

Data produzione: 28 Settembre 2020 - h. 18,30

Data pubblicazione: 29 Settembre 2020 - h. 7,00

Fos	Italy	FTSE AIM Italia	ICT
Rating: BUY (unch.)	Target Price: € 5,30 (prev. 4,90)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	8,47%	-7,57%	-15,32%	N/A
to FTSE AIM Italia	8,88%	-3,42%	-17,65%	N/A
to FTSE STAR Italia	5,63%	-19,73%	-51,94%	N/A
to FTSE All-Share	11,59%	-6,52%	-29,70%	N/A
to EUROSTOXX	11,14%	-7,42%	-32,01%	N/A
to MSCI World Index	13,76%	-14,48%	-39,72%	N/A

Stock Data

Price	€ 2,63
Target price	€ 5,30
Upside/(Downside) potential	101,9%
Bloomberg Code	FOS IM EQUITY
Market Cap (€m)	€ 16,33
EV (€m)	€ 15,69
Free Float	35,71%
Share Outstanding	6.221.500
52-week high	€ 3,72
52-week low	€ 1,95
Average daily volumes (3m)	12.000

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	1,2	1,9	2,9
Net Profit	0,7	0,7	1,2	2,0
EPS (€)	0,12	0,12	0,19	0,31
EBITDA Adj. margin	19,7%	21,5%	22,3%	24,3%
EBIT margin	9,9%	9,7%	12,7%	16,4%

Main Ratios	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	6,5	5,7	4,7	3,6
EV/EBIT (x)	13,1	12,6	8,3	5,4
P/E (x)	22,7	21,9	13,6	8,4

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



1H20A Results

I risultati dell'1H20, nonostante le grandi difficoltà legate alla diffusione dell'epidemia Covid 19, risultano in miglioramento sia in termini di valore della produzione sia in termini di marginalità rispetto ai dati semestrali dello scorso anno. Il valore della produzione, pari a € 5,77 mln (€ 5,16 mln al 30 giugno 2019), ha fatto registrare una crescita dell'11,8%, grazie al contributo positivo di tutte le linee di ricavo e in particolare della linea Information Technology ed Engineering and Technology Transfer. L'EBITDA è pari a € 1,1 mln (€ 0,9 mln al 30 giugno 2019) con EBITDA Margin pari al 18,6%.

Estimates Update

Alla luce dei dati pubblicati nella relazione semestrale, le nostre nuove stime restano sostanzialmente in linea con quelle precedenti. Per il 2020E, ci aspettiamo valore della produzione pari a € 12,8 mln, EBITDA Adj. pari a € 2,7 mln (corrispondente ad una marginalità del 21,5%) ed EBIT pari a € 1,2 mln.

Ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 17,7 mln (CAGR 19A-22E: 13,23%) nel 2022E, con EBITDA Adj. pari a € 4,30 mln (marginalità del 24,3%), in crescita rispetto a € 2,40 mln del 2019A (EBITDA Adj. margin del 19,7%).

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 € 33,2 mln. L'equity value di FOS utilizzando i market multiples risulta essere pari € 32,8 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 33,0 mln. Il target price è di € 5,30 (prev. € 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>	15,7%	17,4%	17,9%	19,5%	20,7%	22,6%
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>	15,7%	19,1%	19,7%	21,5%	22,3%	24,3%
D&A	0,61	0,69	0,98	1,25	1,20	1,10
EBIT	0,78	1,00	1,20	1,25	1,90	2,90
<i>EBIT Margin</i>	8,8%	10,3%	9,9%	9,7%	12,7%	16,4%
Financial Management	(0,14)	(0,23)	(0,15)	(0,15)	(0,10)	(0,05)
EBT	0,64	0,77	1,05	1,10	1,80	2,85
Taxes	0,17	0,33	0,33	0,35	0,60	0,90
Net Income	0,48	0,44	0,72	0,75	1,20	1,95

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Fixed Asset	1,39	4,11	5,23	5,80	5,60	5,50
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	6,80	6,55	7,10
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	6,70	7,90
Net Profit	0,48	0,44	0,72	0,75	1,20	1,95
Equity	1,54	1,79	7,51	8,25	9,45	11,40
Cash and Cash Equivalent	2,24	1,25	4,67	4,95	6,30	7,60
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)	(1,45)	(2,90)	(4,30)
TOTAL SOURCES	1,97	4,85	6,87	6,80	6,55	7,10

