

Fos	Italy	Euronext Growth Milan	ICT
Rating: BUY (unch.)	Target Price: € 6,50 (prev. 6,35)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-1,55%	-17,66%	-20,95%	-3,65%
to FTSE Italia Growth	-4,86%	-8,32%	-17,32%	-24,43%
to Euronext STAR Milan	-2,58%	-2,76%	-14,16%	-13,67%
to FTSE All-Share	-3,98%	-8,13%	-19,11%	-5,36%
to EUROSTOXX	-4,12%	-8,13%	-19,00%	-2,34%
to MSCI World Index	-4,68%	-11,97%	-23,09%	-9,93%

Stock Data

Price	€ 3,17
Target price	€ 6,50
Upside/(Downside) potential	105,1%
Bloomberg Code	FOS IM EQUITY
Market Cap (€m)	€ 20,17
EV (€m)	€ 18,44
Free Float	36,20%
Share Outstanding	6.362.562
52-week high	€ 4,30
52-week low	€ 2,94
Average daily volumes (3m)	10.900

Key Financials (€m)	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
VoP	17,6	19,5	21,5	23,5
EBITDA Adj.	3,1	4,2	4,6	5,1
EBIT	1,6	2,6	3,0	3,4
Net Profit	1,1	1,9	2,1	2,4
EPS (€)	0,17	0,29	0,33	0,38
EBITDA Adj. margin	17,9%	21,3%	21,4%	21,5%
EBIT margin	9,1%	13,1%	13,7%	14,3%

Main Ratios	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA (x)	5,9	4,4	4,0	3,7
EV/EBIT (x)	11,5	7,2	6,2	5,5
P/E (x)	18,8	10,9	9,6	8,4

Mattia Petracca mattia.petracca@integraesim.it

Alessandro Colombo alessandro.colombo@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



FY21A Results

Il valore della produzione si attesta a € 17,60 mln, rispetto a un valore pari a € 15,80 mln pro-forma registrato a fine 2020 e a € 17,00 mln stimati nel nostro precedente report. L'EBITDA, pari a € 3,14 mln, registra un aumento rispetto ai € 2,80 mln pro-forma dell'esercizio precedente e risulta in linea rispetto alle nostre attese pari a € 3,20 mln. L'EBITDA Margin è pari al 17,9%, rispetto al 17,7% del 2020 e 18,8% stimato. L'Utile Netto si attesta a € 1,07 mln in linea rispetto a € 1,15 mln atteso. La NFP mostra un significativo miglioramento da € -1,55 mln a € -1,73 mln.

Estimates Update

Stimiamo valore della produzione 2022E pari a € 19,50 mln ed un EBITDA pari a € 4,15 mln, corrispondente ad una marginalità del 21,3%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 23,5 mln (CAGR 21A-24E: 10,12%) nel 2024E, con EBITDA pari a € 5,05 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 21,5%), in crescita rispetto a € 3,14 mln del 2021A (corrispondente ad un EBITDA margin del 17,9%). A livello patrimoniale, stimiamo una NFP cash positive per il 2024E pari a € 5,42 mln.

