

Fos	Italy	Euronext Growth Milan	ICT
Rating: BUY (unch.)	Target Price: € 6,00 (prev. 6,50)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-7,69%	-7,99%	-12,73%	-26,53%
to FTSE Italia Growth	-4,89%	-6,71%	2,47%	-8,61%
to Euronext STAR Milan	-3,83%	-1,96%	9,18%	1,71%
to FTSE All-Share	-6,75%	-10,35%	2,02%	-8,10%
to EUROSTOXX	-6,48%	-10,60%	-0,73%	-11,34%
to MSCI World Index	-4,42%	-6,33%	4,90%	-9,81%

Stock Data	
Price	€ 2,88
Target price	€ 6,00
Upside/(Downside) potential	108,4%
Bloomberg Code	FOS IM EQUITY
Market Cap (€m)	€ 19,70
EV (€m)	€ 17,97
Free Float	38,14%
Share Outstanding	6.839.384
52-week high	€ 4,15
52-week low	€ 2,86
Average daily volumes (3m)	3.500

Key Financials (€m)	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
VoP	17,6	21,0	27,0	30,0
EBITDA	3,1	3,9	5,3	6,3
EBIT	1,6	2,2	3,4	4,4
Net Profit	1,1	1,5	2,4	3,1
EPS (€)	0,16	0,22	0,35	0,45
EBITDA margin	17,9%	18,6%	19,6%	21,0%
EBIT margin	9,1%	10,2%	12,6%	14,5%

Main Ratios	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA (x)	5,7	4,6	3,4	2,9
EV/EBIT (x)	11,2	8,4	5,3	4,1
P/E (x)	18,4	13,1	8,2	6,5

Mattia Petracca mattia.petracca@integraesim.it
Alessandro Colombo alessandro.colombo@integraesim.it