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EBIT	1,00	1,20	1,25	1,90	2,90
Taxes	0,33	0,33	0,35	0,60	0,90
NOPAT	0,67	0,87	0,90	1,30	2,00
D&A	0,69	0,98	1,25	1,20	1,10
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	2,78	2,55	2,45
Investments	(3,42)	(2,10)	(1,82)	(1,00)	(1,00)
FREE CASH FLOW	(2,21)	(1,15)	0,96	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	0,28	1,35	1,30

Source: FOS and Integrae SIM

1.1 1H20A Results

Table 2 – 1H20A vs 1H19A

€/mln	VoP	EBITDA Adj.	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP*
1H20A	5,77	1,07	18,6%	0,58	0,37	(0,66)
1H19A	5,16	0,86	16,7%	0,59	0,26	(0,63)
Change	11,8%	24,4%	1,9%	-1,7%	44,5%	N.A

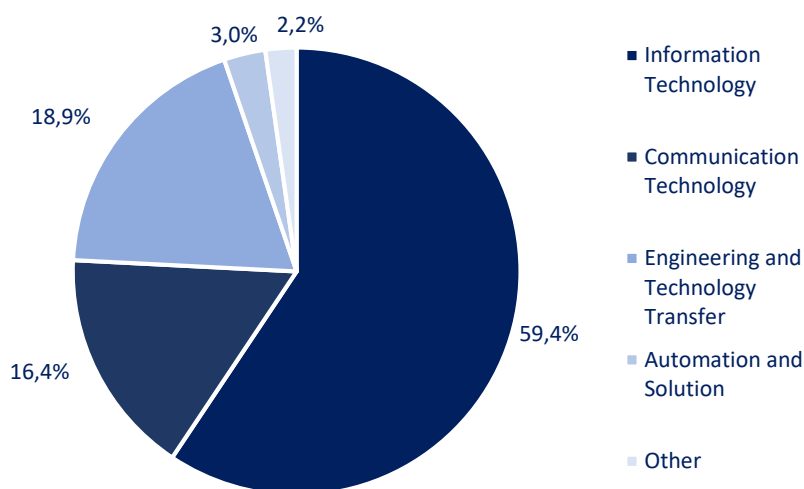
*La NFP 1H19A fa riferimento al valore full year 2019A

Source: FOS

I risultati del primo semestre del 2020, nonostante le grandi difficoltà legate alla diffusione dell'epidemia Covid 19, risultano in miglioramento sia in termini di valore della produzione sia in termini di marginalità rispetto ai dati semestrali dello scorso anno. Per questo motivo, tramite comunicato stampa, la Società ha dichiarato *“Siamo molto confidenti di raggiungere gli obiettivi dell'anno e di proseguire con forza nel percorso di crescita proposto al mercato”*.

Il valore della produzione, pari a € 5,77 mln (€ 5,16 mln al 30 giugno 2019), ha fatto registrare una crescita dell'11,8%, grazie al contributo positivo di tutte le linee di ricavo e in particolare della linea Information Technology ed Engineering and Technology Transfer.

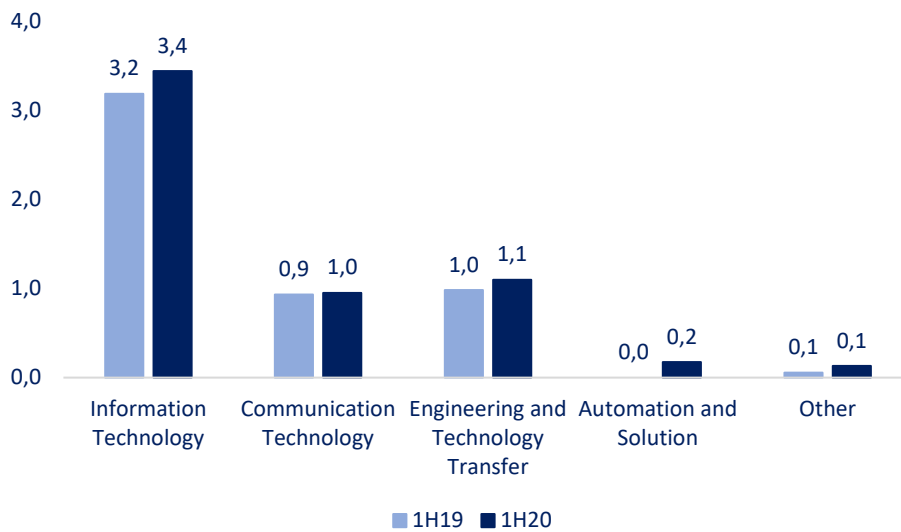
Chart 1 – Revenues by Business Line 1H20A