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 € 44,7 mln. L'equity value di FOS utilizzando i market multiples risulta essere pari € 38,0 mln (inclusendo un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 41,4 mln. Il target price è di € 6,50, rating BUY e rischio MEDIUM.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY19A	FY20A*	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Sales	9,66	13,00	14,84	17,20	19,00	21,00
Other Revenues	2,53	2,80	2,76	2,30	2,50	2,50
Value of Production	12,19	15,80	17,60	19,50	21,50	23,50
COGS	1,66	1,85	1,12	1,00	0,95	1,00
Use of Asset owned by Others	0,14	0,15	0,17	0,30	0,30	0,30
Services	3,03	3,75	4,90	5,10	5,70	6,20
Employees	4,99	7,00	8,12	8,60	9,50	10,50
Other Operating Expenses	0,19	0,25	0,14	0,35	0,45	0,45
EBITDA	2,19	2,80	3,14	4,15	4,60	5,05
<i>EBITDA Margin</i>	<i>17,9%</i>	<i>17,7%</i>	<i>17,9%</i>	<i>21,3%</i>	<i>21,4%</i>	<i>21,5%</i>
Non Recurrent Financial Charges	0,22	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBITDA Adj.	2,40	2,80	3,14	4,15	4,60	5,05
<i>EBITDA Margin Adj.</i>	<i>19,7%</i>	<i>17,7%</i>	<i>17,9%</i>	<i>21,3%</i>	<i>21,4%</i>	<i>21,5%</i>
D&A	0,98	1,28	1,54	1,60	1,65	1,70
EBIT	1,20	1,52	1,61	2,55	2,95	3,35
<i>EBIT Margin</i>	<i>9,9%</i>	<i>9,6%</i>	<i>9,1%</i>	<i>13,1%</i>	<i>13,7%</i>	<i>14,3%</i>
Financial Management	(0,15)	(0,17)	(0,14)	(0,05)	(0,05)	(0,05)
EBT	1,05	1,35	1,47	2,50	2,90	3,30
Taxes	0,33	0,32	0,40	0,65	0,80	0,90
Net Income	0,72	1,04	1,07	1,85	2,10	2,40
Minorities	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY19A	FY20A*	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Fixed Asset	5,23	6,09	6,25	6,65	7,00	7,30
Account receivable	4,38	5,99	6,97	8,00	8,80	9,70
Inventories	0,42	0,41	0,38	0,40	0,40	0,40
Account payable	2,60	2,61	2,86	2,90	3,20	3,50
Operating Working Capital	2,20	3,78	4,49	5,50	6,00	6,60
Other Receivable	3,48	2,61	2,79	3,20	3,50	3,85
Other Payable	2,89	4,14	4,32	4,40	4,80	5,20
Net Working Capital	2,79	2,26	2,96	4,30	4,70	5,25
Severance Indemnities & Provision	1,15	1,38	1,49	1,75	2,00	2,20
NET INVESTED CAPITAL	6,87	6,96	7,71	9,20	9,70	10,35
Share Capital	1,56	1,56	1,59	1,59	1,59	1,59
Reserves and Retained Profits	5,24	5,92	6,76	7,83	9,68	11,78
Net Profit	0,72	1,04	1,07	1,85	2,10	2,40
Equity	7,51	8,51	9,42	11,27	13,37	15,77
Minorities Equity	0,00	0,00	0,02	0,00	0,00	0,00
Cash and Cash Equivalent	4,67	7,21	8,16	8,07	9,97	12,02
Short-Term Financial debt	1,50	0,90	1,38	1,50	2,00	2,50
ML Term Financial Debt	2,53	4,77	5,05	4,50	4,30	4,10
Net Financial Position	(0,64)	(1,55)	(1,73)	(2,07)	(3,67)	(5,42)
TOTAL SOURCES	6,87	6,96	7,71	9,20	9,70	10,35
CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY19A	FY20A*	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EBIT	1,20	1,52	1,61	2,55	2,95	3,35
Taxes	0,33	0,32	0,40	0,65	0,80	0,90
NOPAT	0,87	1,20	1,21	1,90	2,15	2,45
D&A	0,98	1,28	1,54	1,60	1,65	1,70
Change in receivable	(1,57)	(1,61)	(0,98)	(1,03)	(0,80)	(0,90)
Change in inventories	(0,02)	0,02	0,03	(0,02)	0,00	0,00
Change in payable	1,22	0,01	0,25	0,04	0,30	0,30
Other Changes	(0,49)	2,11	0,00	(0,33)	0,10	0,05
Change in NWC	(0,86)	0,53	(0,70)	(1,34)	(0,40)	(0,55)
Change in Provision	(0,04)	0,23	0,10	0,26	0,25	0,20
OPERATING CASH FLOW	0,95	3,24	2,15	2,42	3,65	3,80
Investments	(2,10)	(2,13)	(1,69)	(2,00)	(2,00)	(2,00)
FREE CASH FLOW	(1,15)	1,11	0,46	0,41	1,65	1,80
Financial Management	(0,15)	(0,17)	(0,14)	(0,05)	(0,05)	(0,05)
Change in Payable to Banks	(0,27)	1,63	0,76	(0,43)	0,30	0,30
Change in Equity	5,00	(0,04)	(0,13)	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	3,42	2,54	0,95	(0,06)	1,90	2,05

*Dati pro-forma: elaborazione Integrae SIM sulla base dei comunicati stampa pubblicati dalla Società