Stocks performance vs FTSE Italia Growth



1H22A Results

Il valore della produzione al termine del primo semestre del 2022 risulta pari a € 9,45 mln, in crescita del 10,0% rispetto al 1H21A in cui ammontava a € 8,59 mln. L'EBITDA al 30 giugno 2022 risulta pari a € 1,65 mln, in crescita del 7,5% rispetto al 1H21A in cui si attestava a € 1,53 mln. L'EBITDA margin, infatti, risulta lievemente in calo passando dal 17,9% del 1H21A al 17,4% nel 1H22A. L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 0,60 mln, risulta pari a € 1,05 mln, in crescita del 34,4% rispetto al 1H21A in cui ammontava a € 0,78 mln. Il Net Income, si attesta a € 0,58 mln, in crescita del 9,9% rispetto al 1H21A pari a € 0,53 mln.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H22A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY22E pari a € 21,00 mln ed un EBITDA pari a € 3,90 mln, corrispondente ad una marginalità del 18,6%. Ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 30,00 mln nel FY24E, con EBITDA pari a € 6,30 mln, in crescita rispetto a € 3,14 mln del FY21A. A livello patrimoniale, stimiamo un livello di NFP cash positive per il FY24E pari a € 0,80 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 € 49,7 mln. L'equity value di FOS utilizzando i market multiples risulta essere pari € 32,4 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 41,1 mln. Il target price è di € 6,00, rating BUY e rischio MEDIUM.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mIn)	FY20A*	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Sales	13,00	14,84	18,20	23,50	26,20
Other Revenues	2,80	2,76	2,80	3,50	3,80
Value of Production	15,80	17,60	21,00	27,00	30,00
COGS	1,85	1,12	1,60	2,20	2,40
Use of Asset owned by Others	0,15	0,17	0,30	0,40	0,50
Services	3,75	4,90	5,70	7,20	7,90
Employees	7,00	8,12	9,30	11,70	12,60
Other Operating Expenses	0,25	0,14	0,20	0,20	0,30
EBITDA	2,80	3,14	3,90	5,30	6,30
<i>EBITDA Margin</i>	<i>17,7%</i>	<i>17,9%</i>	<i>18,6%</i>	<i>19,6%</i>	<i>21,0%</i>
D&A	1,28	1,54	1,75	1,90	1,95
EBIT	1,52	1,61	2,15	3,40	4,35
<i>EBIT Margin</i>	<i>9,6%</i>	<i>9,1%</i>	<i>10,2%</i>	<i>12,6%</i>	<i>14,5%</i>
Financial Management	(0,17)	(0,14)	(0,10)	(0,10)	(0,10)
EBT	1,35	1,47	2,05	3,30	4,25
Taxes	0,32	0,40	0,55	0,90	1,20
Net Income	1,04	1,07	1,50	2,40	3,05
Minorities	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mIn)	FY20A*	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
Fixed Asset	6,09	6,25	9,15	9,25	9,30
Account receivable	5,99	6,97	9,45	12,10	13,60
Inventories	0,41	0,38	0,60	0,80	1,00
Account payable	2,61	2,86	2,90	3,80	4,00
Operating Working Capital	3,78	4,49	7,15	9,10	10,60
Other Receivable	2,61	2,79	3,20	3,70	4,30
Other Payable	4,14	4,32	4,40	4,80	5,00
Net Working Capital	2,26	2,96	5,95	8,00	9,90
Severance Indemnities & Provision	1,38	1,49	1,75	2,00	2,20
NET INVESTED CAPITAL	6,96	7,71	13,35	15,25	17,00
Share Capital	1,56	1,59	1,71	1,71	1,71
Reserves and Retained Profits	5,92	6,76	9,14	10,64	13,04
Net Profit	1,04	1,07	1,50	2,40	3,05
Equity	8,51	9,42	12,35	14,75	17,80
Minorities Equity	0,00	0,02	0,00	0,00	0,00
Cash and Cash Equivalent	7,21	8,16	7,50	7,50	8,50
Short-Term Financial debt	0,90	1,38	1,50	2,00	2,50
ML Term Financial Debt	4,77	5,05	7,00	6,00	5,20
Net Financial Position	(1,55)	(1,73)	1,00	0,50	(0,80)
TOTAL SOURCES	6,96	7,71	13,35	15,25	17,00
CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mIn)	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	
EBIT	1,61	2,15	3,40	4,35	
Taxes	0,40	0,55	0,90	1,20	
NOPAT	1,21	1,60	2,50	3,15	
D&A	1,54	1,75	1,90	1,95	
Change in receivable	(0,98)	(2,48)	(2,65)	(1,50)	
Change in inventories	0,03	(0,22)	(0,20)	(0,20)	
Change in payable	0,25	0,04	0,90	0,20	
Other Changes	0,00	(0,33)	(0,10)	(0,40)	
Change in NWC	(0,70)	(2,99)	(2,05)	(1,90)	
Change in Provision	0,10	0,26	0,25	0,20	
OPERATING CASH FLOW	2,15	0,62	2,60	3,40	
Investments	(1,69)	(4,65)	(2,00)	(2,00)	
FREE CASH FLOW	0,46	(4,04)	0,60	1,40	
Financial Management	(0,14)	(0,10)	(0,10)	(0,10)	
Change in Payable to Banks	0,76	2,07	(0,50)	(0,30)	
Change in Equity	(0,13)	1,43	0,00	0,00	
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	0,95	(0,64)	(0,00)	1,00	

Source: FOS and Integrae SIM estimates

1.1 1H22A Results

Table 2 – 1H22A vs 1H21A

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H22A	9,45	1,65	17,4%	1,05	0,58	(1,47)
1H21A	8,59	1,53	17,9%	0,78	0,53	(1,73)*
<i>Change</i>	<i>10,0%</i>	<i>7,5%</i>	<i>-0,4%</i>	<i>34,4%</i>	<i>9,9%</i>	<i>N.A</i>

Source: Integrae SIM

*NFP al 31/12/2021

Tramite comunicato stampa, il Gruppo, commentando i risultati semestrali, dichiara che: *“Siamo molto soddisfatti dei risultati del primo semestre 2022 che evidenziano un'azienda innovativa proiettata al futuro con solide basi economiche e finanziarie in un periodo caratterizzato da grandi incertezze e turbolenze nel mondo e sui mercati. Continua il nostro percorso di crescita con l'acquisizione di NAeS che ci proietta sul mercato lombardo e il consolidamento di InRebus sul territorio piemontese. Siamo riusciti a realizzare una buona crescita organica in un contesto generale di significativa criticità nel reperimento di risorse tecniche. I costanti investimenti sui giovani dell'Academy aziendale e nelle attività di Ricerca e Sviluppo ci permettono di affrontare con forza il presente e guardare con ottimismo al futuro”.*

Il valore della produzione al termine del primo semestre del 2022 risulta pari a € 9,45 mln, in crescita del 10,0% rispetto al 1H21A in cui ammontava a € 8,59 mln. Tale risultato è stato reso possibile dall'ottimo posizionamento competitivo del Gruppo e dal miglioramento dell'offerta di servizi. Analizzando più nel dettaglio le varie linee di ricavo, gli elementi principali della crescita risultano essere: l'ampliamento della clientela della linea Information Technology, l'ampliamento dell'offerta dei servizi erogati in modalità SaaS e outsourcing IT, la crescita dei ricavi sulla linea digital learning e infine l'acquisizione di nuovi progetti di R&S.

