

UPDATE

EQUITY RESEARCH

ISIM  
INTEGRÆ

# Fos

Euronext Growth Milan | ICT | Italy

Produzione 04/04/2023, h. 18:30

Pubblicazione 05/04/2023, h. 07:00



Rating

**BUY**

unchanged

Target Price

**€ 6,00**

prev. €6,00



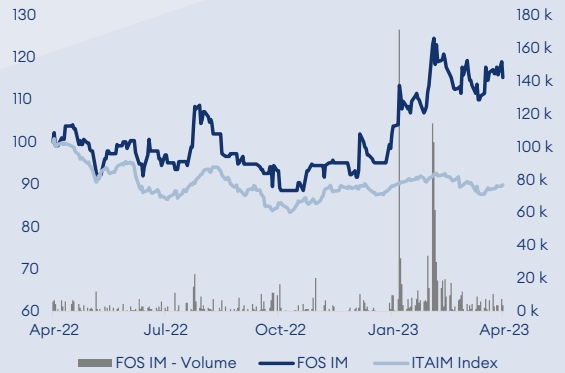
Risk

Medium

Upside potential

**61,2%**

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



#### Stock Data

Price	€ 3,72
Target price	€ 6,00
Upside/(Downside) potential	61,2%
Ticker	FOS IM
Market Cap (€/mln)	€ 25,44
EV (€/mln)	€ 25,40
Free Float	38,10%
Share Outstanding	6.839.384
52-week high	€ 4,14
52-week low	€ 2,85
Average daily volumes (3 months)	14.000

Key Financials (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	18,4	25,0	28,0	31,5
VoP	21,6	28,5	31,8	35,5
EBITDA	3,9	5,3	6,3	7,5
EBIT	2,2	2,8	3,8	4,9
Net Profit	1,3	1,8	2,3	3,1
EPS (€)	0,20	0,26	0,34	0,45
EBITDA margin	17,9%	18,6%	19,8%	21,1%
EBIT margin	10,1%	9,8%	11,8%	13,8%

Mattia Petracca | [mattia.petracca@integraesim.it](mailto:mattia.petracca@integraesim.it)  
Alessandro Colombo | [alessandro.colombo@integraesim.it](mailto:alessandro.colombo@integraesim.it)

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-3,38%	13,07%	23,59%	15,17%
to FTSE Italia Growth	-2,53%	12,78%	18,59%	25,32%
to Euronext STAR Milan	-0,53%	9,59%	10,45%	25,95%
to FTSE All-Share	-0,09%	4,53%	-0,36%	8,74%
to EUROSTOXX	-3,41%	4,48%	-0,26%	5,95%
to MSCI World Index	-4,79%	6,24%	11,97%	24,18%

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	6,6 x	4,8 x	4,0 x	3,4 x
EV/EBIT	11,7 x	9,1 x	6,8 x	5,2 x
P/E	19,0 x	14,5 x	11,1 x	8,2 x

## FY22A Results

Il valore della produzione nel 2022 risulta pari a €21,56 mln, in crescita rispetto al dato del FY21A, pari a €17,60 mln (+22,5%) e alle stime del nostro precedente report pari a €21,00 mln. L'EBITDA, pari a €3,86 mln, registra un aumento rispetto ai €3,14 mln dell'esercizio precedente (+22,9%) e risulta sostanzialmente in linea rispetto alle nostre attese pari a €3,90 mln. L'EBITDA Margin è pari al 17,9%, rispetto al 17,9% dell'esercizio precedente e al 18,6% delle nostre stime. L'EBIT ammonta a €2,17 mln (€1,61 mln nel FY21A), confermando le nostre stime pari a €2,15 mln. Il Net Income si attesta infine a €1,34 mln, in leggera flessione rispetto a €1,50 mln stimati, ma comunque in forte crescita rispetto al precedente esercizio (+24,8%).

## Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY22A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a €28,50 mln ed un EBITDA pari a €5,30 mln, corrispondente ad una marginalità del 18,6%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a €35,50 mln (CAGR 22A-25E: 18,1%) nel FY25E, con EBITDA pari a €7,50 mln (corrispondente ad una marginalità del 21,1%), in crescita rispetto a €3,86 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 17,9%).