Source: FOS and Integrae SIM estimates

1.1 FY21A Results

Table 2 – Actual VS Estimates FY21A

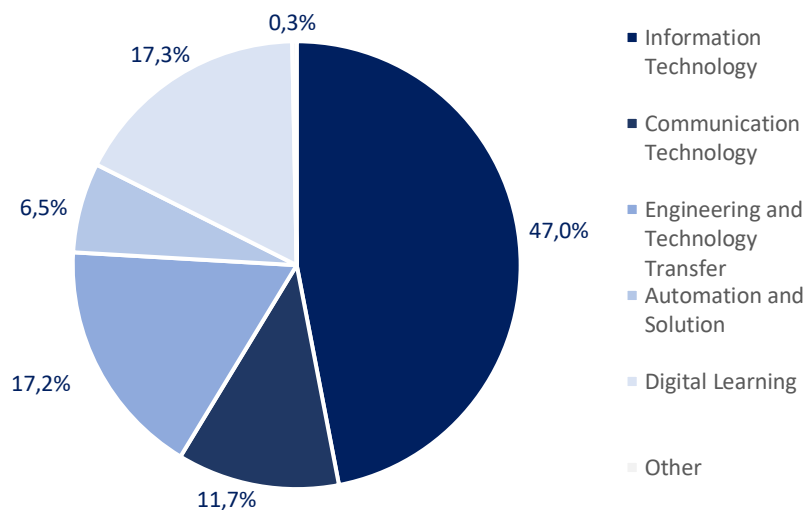
€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY21A	17,60	3,14	17,9%	1,61	1,07	(1,73)
FY21E	17,00	3,20	18,8%	1,80	1,15	(1,36)
Change	3,5%	-1,8%	-1,0%	-10,8%	-6,9%	N.A

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati annuali, dichiara: *“La nostra azienda consolida un robusto percorso di crescita, raddoppiando in due anni i volumi e mantenendo sempre elevate la marginalità e la cassa. [...] Il 2021 è stato un anno di grande soddisfazione. Il modello di business dei servizi tecnologici ricorrenti, con l’ampliamento dei ricavi su tutte le linee di business, l’aumento dei ricavi da piattaforme digitali proprietarie e il lancio di tre nuove start-up per valorizzare la proprietà intellettuale, ci permettono di guardare con fiducia al futuro. Riteniamo di dover lavorare in modo ancor più consistente sull’acquisizione di capitale umano, grande sfida del settore digitale nei prossimi anni. L’esperienza della nostra Accademy aziendale ci consente di garantire ai nostri clienti team dedicati specializzati. Riteniamo il 2022 un anno promettente per un’ulteriore crescita sana e sostenibile per il nostro Gruppo”.*

Il valore della produzione si attesta a € 17,60 mln, rispetto a un valore pari a € 15,80 mln pro-forma registrato a fine 2020 e a € 17,00 mln stimati nel nostro precedente report. La crescita rispetto al 2020 è stata possibile soprattutto grazie al rafforzamento del posizionamento e all’ampliamento della base clienti in tutte le linee di ricavo, all’ampliamento dei servizi in modalità SaaS e outsourcing IT, alla diversificazione delle aree di intervento per la linea Communication Technology, a nuovi progetti in ambito Ingegneria e Ricerca e Sviluppo e alla nuova linea di ricavo Digital Learning.

