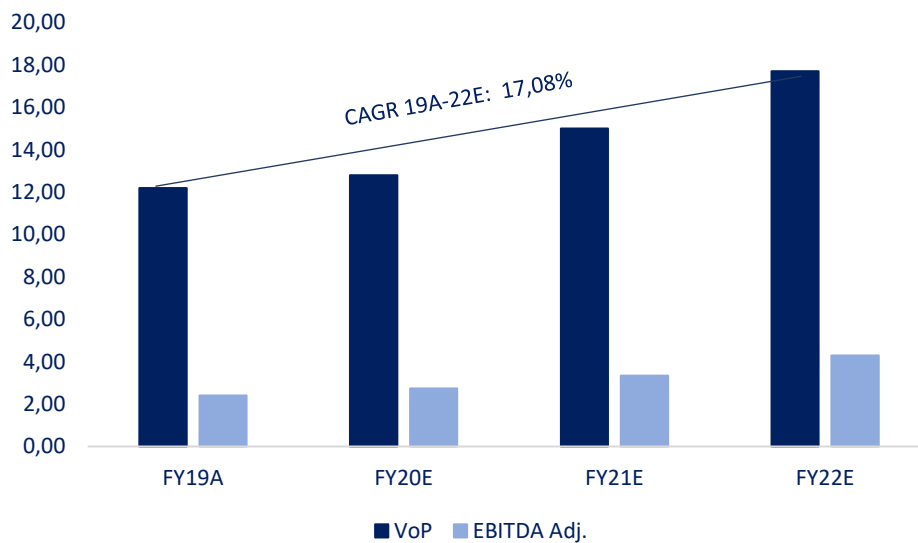
Nel contesto causato dall'epidemia COVID-19, la Società è strutturata con circa il 90% della forza lavoro in *smart working*, mentre il restante 10% circa lavora in attività di laboratorio. Questi ultimi, lavorando in settori quali sanità, trasporti e telecomunicazioni, continuano ad operare in ragione del fatto che le attività svolte ricadono tra le attività a supporto dei servizi essenziali che rientrano nell'Ordinanza emessa dalla Presidenza del Consiglio dei Ministri in data 22 Marzo 2020, e come tali non possono essere sospesi poiché fondamentali per garantire la continuità della filiera. Inoltre, ad oggi, il management ci comunica che non sono previsti né rallentamenti né slittamenti significativi nelle commesse in essere. Per questo motivo, non abbiamo stimato impatti negativi derivanti dall'epidemia Covid-19, in quanto ad oggi non ne sussistono gli elementi.

Table 3 – Estimates Updates FY20E-25E

€/mln	FY20E	FY21E	FY22E
Sales			
New	11,0	13,0	15,5
Old	11,0	13,0	15,5
Change	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA Adj.			
New	2,7	3,4	4,3
Old	2,8	3,5	4,5
Change	-1,8%	-4,3%	-4,4%
EBITDA Adj. %			
New	21,5%	22,3%	24,3%
Old	21,8%	23,3%	25,4%
Change	-0,4%	-1,0%	-1,1%
EBIT			
New	1,5	2,1	3,1
Old	1,9	2,5	3,4
Change	-22,1%	-14,3%	-10,4%
Net Income			
New	0,9	1,4	2,1
Old	1,2	1,7	2,4
Change	-24,1%	-15,2%	-10,8%
NFP			
New	(2,2)	(3,7)	(5,1)
Old	(4,7)	(6,3)	(8,0)
Change	N.A	N.A	N.A

Source: Integrae SIM

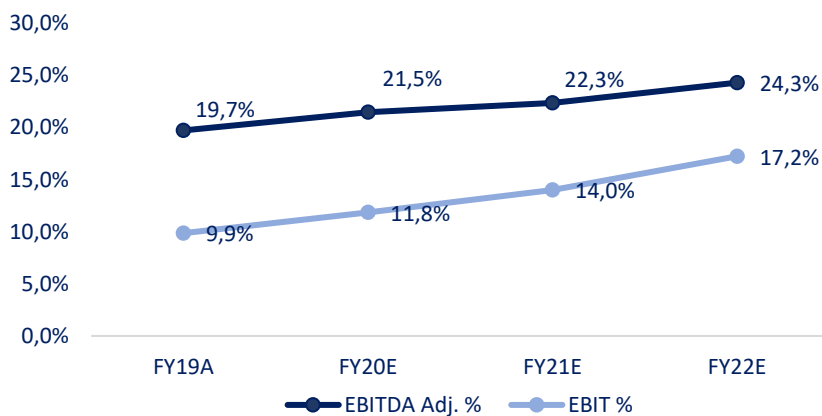
Chart 3 – VoP and EBITDA FY19A-22E



Source: Integrae SIM

Per quanto riguarda il valore della produzione, confermiamo le stime effettuate nella precedente *report*, pensiamo che la Società sarà in grado di confermare questi valori di crescita nei prossimi anni. Crediamo, infatti, che Fos sarà in grado di sostenere la crescita con tutte le linee di business: *Information Technology, Communication Technology ed Engineering and Technology Transfer*.