L'EBITDA al 30 giugno 2022 risulta pari a € 1,65 mln, in crescita del 7,5% rispetto al 1H21A in cui si attestava a € 1,53 mln. Nonostante l'incremento dei costi operativi sostenuto nel primo semestre del 2021, il Gruppo, grazie all'unicità della propria offerta, alla fidelizzazione della clientela e alle proprie capacità di ricerca e innovazione, ha mantenuto una marginalità in linea con il primo semestre del 2021. L'EBITDA *margin*, infatti, risulta lievemente in calo passando dal 17,9% del 1H21A al 17,4% nel 1H22A.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 0,60 mln, risulta pari a € 1,05 mln, in crescita del 34,4% rispetto al 1H21A in cui ammontava a € 0,78 mln.

Il Net Income, si attesta a € 0,58 mln, in crescita del 9,9% rispetto al risultato del primo semestre del 2021 pari a € 0,53 mln.

La NFP risulta *cash positive* per € 1,47 mln rispetto ad un valore al 31 dicembre 2021 pari a € 1,73 mln *cash positive*. Tale variazione si spiega in ragione del programma di *buy-back* intrapreso nel periodo analizzato e delle spese per il cambio della sede del Gruppo.

1.2 FY22E – FY24E Estimates

Table 3 – Estimates Updates FY22E-24E

€/mln	FY22E	FY23E	FY24E
VoP			
New	21,0	27,0	30,0
Old	19,5	21,5	23,5
Change	7,7%	25,6%	27,7%
EBITDA			
New	3,9	5,3	6,3
Old	4,2	4,6	5,1
Change	-6,0%	15,2%	24,8%
EBITDA %			
New	18,6%	19,6%	21,0%
Old	21,3%	21,4%	21,5%
Change	-2,7%	-1,8%	-0,5%
EBIT			
New	2,2	3,4	4,4
Old	2,6	3,0	3,4
Change	-15,7%	15,3%	29,9%
Net Income			
New	1,5	2,4	3,1
Old	1,9	2,1	2,4
Change	-18,9%	14,3%	27,1%
NFP			
New	1,0	0,5	(0,8)
Old	(2,1)	(3,7)	(5,4)
Change	N.A	N.A	N.A

Source: Integrae SIM

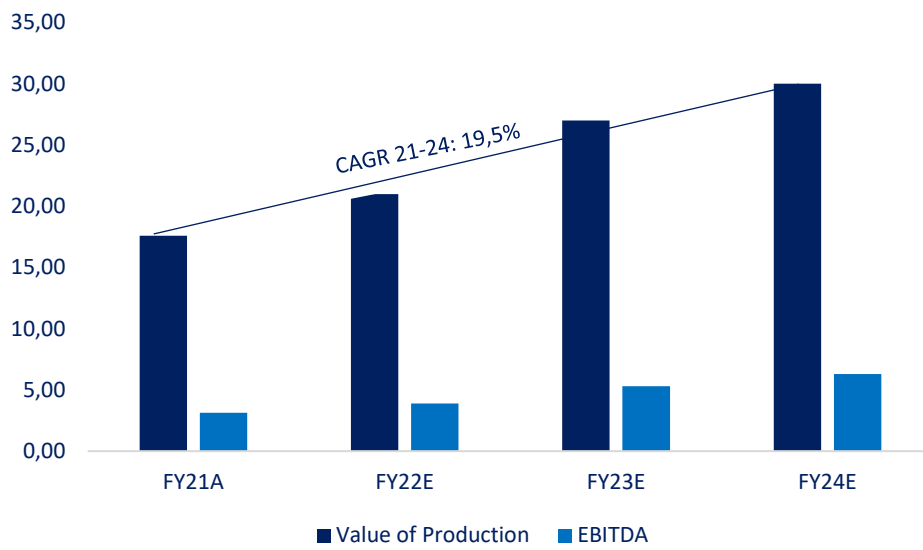
Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H22A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY22E pari a € 21,00 mln ed un EBITDA pari a € 3,90 mln, corrispondente ad una marginalità del 18,6%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 30,00 mln (CAGR 21A-24E: 19,46%) nel FY24E, con EBITDA pari a € 6,30 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 21,0%), in crescita rispetto a € 3,14 mln del FY21A (corrispondente ad un EBITDA margin del 17,9%).