Source: FOS

La linea di business che ha generato la maggior quota di ricavi è Information Technology con una quota pari al 59,4% dei ricavi, le due business line Communication Technology e Engineering and Technology Transfer hanno generato quote pari a: 16,4% e 18,9%. La business line meno rilevante in termini di ricavi generati è la Automation and Solution, con una quota pari al 3%.

Chart 2 – Revenues by Business Line 1H20A vs 1H19A



Source: FOS

Tutte le linee di business mostrano una crescita rispetto ai dati semestrali dello scorso anno, in particolare, la crescita complessiva è stata trainata soprattutto dalle linee Information Technology ed Engineering and Technology Transfer, con crescite rispettivamente pari a 8% e 11,8%.

L'EBITDA è pari a € 1,1 mln (€ 0,9 mln al 30 giugno 2019) con EBITDA Margin pari al 18,6%. Secondo quanto dichiarato dalla Società, la crescita della marginalità deriva dalla forza del modello di *outsourcing* e dalle sinergie di costo create tra le diverse linee di business.

L'EBIT è pari a € 0,58 mln (€ 0,59 mln al 30 giugno 2019), l'Utile Netto complessivo si attesta a € 0,37 mln in crescita rispetto a € 0,26 registrato al 30 giugno 2019.

La Posizione Finanziaria Netta, pari a - € 0,66 mln, risulta in leggero miglioramento rispetto ai dati del full year 2019 (- € 0,63 mln al 30 giugno 2019). Tale miglioramento è frutto, tra le altre cose, di un continuo monitoraggio della situazione dei crediti che ha permesso di mantenere un certo livello di regolarità negli incassi. A livello di Capex, la Società ha investito € 1,0 mln circa in R&D, una quota pari al 70% di tale investimento (relativi ai costi di sviluppo sperimentale focalizzato alla realizzazione di prototipi e dimostratori) è stata capitalizzata.

1.2 Estimates FY19E-FY22E

Table 3 – Estimates Updates FY20E-FY22E

€/mln	FY20E	FY21E	FY22E
VoP			
New	12,8	15,0	17,7
Old	12,8	15,0	17,7
Change	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA Adj.			
New	2,7	3,4	4,3
Old	2,7	3,4	4,3
Change	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA Adj. %			
New	21,5%	22,3%	24,3%
Old	21,5%	22,3%	24,3%
Change	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			
New	1,2	1,9	2,9
Old	1,5	2,1	3,1
Change	-17,8%	-9,5%	-4,9%
Net Income			
New	0,7	1,2	2,0
Old	0,9	1,4	2,1
Change	-21,2%	-14,3%	-7,1%
NFP			
New	(1,5)	(2,9)	(4,3)
Old	(2,2)	(3,7)	(5,1)
Change	N.A	N.A	N.A

Source: Integrae SIM

Alla luce dei dati pubblicati nella relazione semestrale, le nostre nuove stime restano sostanzialmente in linea con quelle precedenti. Le uniche differenze riscontrabili sono dovute ad una quota di investimenti maggiore per il 2020E rispetto a quella precedentemente stimata. Questo ci porta ad aumentare le nostre stime in termini di immobilizzazioni e in termini di ammortamenti. Gli effetti di tale variazione sono visibili sia sui valori di EBIT e Net Income, sia sui valori di NFP. Per concludere, per il 2020E, ci aspettiamo valore della produzione pari a € 12,8 mln, EBITDA Adj. pari a € 2,7 mln (corrispondente ad una marginalità del 21,5%) ed EBIT pari a € 1,2 mln.

Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 17,7 mln (CAGR 19A-22E: 13,23%) nel 2022E, con EBITDA Adj. pari a €4,3 mln (corrispondente ad una marginalità del 24,3%), in crescita rispetto a € 2,40 mln del 2019A (corrispondente ad un EBITDA margin del 19,7%).