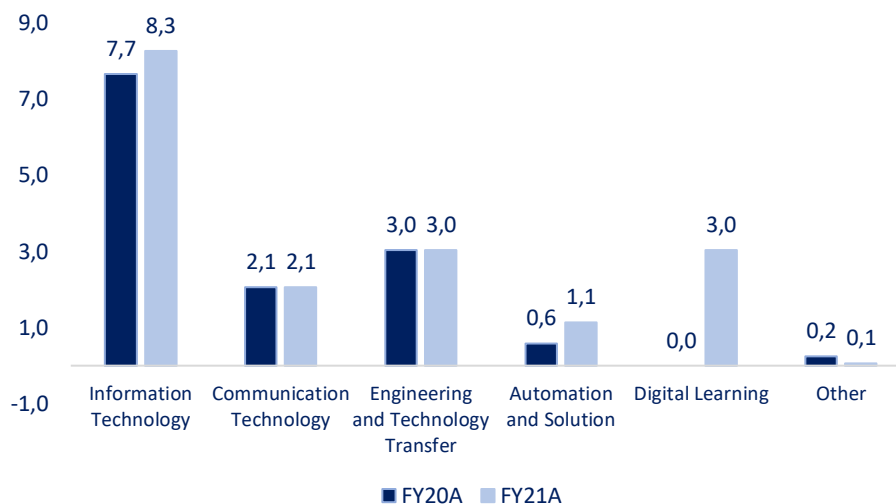
Chart 1 – Revenues Breakdown by Segment



Source: FOS

Il valore della produzione della Società, nel corso del 2021A, è riconducibile alla seguente scomposizione: 47,0% Information Technology, 11,7% Communication Technology, 17,2% Engineering and Technology Transfer, 6,5% Automation and Solution, 17,3% dalla nuova linea di Digital Learning e il restante 0,3% legato ad altre attività.

Chart 2 – Revenues by Segment 2020-2021



Source: FOS

La maggior parte delle principali linee di business mostra un incremento del valore della produzione nel corso dell'anno. L'incremento più significativo è riconducibile alla linea Automation and Solution (creata nel corso del 2020) che mostra una crescita pari al 97,2% circa. Inoltre, nel corso dell'anno, è stata attivata la linea Digital Learning che ha contribuito per € 3,04 mln.

La crescita della linea Information Technology è legato all'ampliamento della base clienti, ad una maggiore penetrazione sui clienti storici, ad un potenziamento del livello tecnologico dell'offerta aziendale, alla maggiore specializzazione sui mercati verticali ed, infine, all'ampliamento dei territori di riferimento presidiati. La linea Communication Technology ha visto l'acquisizione di nuovi clienti Telco, mentre le performance del settore Trasporti risultano in linea con l'esercizio precedente. Si è inoltre consolidata la linea del Biomedicale, con risultati tangibili a partire dal prossimo esercizio. La crescita della linea Automation & Solution è dovuta all'avvio di nuovi progetti di automazione nel settore dei Trasporti e dell'Energia. Per la linea Engineering & Technology Transfer il Gruppo ha avviato nuovi progetti di ingegneria nati dall'esperienza in ambito R&D e ha consolidato progetti di innovazione commissionati da clienti diretti e da partenariati di ricerca e sviluppo su commesse finanziate. Infine, l'integrazione all'interno del Gruppo della linea Digital Learning, creata nel 2021, ha permesso una crescita di quest'ultima sia in termini quantitativi che qualitativi, con lo sviluppo di un modello di business replicabile.

L'EBITDA, pari a € 3,14 mln, registra un aumento rispetto ai € 2,80 mln pro-forma dell'esercizio precedente e risulta sostanzialmente in linea rispetto alle nostre attese pari a € 3,20 mln. L'EBITDA Margin è pari al 17,9%, rispetto al 17,7% del 2020 e 18,8% stimato. La crescita dell'EBITDA è dovuta principalmente al posizionamento geografico, alla fidelizzazione del cliente e alla capacità di integrazione dell'offerta.

L'EBIT, pari a € 1,52 mln pro-forma nel 2020, ammonta a € 1,61 mln dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 1,54 mln, rispetto a nostre stime pari a € 1,80 mln. L'Utile Netto si attesta a € 1,07 mln (€ 1,04 mln nel 2020 considerando InRebus Technologies) in linea rispetto a € 1,15 mln atteso.

La NFP mostra un significativo miglioramento da € -1,55 mln a € -1,73 mln, tenendo in considerazione gli investimenti nelle costituzioni delle *start up* e l'acquisto di azioni proprie relativo al piano di buy-back approvato dall'assemblea dei soci. La NFP migliora anche rispetto alle nostre stime, pari a € -1,36 mln.