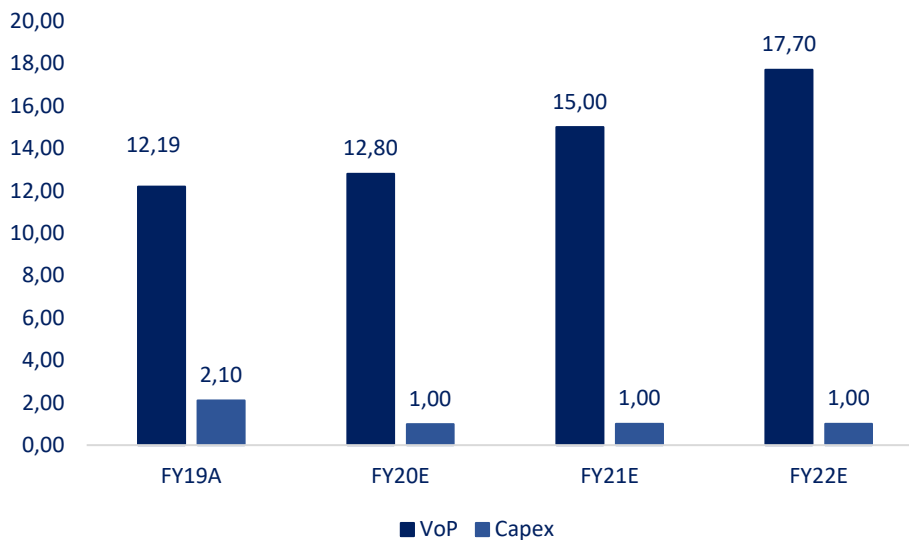
Chart 4 – Estimates Margin FY19A-22E



Source: Integrae SIM

Crediamo che la marginalità possa continuare il percorso di crescita osservato negli ultimi anni grazie a nuove commesse in grado di impattare positivamente in termini di EBITDA e grazie a lavori in corso d'opera che hanno già avuto impatti negativi sui costi e che avranno riscontro nei ricavi dei prossimi anni. Abbiamo rivisto le stime leggermente al ribasso in ragione dei costi *on-going* derivanti dalla quotazione in borsa oltre che ad alcuni costi di R&D non capitalizzabili.

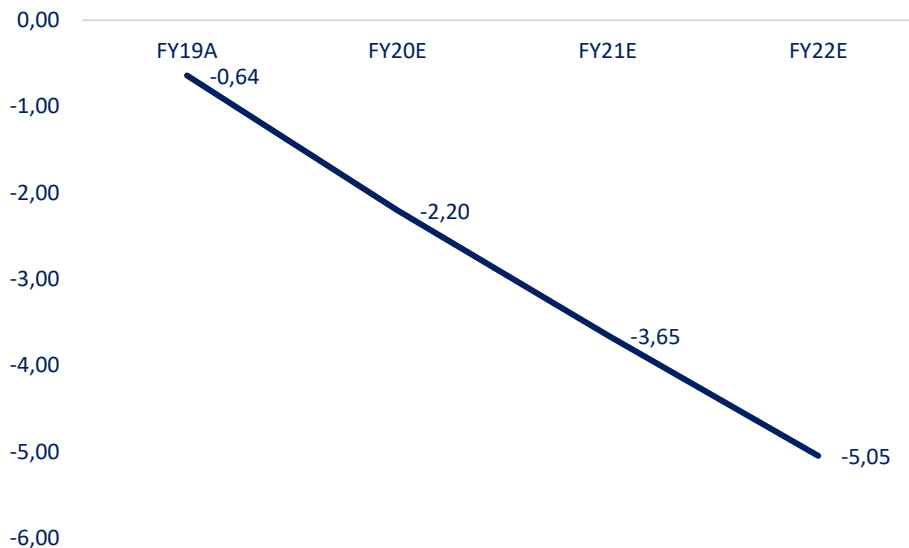
Chart 5 – Estimates Capex FY19A-22E



Source: Integrae SIM

A livello di Capex, ci aspettiamo che la Società continuerà il piano di investimenti con il completamento di tutti i progetti di R&D già precedentemente descritti. Gli investimenti saranno finanziati tramite debito a medio-lungo termine. Oltre a questo, come previsto in sede di IPO, la Società rimane vigile sul mercato alla ricerca di possibili target di acquisizione, tali operazioni di finanza straordinaria saranno finanziate tramite la raccolta di IPO.