## 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 €42,9 mln. L'equity value di Fos utilizzando i market multiples risulta essere pari €39,1 mln (inclusendo un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa €41,0 mln. Il target price è di €6,00, rating BUY e rischio MEDIUM.

# Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenues	14,84	18,40	25,00	28,00	31,50
Other Revenues	2,76	3,17	3,50	3,80	4,00
<b>Value of Production</b>	<b>17,60</b>	<b>21,56</b>	<b>28,50</b>	<b>31,80</b>	<b>35,50</b>
COGS	1,12	2,16	2,90	3,10	3,50
Use of Asset owned by Others	0,17	0,36	0,40	0,50	0,60
Services	4,90	5,86	8,00	8,80	9,50
Employees	8,12	9,20	11,70	12,80	14,00
Other Operating Expenses	0,14	0,13	0,20	0,30	0,40
<b>EBITDA</b>	<b>3,14</b>	<b>3,86</b>	<b>5,30</b>	<b>6,30</b>	<b>7,50</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>17,9%</i>	<i>17,9%</i>	<i>18,6%</i>	<i>19,8%</i>	<i>21,1%</i>
D&A	1,54	1,69	2,50	2,55	2,60
<b>EBIT</b>	<b>1,61</b>	<b>2,17</b>	<b>2,80</b>	<b>3,75</b>	<b>4,90</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>9,1%</i>	<i>10,1%</i>	<i>9,8%</i>	<i>11,8%</i>	<i>13,8%</i>
Financial Management	(0,14)	(0,15)	(0,15)	(0,15)	(0,20)
<b>EBT</b>	<b>1,47</b>	<b>2,02</b>	<b>2,65</b>	<b>3,60</b>	<b>4,70</b>
Taxes	0,40	0,69	0,90	1,30	1,60
<b>Net Income</b>	<b>1,07</b>	<b>1,34</b>	<b>1,75</b>	<b>2,30</b>	<b>3,10</b>

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Fixed Asset</b>	<b>6,25</b>	<b>10,12</b>	<b>9,70</b>	<b>9,30</b>	<b>8,80</b>
Account receivable	6,97	10,36	13,90	15,80	18,20
Inventories	0,38	0,98	1,00	1,10	1,20
Account payable	2,86	4,71	5,80	6,20	6,70
<b>Operating Working Capital</b>	<b>4,49</b>	<b>6,63</b>	<b>9,10</b>	<b>10,70</b>	<b>12,70</b>
Other Receivable	2,79	3,51	3,90	4,60	5,00
Other Payable	4,32	5,76	6,60	6,80	7,00
<b>Net Working Capital</b>	<b>2,96</b>	<b>4,37</b>	<b>6,40</b>	<b>8,50</b>	<b>10,70</b>
Severance Indemnities & Provision	1,49	2,10	2,20	2,30	2,40
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>7,71</b>	<b>12,40</b>	<b>13,90</b>	<b>15,50</b>	<b>17,10</b>
Share Capital	1,59	1,71	1,71	1,71	1,71
Reserves and Retained Profits	6,76	9,39	10,73	12,48	14,78
Net Profit	1,07	1,34	1,75	2,30	3,10
<b>Equity</b>	<b>9,42</b>	<b>12,44</b>	<b>14,19</b>	<b>16,49</b>	<b>19,59</b>
Cash and Cash Equivalent	8,16	9,67	9,79	10,19	11,09
Short-Term Financial debt	1,38	2,68	3,00	3,50	4,00
ML Term Financial Debt	5,05	6,96	6,50	5,70	4,60
<b>Net Financial Position</b>	<b>(1,73)</b>	<b>(0,04)</b>	<b>(0,29)</b>	<b>(0,99)</b>	<b>(2,49)</b>
<b>TOTAL SOURCES</b>	<b>7,71</b>	<b>12,40</b>	<b>13,90</b>	<b>15,50</b>	<b>17,10</b>