A livello patrimoniale, stimiamo un livello di NFP *cash positive* per il FY24E pari a € 0,80 mln.

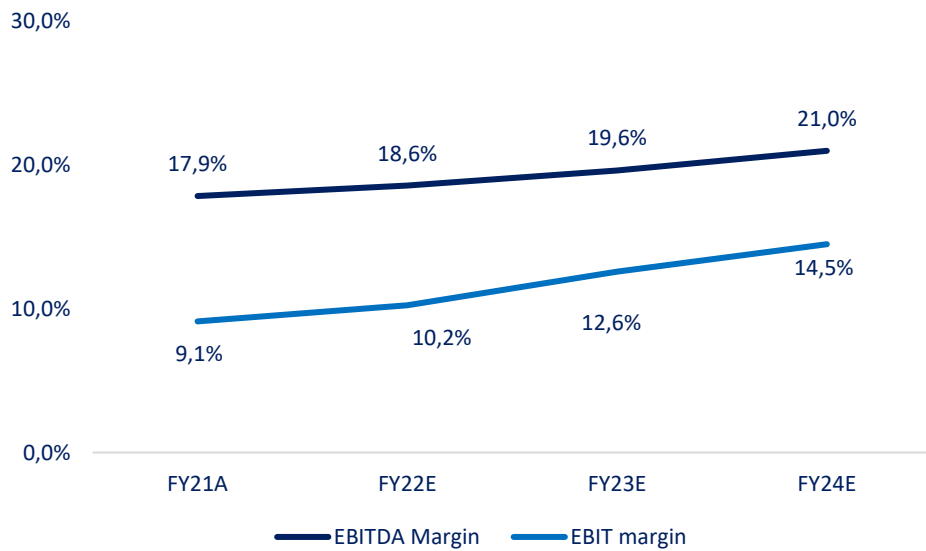
L'aggiornamento delle stime considera le possibili sinergie derivanti dall'operazione di acquisizione del 100% di NAEs Solutions Srl, finalizzata in data 26 settembre 2022, nonché l'esercizio di n. 476.822 warrant in data 30 settembre 2022, per un controvalore complessivo di circa € 1,43 mln.

Chart 1 – VoP and EBITDA FY21A-24E



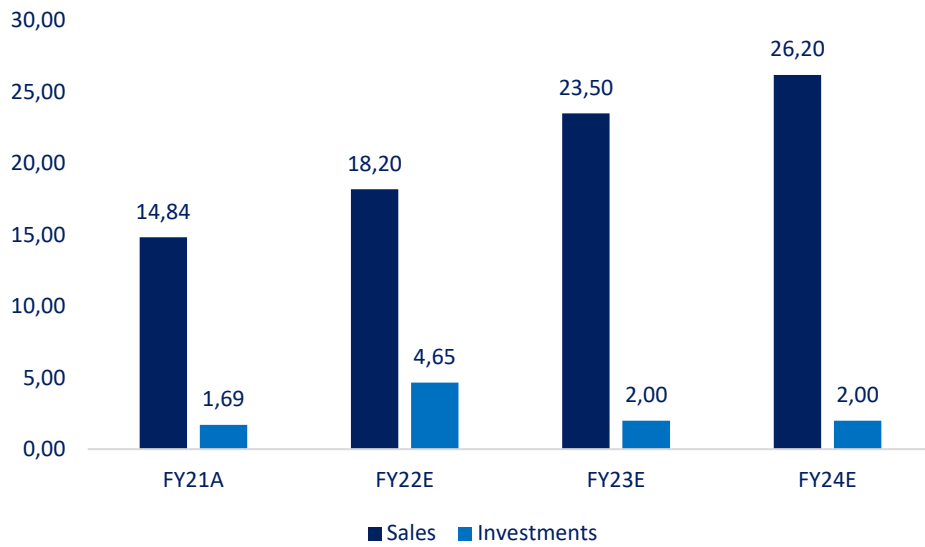
Source: Integrae SIM

Chart 2 – Margin FY21A-24E



Source: Integrae SIM

Chart 3 – Capex FY21A-24E



Source: Integrae SIM

Chart 4 – 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		6,91%
Risk Free Rate	2,18% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	9,08% Beta Adjusted	0,80
D/E (average)	81,82% Beta Relevered	1,28
Ke	11,97% Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 6,91%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		49,7
FCFO actualized	0,5	1%
TV actualized DCF	47,5	99%
Enterprise Value	47,9	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 €49,7 mln.