Chart 6 – Estimates NFP FY19A-22E



Source: Integrae SIM

In termini di NFP, crediamo che la Società sarà in grado di migliorare la propria situazione grazie al miglioramento della gestione del circolante e all’abilità della gestione caratteristica di generare flussi di cassa positivi. In particolare, nel corso del 2020, la Società aumenterà le proprie disponibilità liquide grazie ad incassi legati ad operazioni di factoring, alla

compensazione su versamenti all'erario dovuta a crediti tributari e all'incasso di finanziamenti per progetti R&D.

2. Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di Fos sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili.

2.1 DCF Method

Table 4 – WACC

WACC		5,73%
Risk Free Rate	0,17% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	7,37% Beta Adjusted	0,87
D/E (average)	66,67% Beta Relevered	1,29
Ke	9,08% Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 5,73%. Il WACC risulta significativamente inferiore a quello del precedente *report* in ragione di una capital structure più efficiente.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		37,1
FCFO actualized	6,2	17%
TV actualized DCF	30,3	83%
Enterprise Value	36,5	100%
NFP (FY19A)	-0,6	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di **€37,1 mln.**

2.2 Market multiples

Il nostro *panel* è formato da società operanti nello stesso settore di Fos, ma molte hanno capitalizzazione maggiore. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il *DCF method*. I multipli delle società considerate risultano inferiori mediamente del 30% sugli anni considerati, rispetto a quelli riportati nel precedente report, in ragione del crollo del mercato legato all'epidemia Covid-19.

Il *panel* è composto da:

Table 6.1 – Market Multiples - IT

Company Name	EV/EBITDA (x)		
	FY20E	FY21E	FY22E
Bouvet ASA	9,1x	8,3x	7,6x
Net One Systems Co., Ltd.	7,8x	6,9x	6,1x
CGI, Inc.	8,7x	8,3x	8,4x
Reply S.p.A.	8,9x	8,0x	7,3x
Tata Consultancy Services Limi...	13,6x	12,5x	N/A
Eurotech S.p.A.	6,2x	5,6x	4,9x
Citrix Systems Inc.	16,6x	15,8x	14,6x
Altran Technologies SA	9,4x	8,7x	7,5x
Median	9,0x	8,3x	7,5x

Source: Infinancials

Table 6.2 – Market Multiples – TLC Equipments

Company Name	EV/EBITDA (x)		
	FY20E	FY21E	FY22E
Cisco Systems Inc.	8,1x	7,9x	7,9x
Juniper Networks Inc.	6,2x	5,8x	5,7x
F5 Networks Inc.	6,8x	6,2x	6,3x
Accton Technology Corp.	11,5x	9,2x	7,3x
Viavi Solutions Inc.	8,6x	8,3x	N/A
HMS Networks AB	18,8x	14,8x	12,1x
Ascom Holding AG	7,9x	5,9x	5,1x
Anritsu Corp.	10,6x	9,9x	9,1x
Spirent Communications plc	10,8x	10,2x	9,4x
Median	8,6x	8,3x	7,6x

Source: Infinancials

Table 7 – Market Multiples Valuation

€/mln	2020E	2021E	2022E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	24,1	27,8	32,4
Equity Value			
EV/EBITDA	26,3	31,5	37,5
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	19,7	23,6	28,1
Average	19,7	23,6	28,1

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di Fos utilizzando i *market multiples* EV/EBITDA, EV/EBIT risulta essere pari a circa €31,8 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità di Fos rispetto alle società incluse nel *panel*, oltre ad una capitalizzazione più bassa. Pertanto, ne risulta un ***equity value* di €23,8 mln.**

2.3 Equity Value

Table 8 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	30,5
Equity Value DCF (€/mln)	37,1
Equity Value multiples (€/mln)	23,8
Target Price (€)	4,90

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa €30,5 mln. Il *target price* è quindi di €4,90 (prev. €4,90). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 9 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	10,9x	8,9x	6,9x
EV/EBIT	19,7x	14,2x	9,8x

Source: Integrae SIM

Table 10 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	6,7x	5,5x	4,3x
EV/EBIT	12,1x	8,7x	6,0x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Article 69 Et seq. of Consob (Italian Securities Exchange Commission) Regulation No. 11971/1999

Analyst/s certification

The analysts who have produced the following analyses hereby 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 them, as a result of the above opinions, or shall be correlated to the success of investment banking transactions. INTEGRÆ SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRÆ 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. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi is Integræe SIM's currently Head of Equity Research. Mattia Petracca is currently a financial analyst.

Disclaimer

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

INTEGRÆ SIM SpA performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

INTEGRÆ 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. INTEGRÆ SIM SpA will continue to cover this stock 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 INTEGRÆ SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
27/12/2019	3.30	Buy	4.90	Medium	Update

The list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integræe SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integræe SIM website.

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRÆ SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRÆ 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). INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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. INTEGRÆ SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integræe 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 Integræe 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. INTEGRÆ 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 INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ 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 and/or target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRAE 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 Fos 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 Fos 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 Fos 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.