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT	2,17	2,80	3,75	4,90
Taxes	0,69	0,90	1,30	1,60
<b>NOPAT</b>	<b>1,48</b>	<b>1,90</b>	<b>2,45</b>	<b>3,30</b>
D&A	1,69	2,50	2,55	2,60
Change in receivable	(3,39)	(3,54)	(1,90)	(2,40)
Change in inventories	(0,60)	(0,02)	(0,10)	(0,10)
Change in payable	1,84	1,09	0,40	0,50
Other Changes	0,72	0,45	(0,50)	(0,20)
Change in NWC	(1,42)	(2,03)	(2,10)	(2,20)
Change in Provision	0,61	0,10	0,10	0,10
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>2,36</b>	<b>2,48</b>	<b>3,00</b>	<b>3,80</b>
Capex	(5,56)	(2,08)	(2,15)	(2,10)
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>(3,20)</b>	<b>0,40</b>	<b>0,85</b>	<b>1,70</b>
Financial Management	(0,15)	(0,15)	(0,15)	(0,20)
Change in Payable to Banks	3,21	(0,13)	(0,30)	(0,60)
Change in Equity	1,68	0,00	0,00	0,00
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>	<b>1,53</b>	<b>0,11</b>	<b>0,40</b>	<b>0,90</b>

Source: Fos and Integrae SIM estimates

## Company Overview

Fos è una tech company italiana che opera trasversalmente nel mercato del digitale e dell'ingegneria con una forte spinta al trasferimento tecnologico di innovazioni verso il mercato svolgendo il ruolo di *system integrator* per la trasformazione digitale e innovativa dei propri clienti.

Nell'ambito del mercato del digitale opera come *system integrator* in due macro aree: progettazione, sviluppo e gestione di applicazioni software (Software & Applications) e progettazione e gestione di infrastrutture di telecomunicazioni (Infrastructures).

Nell'ambito del mercato dell'ingegneria (Engineering) opera come *system integrator* in due macro aree: progettazione, sviluppo e gestione di sistemi elettronici integrati e progettazione e gestione di progetti di ricerca e innovazione.

La missione di FOS è aiutare i clienti a costruire business forti e di successo nel tempo «integrando» nella loro catena del valore servizi e prodotti digitali basati sulla sostenibilità e l'innovazione continua.

## FY22A Results

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES FY22A

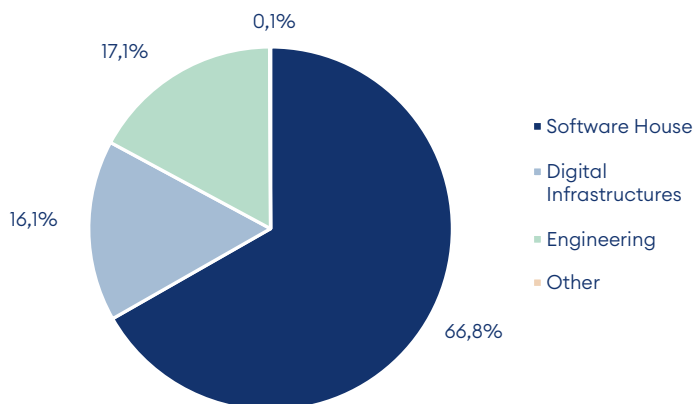
€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY22A	21,56	3,86	17,9%	2,17	1,34	(0,04)
FY22E	21,00	3,90	18,6%	2,15	1,50	1,00
Change	2,7%	-1,0%	-0,7%	1,0%	-10,9%	N.A

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, il Gruppo, commentando i risultati annuali, dichiara: *“Siamo molto soddisfatti del risultato dell’anno. Proseguiamo in una crescita importante dei ricavi mantenendo solide le basi finanziarie e patrimoniali dell’azienda. Il mercato apprezza la nostra proposta di servizi digitali e ingegneria innovativa che ci consente di rimanere sempre pronti in un mercato delle tecnologie in continuo mutamento. Il 2023 è partito molto bene sebbene rimangono i fattori imprevedibili legati al conflitto in Ucraina. Riteniamo di poter proseguire con lo sviluppo organico dell’azienda focalizzato sui nuovi servizi e prodotti tecnologici nella cybersecurity, nella mobilità digitale e nell’agricoltura 4.0. Proseguiamo anche lo sviluppo per linee esterne confortati dall’ottima performance di InRebus nel Digital Learning e all’integrazione dei servizi per data center di NAeS Solutions che rafforza la nostra presenza in Lombardia.”*

Il valore della produzione al termine del 2022 risulta pari a €21,56 mln, in crescita rispetto al dato del FY21A, pari a €17,60 mln (+ 22,5%) e alle stime del nostro precedente report pari a €21,00 mln. Tale risultato è stato reso possibile, oltre che dal rafforzamento del posizionamento e dall’ampliamento della base clienti in tutte le linee di ricavo, anche da un ampliamento dei servizi in modalità *SaaS* e *Outsourcing IT*, da un’ottima performance dell’attività di rivendita di soluzioni di *storage* e *backup*, da una crescita dei ricavi della linea Digital Learning, dall’aggiudicazione di importa progetti di R&D finanziati e, infine, dall’apporto della nuova linea di ricavo Data Center.