1.2 FY22E – FY24E Estimates

Table 3 – Estimates Updates FY22E-24E

€/mln	FY22E	FY23E	FY24E
VoP			
New	19,5	21,5	23,5
Old	19,5	21,5	N.A
Change	0,0%	0,0%	N.A
EBITDA			
New	4,2	4,6	5,1
Old	4,2	4,6	N.A
Change	0,0%	0,0%	N.A
EBITDA %			
New	21,3%	21,4%	21,5%
Old	21,3%	21,4%	N.A
Change	0,0%	0,0%	N.A
EBIT			
New	2,6	3,0	3,4
Old	2,7	3,1	N.A
Change	-5,6%	-4,8%	N.A
Net Income			
New	1,9	2,1	2,4
Old	1,8	2,1	N.A
Change	2,8%	2,4%	N.A
NFP			
New	(2,1)	(3,7)	(5,4)
Old	(1,6)	(3,1)	N.A
Change	N.A	N.A	N.A

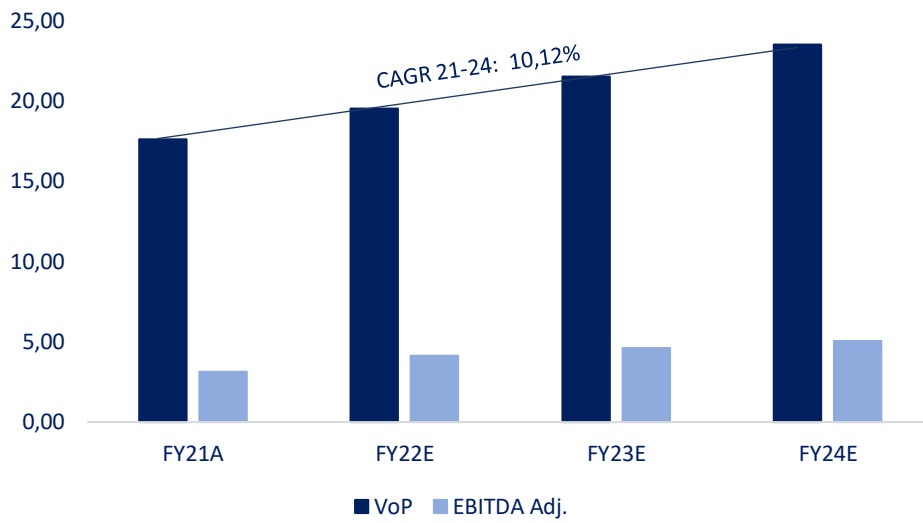
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il 2021A confermiamo quasi integralmente le nostre precedenti stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione 2022E pari a € 19,50 mln ed un EBITDA pari a € 4,15 mln, corrispondente ad una marginalità del 21,3%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 23,5 mln (CAGR 21A-24E: 10,12%) nel 2024E, con EBITDA pari a € 5,05 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 21,5%), in crescita rispetto a € 3,14 mln del 2021A (corrispondente ad un EBITDA margin del 17,9%).

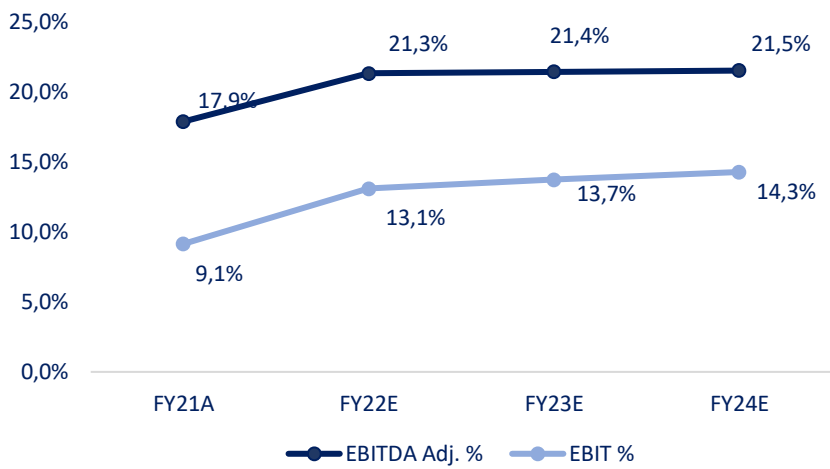
A livello patrimoniale, stimiamo una NFP *cash positive* per il 2024E pari a € 5,42 mln.