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln	Growth rate (g)	WACC						
		5,4%	5,9%	6,4%	6,9%	7,4%	7,9%	8,4%
	2,5%	103,3	87,1	75,1	65,8	58,5	52,5	47,5
	2,0%	88,4	76,3	66,8	59,3	53,2	48,2	43,9
	1,5%	77,4	67,9	60,3	54,1	48,9	44,6	40,9
	1,0%	68,9	61,2	54,9	49,7	45,3	41,5	38,3
	0,5%	62,1	55,7	50,4	46,0	42,2	38,9	36,0
	0,0%	56,6	51,2	46,7	42,8	39,5	36,5	34,0
	-0,5%	52,0	47,4	43,5	40,1	37,1	34,5	32,2

Source: Integrae SIM

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 *panel* sono composti da:

Table 7.1 – Market Multiples IT

Company Name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)		
	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E
Bouvet ASA	11,7x	10,8x	10,1x	14,1x	12,8x	11,8x
Net One Systems Co., Ltd.	10,8x	9,3x	8,9x	12,1x	10,3x	9,5x
CGI, Inc.	10,6x	10,1x	9,6x	13,0x	12,3x	11,6x
Reply S.p.A.	12,6x	11,5x	10,5x	15,2x	13,8x	12,5x
Eurotech S.p.A.	12,8x	4,9x	4,6x	34,1x	6,6x	6,8x
Citrix Systems Inc.	16,5x	15,6x	13,8x	18,5x	17,0x	17,3x
Median	12,2x	10,4x	9,9x	14,7x	12,5x	11,7x

Source: Infinancials

Table 7.2 – Market Multiples TLC

Company Name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)		
	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E
Juniper Networks Inc.	8,5x	7,8x	7,3x	11,1x	9,5x	8,5x
Accton Technology Corp.	15,0x	12,9x	11,0x	16,6x	14,3x	12,3x
Viavi Solutions Inc.	9,1x	8,9x	7,6x	10,7x	10,3x	8,5x
HMS Networks AB	20,6x	19,5x	17,8x	23,8x	21,9x	20,7x
Spirent Communications plc	12,2x	11,3x	10,5x	14,2x	13,0x	12,2x
Median	12,2x	11,3x	10,5x	14,2x	13,0x	12,2x

Source: Infinancials

Table 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	2022E	2023E	2024E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	38,3	42,3	54,0
EV/EBIT	31,0	43,4	51,9
Equity Value			
EV/EBITDA	37,3	41,8	54,8
EV/EBIT	30,0	42,9	52,7
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	28,0	31,4	41,1
EV/EBIT	22,5	32,2	39,5
Average	25,2	31,8	40,3

Source: Integrae SIM

L'equity value di FOS, utilizzando la media ponderata dei market multiple EV/EBITDA e EV/EBIT risulta essere pari a €43,3 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. **Pertanto, ne risulta un equity value di €32,4 mln.**

2.3 Equity Value

Table 9 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	41,1
Equity Value DCF (€/mln)	49,7
Equity Value multiples (€/mln)	32,4
Target Price (€)	6,00

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a €41,1 mln. Il *target price* è quindi di € 6,00 (prev. €6,50). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	12,5x	10,1x	7,4x	6,2x
EV/EBIT	24,5x	18,3x	11,6x	9,0x

Source: Integrae SIM

Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	5,7x	4,6x	3,4x	2,9x
EV/EBIT	11,2x	8,4x	5,3x	4,1x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

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. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Mattia Petracca is Integrae SIM's current Head of Research. Giuseppe Riviello, Alessandro Colombo and Edoardo Luigi Pezzella 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
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
01/04/2022	3,17	Buy	6,50	Medium	Update
21/06/2022	3,13	Buy	6,50	Medium	Flash Note
27/07/2022	3,24	Buy	6,50	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 formalized 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 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:

- 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;
- It plays, or has played in the last 12 months, the role of broker in charge of the share buyback activity of FOS SpA;
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.