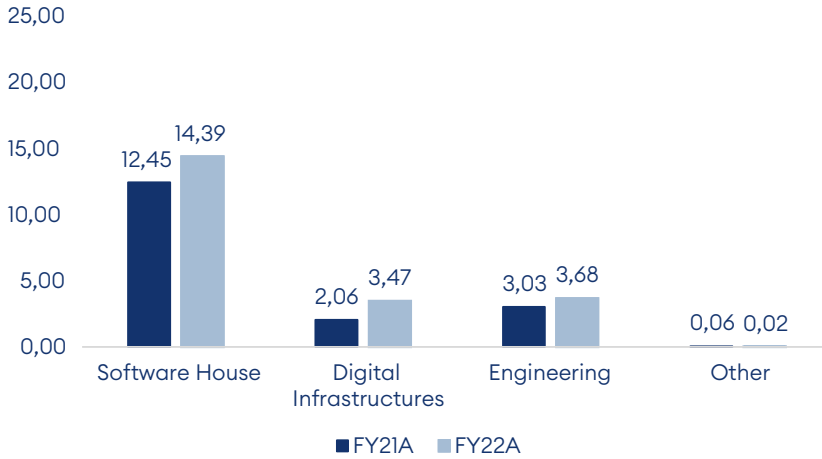
CHART 1 – REVENUES BREAKDOWN BY SEGMENT



Source: Fos

Il valore della produzione della Società, nel corso del FY22A, è riconducibile alla seguente scomposizione: 66,8% Software House, 16,1% Infrastrutture Digitali, 17,1% Ingegneria e 0,1% legato ad altre attività.

CHART 2 – REVENUES BREAKDOWN BY BU FY21A VS FY22A



Source: Fos

Si nota come tutte le aree di business mostrano un incremento nel valore della produzione rispetto all'anno precedente. L'incremento più significativo è stato registrato dalla linea Infrastrutture Digitali, che mostra una crescita del 68,6%, passando da € 2,06 mln a € 3,47 mln, seguita dall'area di Ingegneria (+21,3%) e Software House (+15,6%).

L'area Software House, che registra un valore pari a € 14,39 mln, aggrega i risultati delle linee Information Technology, Automation and Solution e Digital Learning. Il Gruppo si è dimostrato resiliente nel corso del 2022 in questa particolare area, dimostrandosi in grado di rispondere a un contesto di mercato caratterizzato da un forte cambiamento legato alla mobilità del personale tecnico. La crescita dei ricavi è legata a uno sviluppo omogeneo delle attività di consulenza svolte presso i clienti, delle attività progettuali e di *delivery* a obiettivi, delle attività di gestione servizi e applicazioni software in *outsourcing*, nonché delle attività legate a piattaforme proprietarie e di fornitura di soluzioni di *system integration* di prodotti terzi.

L'area Infrastrutture Digitali presenta ricavi per € 3,47 mln, e aggrega i risultati delle linee di business Communication Technology e la nuova linea Data Center. Nel corso del 2022, il Gruppo ha continuato il piano di formazione per ampliare le competenze nell'ambito elettronico per le Telecomunicazioni. Sono state inoltre potenziate le attività di diagnostica, intervento e collaudo degli apparati elettronici di Centrale Telco, attraverso costanti investimenti sulle attività commerciali italiane ed estere (al fine di incrementare le vendite) e sulle attrezzature industriali (al fine di ampliare le *capability* tecnologiche).