Chart 2 – VoP and EBITDA FY21A-24E



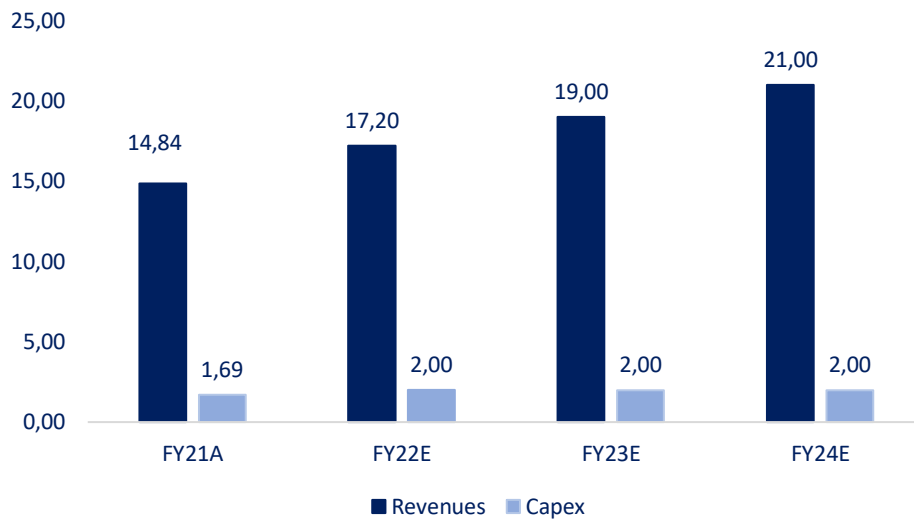
Source: Integrae SIM

Chart 3 – Margin FY21A-24E



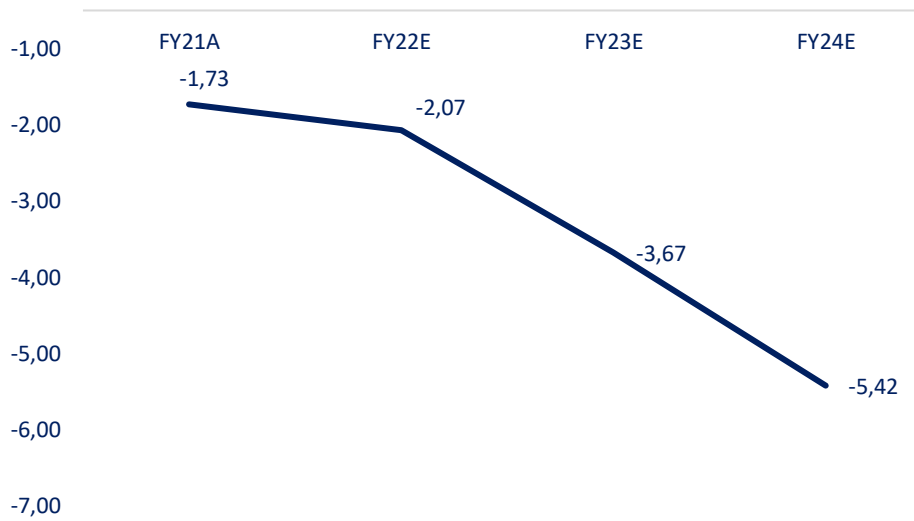
Source: Integrae SIM

Chart 4 – Capex FY21A-24E



Source: Integrae SIM

Chart 5 – NFP FY21A-24E



Source: Integrae SIM

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		5,70%
Risk Free Rate	0,80% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,42% Beta Adjusted	0,89
D/E (average)	66,67% Beta Relevered	1,32
Ke	9,01% Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 5,70%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		44,7
FCFO actualized	5,1	12%
TV actualized DCF	37,8	88%
Enterprise Value	43,0	100%
NFP (FY21A)	-1,7	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di € 44,7 mln.

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln	Growth rate (g)	WACC						
		4,2%	4,7%	5,2%	5,7%	6,2%	6,7%	7,2%
2,5%		117,4	90,8	74,0	62,4	54,0	47,6	42,6
2,0%		92,3	75,2	63,5	54,9	48,4	43,3	39,1
1,5%		76,5	64,5	55,8	49,2	44,0	39,8	36,3
1,0%		65,6	56,8	50,0	44,7	40,4	36,9	33,9
0,5%		57,7	50,8	45,4	41,1	37,5	34,4	31,9
0,0%		51,7	46,2	41,7	38,1	35,0	32,4	30,1
-0,5%		46,9	42,4	38,7	35,5	32,9	30,6	28,6

Source: Integrae SIM

2.2 Market multiples

I nostri *panel* sono formati 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*.