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		6,09%
Risk Free Rate	0,28% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	8,46% Beta Adjusted	0,82
D/E (average)	66,67% Beta Relevered	1,21
Ke	9,68% Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo considerato un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 6,09%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		33,2
FCFO actualized	5,6	17%
TV actualized DCF	27,0	83%
Enterprise Value	32,5	100%
NFP (FY19A)	-0,6	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e, prendendo come riferimento le nostre stime ed assumptions, ne risulta un **equity value di € 33,2 mln.**

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln	Growth rate (g)	WACC						
		4,6%	5,1%	5,6%	6,1%	6,6%	7,1%	7,6%
2,5%		74,0	60,3	51,1	44,4	39,4	35,4	32,2
2,0%		61,0	51,6	44,9	39,8	35,8	32,5	29,9
1,5%		52,1	45,3	40,2	36,1	32,9	30,2	27,9
1,0%		45,8	40,6	36,5	33,2	30,5	28,2	26,3
0,5%		41,0	36,8	33,5	30,8	28,5	26,5	24,9
0,0%		37,2	33,8	31,1	28,8	26,8	25,1	23,6
-0,5%		34,2	31,4	29,0	27,0	25,3	23,8	22,5

Source: Integrae SIM

2.2 Market Multiples

I nostri panel sono composti da società operanti nello stesso settore di FOS, ma con una capitalizzazione maggiore. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il DCF method.

Table 7.1 – Market Multiples - IT

Company Name	EV/EBITDA (x)		
	FY20E	FY21E	FY22E
Bouvet ASA	13,9x	12,9x	11,8x
Net One Systems Co., Ltd.	16,4x	14,6x	13,4x
CGI, Inc.	10,5x	10,2x	9,9x
Reply S.p.A.	17,4x	15,1x	13,6x
Tata Consultancy Services Limi...	21,0x	18,8x	17,1x
Eurotech S.p.A.	14,8x	7,0x	5,3x
Citrix Systems Inc.	14,6x	15,2x	13,8x
Median	14,8x	14,6x	13,4x

Source: Infinitals

Table 7.2 – Market Multiples - TLC

Company Name	EV/EBITDA (x)		
	FY20E	FY21E	FY22E
Cisco Systems Inc.	7,8x	8,4x	8,0x
Juniper Networks Inc.	7,8x	6,9x	6,7x
F5 Networks Inc.	7,2x	6,8x	6,7x
Accton Technology Corp.	16,0x	12,5x	10,3x
Viavi Solutions Inc.	9,8x	8,9x	9,0x
HMS Networks AB	28,0x	24,3x	20,3x
Ascom Holding AG	20,0x	14,3x	11,0x
Anritsu Corp.	10,2x	9,3x	8,7x
Spirent Communications plc	14,9x	14,0x	13,4x
Median	10,2x	9,3x	9,0x

Source: Infinitals

Table 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	2020E	2021E	2022E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	34,4	39,9	48,2
Equity Value			
EV/EBITDA	35,8	42,8	52,5
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	26,9	32,1	39,4
Average	26,9	32,1	39,4

Source: Integrae SIM

L'equity value di FOS, utilizzando il *market multiple* EV/EBITDA, risulta essere pari a €43,7 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità di FOS rispetto ai comparables, oltre che ad una capitalizzazione più bassa. Pertanto, ne risulta **un equity value di € 32,8 mln.**

2.3 Equity Value

Table 9 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	33,0
Equity Value DCF (€/mln)	33,2
Equity Value multiples (€/mln)	32,8
Target Price (€)	5,30

Source: Integrae SIM

L'equity value medio è pari a €33,0 mln. Il target price è quindi di €5,30 (prev. €4,90). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	11,8x	9,7x	7,5x
EV/EBIT	26,0x	17,0x	11,1x

Source: Integrae SIM

Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples

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

Source: Integrae SIM

**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. INTEGRÆ SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRÆ and other intermediaries: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integræ SIM's current Head of Research, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalist guild. Mattia Petracca is current 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 March 29th 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 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 INTEGRÆ SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
24/09/2019	3,30	Buy	4,90	Medium	Initiation of Coverage
01/04/2020	3,05	Buy	4,90	Medium	Update

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