L'area di business Ingegneria registra ricavi per € 3,68 mln. La crescita di questi è imputabile al consolidamento del proprio centro di competenza in ambito progettazione *hardware* e *software embedded*, erogando servizi continuativi su soluzioni innovative in ambito industriale, biomedicale e *automotive*. Inoltre, nel corso del 2022, il lavoro di trasferimento tecnologico dei prototipi e dei brevetti aziendali ha iniziato a produrre risultati che avranno un impatto significativo nel corso degli anni successivi. Nello specifico, in ambito agritech è stato certificato CE il prodotto Microcosmo, che ha avviato a fine anno le attività di commercializzazione nel settore *education* sui bandi Edugreen e Scuola 4.0 e, inoltre, in ambito arredamento *green* è stato lanciato il biofiltro tech denominato Aura che inizierà la commercializzazione a inizio 2023, sempre in ambito *education*.

L'EBITDA, pari a € 3,86 mln, registra un aumento rispetto ai € 3,14 mln dell'esercizio precedente (+22,9%) e risulta sostanzialmente in linea rispetto alle nostre attese pari a € 3,90 mln. Principali fattori di questo risultato sono il posizionamento geografico, la fidelizzazione del cliente, la capacità di integrazione dell'offerta e il focus sulla marginalità. Questi, insieme all'avvio della nuova linea di business Data Center (inclusa nell'area Infrastrutture Digitali) a seguito dell'acquisizione di NAeS, hanno permesso all'offerta aziendale di distinguersi, mantenendo aggiornata e profittevole nel tempo l'offerta di servizi commerciali. L'EBITDA Margin è pari al 17,9%, rispetto al 17,9% dell'esercizio precedente e al 18,6% delle nostre stime.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 1,69 mln, ammonta a € 2,17 mln (€ 1,61 mln nel FY21A), confermando le nostre stime pari a € 2,15 mln. A contribuire a questo risultato, seppur in maniera modesta, è stata la sospensione dell'ammortamento relativo a un progetto di R&D, che verrà commercializzato nel 2023, portando un beneficio a conto economico pari a circa € 0,06 mln.

Il Net Income si attesta infine a € 1,34 mln, in leggera flessione rispetto a € 1,50 mln stimati, ma comunque in forte crescita rispetto al precedente esercizio (+24,8%).

La NFP passa da un valore *cash positive* di € 1,73 mln nel FY21A a € 0,04 nel FY22A. Tale variazione è dovuta principalmente dall'impatto dell'acquisizione del 100,0% del capitale sociale della società NAeS (per € 4,20 mln, di cui € 2,30 mln pagati tramite cassa), dall'attività di *buy-back* che ha comportato l'iscrizione di una riserva negativa per azioni proprie in portafoglio pari a circa € 0,30 mln e infine dall'esborso causato dal trasferimento nella nuova sede, per € 0,20 mln. Infine, la NFP per il FY22A ha beneficiato della conversione di 476.822 *warrant*, corrispondenti a € 1,40 mln.

## FY23E – FY25E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY23E-25E

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
<b>VoP</b>			
New	28,50	31,80	35,50
Old	27,00	30,00	N/A
Change	5,6%	6,0%	N/A
<b>EBITDA</b>			
New	5,30	6,30	7,50
Old	5,30	6,30	N/A
Change	0,0%	0,0%	N/A
<b>EBITDA %</b>			
New	18,6%	19,8%	21,1%
Old	19,6%	21,0%	N/A
Change	-1,0%	-1,2%	N/A
<b>EBIT</b>			
New	2,80	3,75	4,90
Old	3,40	4,35	N/A
Change	-17,6%	-13,8%	N/A
<b>Net Income</b>			
New	1,75	2,30	3,10
Old	2,40	3,05	N/A
Change	-27,1%	-24,6%	N/A
<b>NFP</b>			
New	(0,29)	(0,99)	(2,49)
Old	0,50	(0,80)	N/A
Change	N/A	N/A	N/A