Table 7.1 – Market Multiples IT

Company Name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)		
	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E
Bouvet ASA	15,5x	13,9x	13,0x	18,4x	16,3x	15,1x
Net One Systems Co., Ltd.	9,0x	8,1x	7,8x	10,3x	9,3x	8,1x
CGI, Inc.	10,5x	10,1x	9,8x	13,0x	12,5x	11,9x
Reply S.p.A.	18,1x	16,5x	15,4x	22,0x	19,9x	18,3x
Eurotech S.p.A.	7,2x	4,4x	N/A	9,5x	5,2x	N/A
Citrix Systems Inc.	14,7x	13,8x	13,3x	17,9x	16,7x	16,7x
Median	12,6x	11,9x	13,0x	15,4x	14,4x	15,1x

Source: Infinancials

Table 7.2 – Market Multiples TLC

Company Name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)		
	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E
Cisco Systems Inc.	10,9x	10,6x	10,3x	12,1x	11,4x	10,9x
Juniper Networks Inc.	11,5x	11,0x	11,2x	14,4x	13,2x	12,4x
F5 Networks Inc.	13,0x	10,7x	9,8x	14,9x	12,5x	11,3x
Accton Technology Corp.	14,2x	10,2x	8,2x	16,2x	11,0x	9,0x
Viavi Solutions Inc.	10,6x	9,9x	N/A	12,2x	12,1x	N/A
HMS Networks AB	32,1x	29,5x	27,1x	37,9x	34,3x	31,2x
Ascom Holding AG	10,7x	8,8x	7,7x	18,2x	13,5x	11,2x
Anritsu Corp.	5,9x	5,3x	4,7x	6,9x	6,4x	5,9x
Spirent Communications plc	12,4x	11,4x	10,7x	14,0x	13,2x	12,2x
Median	11,5x	10,6x	10,0x	14,4x	12,5x	11,2x

Source: Infinancials

Table 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	2022E	2023E	2024E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	50,1	51,8	58,2
EV/EBIT	38,1	39,7	44,1
Equity Value			
EV/EBITDA	52,1	55,5	63,6
EV/EBIT	40,2	43,3	49,6
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	39,1	41,6	47,7
EV/EBIT	30,1	32,5	37,2
Average	34,6	37,1	42,4

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di FOS, utilizzando i *market multiple* EV/EBITDA e EV/EBIT risulta essere pari a €50,7 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. Pertanto, ne risulta un *equity value* di € 38,0 mln.

2.3 Equity Value

Table 9 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	41,4
Equity Value DCF (€/mln)	44,7
Equity Value multiples (€/mln)	38,0
Target Price (€)	6,50

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a € 41,4 mln. Il **target price** è quindi di € 6,50 (prev. €6,35). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	12,6x	9,5x	8,6x	7,8x
EV/EBIT	24,7x	15,5x	13,4x	11,8x

Source: Integrae SIM

Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	5,9x	4,4x	4,0x	3,7x
EV/EBIT	11,5x	7,2x	6,2x	5,5x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958 and Consob Regulation n. 20307/2018

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. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE 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 Integrae SIM's current Head of Research, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalists guild. Mattia Petracca, Giuseppe Riviello and Alessandro Colombo are the current financial analysts.

Disclaimer

This publication was produced by INTEGRAE SIM SpA. INTEGRAE 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.

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

INTEGRAE 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. INTEGRAE 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 INTEGRAE SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
29/09/2020	2,63	Buy	5,30	Medium	Update
01/04/2021	3,05	Buy	6,00	Medium	Update
04/10/2021	3,94	Buy	6,50	Medium	Update
21/12/2021	3,66	Buy	6,50	Medium	Flash Note
11/02/2022	3,60	Buy	6,35	Medium	Flash Note

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

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRAE SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRAE 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). INTEGRAE 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. INTEGRAE 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. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae 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 Integrae 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. INTEGRAE 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 INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE 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. 20307/2018, 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 e/o 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:

- It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of the FOS SpA;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by FOS SpA;
- In the IPO phase, It played the role of global coordinator.