Source: Integrae SIM

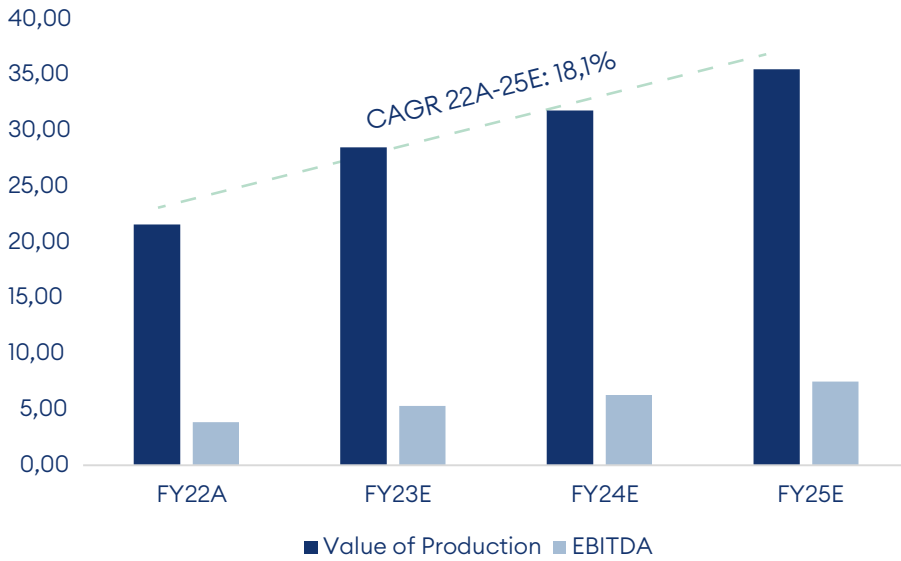
Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY22A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 28,50 mln ed un EBITDA pari a € 5,30 mln, corrispondente ad una marginalità del 18,6%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 35,50 mln (CAGR 22A-25E: 18,1%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 7,50 mln (corrispondente ad una marginalità del 21,1%), in crescita rispetto a € 3,86 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 17,9%).

A livello patrimoniale, stimiamo per il FY25E una NFP *cash positive* pari a € 2,49 mln.

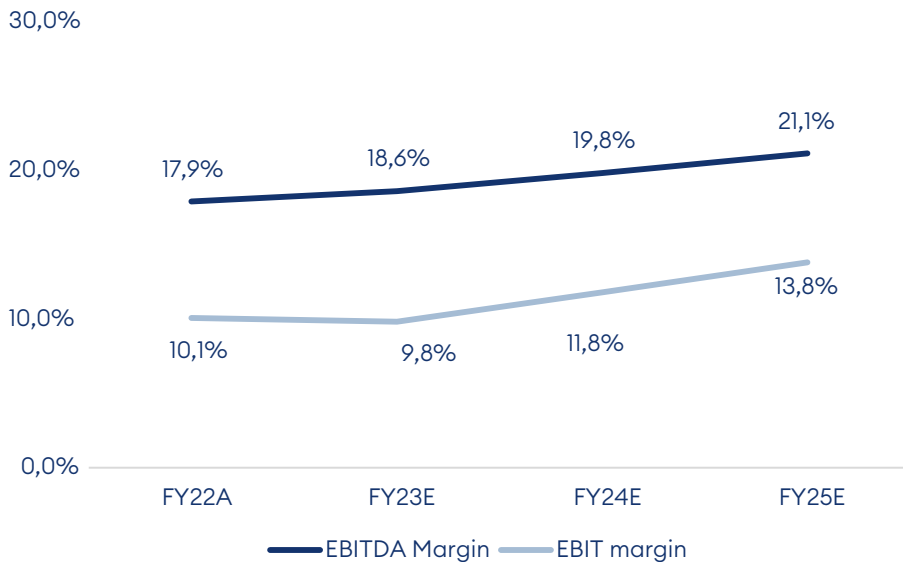


CHART 3 – VOP AND EBITDA FY22A-25E



Source: Integrae SIM

CHART 4 – MARGIN FY22A-25E



Source: Integrae SIM

CHART 5 – CAPEX FY22A-25E

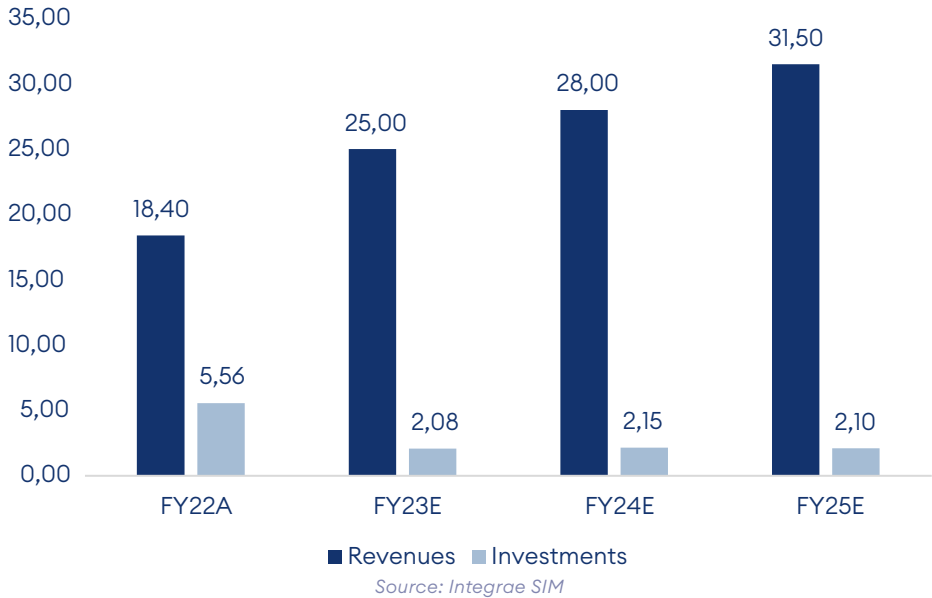
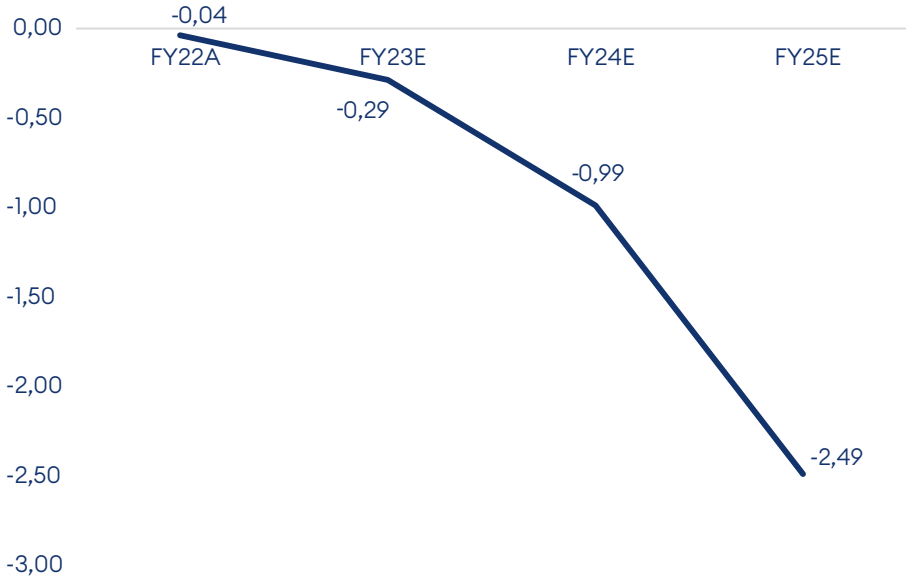


CHART 6 – NFP FY22A-25E



Source: Integrae SIM

# Valuation

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

## DCF Method

TABLE 4 – WACC

WACC				8,48%
D/E 81,82%	Risk Free Rate 3,51%	$\beta$ Adjusted 0,91	$\alpha$ (specific risk) 2,50%	
$K_d$ 1,00%	Market Premium 9,73%	$\beta$ Relevered 1,44	$K_e$ 14,82%	

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 8,48%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	5,8	13%
TV actualized DCF	37,1	87%
<b>Enterprise Value</b>	<b>42,9</b>	<b>100%</b>
NFP (FY22A)	0,0	
<b>Equity Value</b>	<b>42,9</b>	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 42,9 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		7,0%	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%
	2,5%	71,3	63,7	57,4	52,3	47,9	44,1	40,9
	2,0%	64,7	58,4	53,1	48,7	44,9	41,6	38,7
	1,5%	59,4	54,0	49,5	45,6	42,2	39,3	36,7
	1,0%	54,9	50,3	46,4	42,9	40,0	37,3	35,0
	0,5%	51,1	47,1	43,6	40,6	37,9	35,6	33,4
	0,0%	47,9	44,4	41,3	38,6	36,1	34,0	32,1
	-0,5%	45,1	42,0	39,2	36,7	34,5	32,6	30,8

Source: Integrae SIM

## 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*. I *panel* sono composti da:

TABLE 7.1 – MARKET MULTIPLES IT

Company Name	EV/EBITDA			EV/EBIT		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
Bouvet ASA	11,6 x	10,8 x	10,6 x	13,8 x	12,7 x	12,5 x
Net One Systems Co., Ltd.	10,3 x	9,4 x	8,1 x	11,3 x	10,2 x	9,4 x
CGI, Inc.	10,6 x	10,1 x	9,9 x	13,0 x	12,2 x	11,6 x
Reply S.p.A.	12,6 x	11,4 x	10,3 x	15,2 x	13,7 x	12,1 x
Eurotech S.p.A.	8,7 x	5,0 x	3,8 x	15,4 x	7,2 x	5,3 x
<b>Peer median</b>	<b>10,6 x</b>	<b>10,1 x</b>	<b>9,9 x</b>	<b>13,8 x</b>	<b>12,2 x</b>	<b>11,6 x</b>

Source: Infiniti

TABLE 7.1 – MARKET MULTIPLES TLC

Company Name	EV/EBITDA			EV/EBIT		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
Cisco Systems Inc.	9,0 x	8,7 x	8,8 x	9,8 x	9,2 x	9,0 x
Juniper Networks Inc.	8,8 x	8,1 x	8,0 x	10,6 x	9,7 x	9,3 x
F5 Networks Inc.	9,1 x	8,0 x	7,4 x	10,1 x	8,9 x	7,9 x
Accton Technology Corp.	11,9 x	10,0 x	8,4 x	12,6 x	10,9 x	9,3 x
Viavi Solutions Inc.	10,9 x	10,8 x	N/A	12,4 x	10,4 x	N/A
HMS Networks AB	24,2 x	22,3 x	21,2 x	27,8 x	26,1 x	24,9 x
Spirent Communications plc	13,2 x	12,3 x	11,6 x	14,9 x	13,9 x	13,1 x
<b>Peer Median</b>	<b>9,1 x</b>	<b>8,7 x</b>	<b>8,2 x</b>	<b>10,6 x</b>	<b>9,7 x</b>	<b>9,1 x</b>

Source: Infiniti

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Enterprise Value (EV)</b>			
EV/EBITDA	52,3	59,0	67,8
EV/EBIT	34,1	41,0	50,8
<b>Equity Value</b>			
EV/EBITDA	52,6	60,0	70,3
EV/EBIT	34,4	42,0	53,3
<b>Equity Value post 25% discount</b>			
EV/EBITDA	39,4	45,0	52,7
EV/EBIT	25,8	31,5	40,0
<b>Average</b>	<b>32,6</b>	<b>38,3</b>	<b>46,4</b>

Source: *Integrae SIM*

L'*equity value* di Fos, utilizzando i market multiple EV/EBITDA e EV/EBIT, risulta essere pari a circa € 52,1 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. Pertanto, ne risulta un **equity value di € 39,1 mln.**

# Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	41,0
Equity Value DCF (€/mln)	42,9
Equity Value multiples (€/mln)	39,1
<b>Target Price (€)</b>	<b>6,00</b>

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 41,0 mln. **Il target price è quindi di € 6,00 (prev. €6,00). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	10,6 x	7,7 x	6,5 x	5,5 x
EV/EBIT	18,9 x	14,6 x	10,9 x	8,4 x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	6,6 x	4,8 x	4,0 x	3,4 x
EV/EBIT	11,7 x	9,1 x	6,8 x	5,2 x

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, Edoardo Luigi Pezzella and Alessandro Elia Stringa 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
01/04/2022	3,17	Buy	6,50	Medium	Update
21/06/2022	3,13	Buy	6,50	Medium	Breaking News
27/07/2022	3,24	Buy	6,50	Medium	Breaking News
06/10/2022	2,88	Buy	6,00	Medium	Update
09/02/2023	3,82	Buy	6,00	Medium	Breaking News
13/03/2023	3,60	Buy	6,00	Medium	Breaking News

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](http://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. 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 $\geq$ 7.5%	ETR $\geq$ 10%	ETR $\geq$ 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR $\leq$ -5%	ETR $\leq$ -5%	ETR $\leq$ 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;
- 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.