

Fos

Euronext Growth Milan | ICT | Italy

Produzione 11/10/2023, h. 18:30

Pubblicazione 12/10/2023, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 5,80

prev. € 6,00



Risk

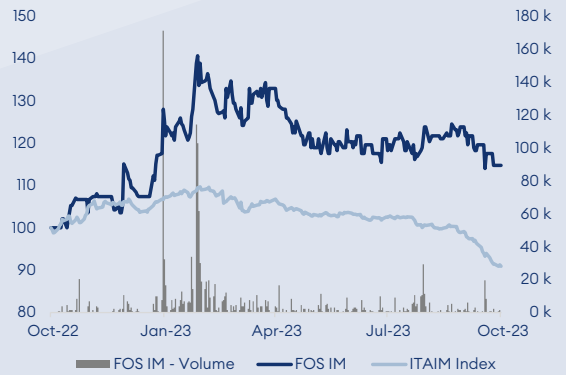
Medium

Upside potential

76,8%

Key Financials (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
VoP	21,6	26,5	29,6	33,0
EBITDA	3,9	4,5	5,5	6,5
EBIT	2,2	2,3	3,0	3,9
Net Profit	1,3	1,5	1,9	2,5
NFP	(0,04)	(0,09)	(0,99)	(2,29)
EBITDA Margin	17,9%	17,0%	18,6%	19,7%
EBIT Margin	10,1%	8,7%	10,0%	11,8%
Net Income Margin	6,2%	5,7%	6,3%	7,6%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 3,28
Target price	€ 5,80
Upside/(Downside) potential	76,8%
Ticker	FOS IM
Market Cap (€/mln)	€ 22,43
EV (€/mln)	€ 22,39
Free Float	38,10%
Share Outstanding	6.839.384
52-week high	€ 4,14
52-week low	€ 2,86
Average daily volumes (3 months)	2.950

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

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-7,34%	-2,96%	-13,68%	14,69%
to FTSE Italia Growth	0,92%	8,27%	1,16%	23,76%
to Euronext STAR Milan	-2,27%	6,54%	0,65%	13,08%
to FTSE All-Share	-6,56%	-3,44%	-15,52%	-19,52%
to EUROSTOXX	-6,09%	-0,96%	-10,63%	-11,07%
to MSCI World Index	-4,60%	-0,75%	-16,93%	-6,84%

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	5,8 x	5,0 x	4,1 x	3,4 x
EV/EBIT	10,3 x	9,7 x	7,6 x	5,7 x
P/E	16,8 x	15,0 x	12,1 x	9,0 x

1H23A Results

Il valore della produzione nel 1H23A risulta pari a € 13,66 mln, in crescita del 44,6% rispetto al dato dell'1H22A, pari a € 9,45 mln. L'EBITDA del semestre si attesta pari a € 2,34 mln, registrando un aumento del 41,7% rispetto al dato dell'1H22A, pari a € 1,65 mln. L'EBITDA *Margin* del semestre si attesta pari al 17,1%, non distante dal dato dell'1H22A, pari al 17,4%. L'EBIT ammonta a € 1,46 mln, in aumento del 39,2% rispetto al dato dell'1H22A, pari a € 1,05 mln. Il Net Income si attesta a € 0,80 mln, in crescita del 38,7% rispetto al dato del 1H22A, pari a € 0,58 mln. La NFP del Gruppo risulta *cash positive* per € 0,49 mln, in miglioramento rispetto al dato di fine esercizio 2022, *cash positive* per € 0,04 mln.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H23A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 26,50 mln ed un EBITDA pari a € 4,50 mln, corrispondente ad una marginalità del 17,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 33,00 mln (CAGR 22A-25E: 15,2%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 6,50 mln (corrispondente ad una marginalità del 19,7%), 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 € 48,5 mln. L'equity value di Fos utilizzando i market multiples risulta essere pari € 30,8 mln (inclusendo un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 39,7 mln. Il target price è di € 5,80, 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	23,00	25,80	29,00
Other Revenues	2,76	3,17	3,50	3,80	4,00
Value of Production	17,60	21,56	26,50	29,60	33,00
COGS	1,12	2,16	2,50	2,90	3,20
Use of Asset owned by Others	0,17	0,36	0,50	0,50	0,50
Services	4,90	5,86	6,70	7,80	8,80
Employees	8,12	9,20	12,10	12,60	13,60
Other Operating Expenses	0,14	0,13	0,20	0,30	0,40
EBITDA	3,14	3,86	4,50	5,50	6,50
<i>EBITDA Margin</i>	<i>17,9%</i>	<i>17,9%</i>	<i>17,0%</i>	<i>18,6%</i>	<i>19,7%</i>
D&A	1,54	1,69	2,20	2,55	2,60
EBIT	1,61	2,17	2,30	2,95	3,90
<i>EBIT Margin</i>	<i>9,1%</i>	<i>10,1%</i>	<i>8,7%</i>	<i>10,0%</i>	<i>11,8%</i>
Financial Management	(0,14)	(0,15)	(0,20)	(0,20)	(0,20)
EBT	1,47	2,02	2,10	2,75	3,70
Taxes	0,40	0,69	0,60	0,90	1,20
Net Income	1,07	1,34	1,50	1,85	2,50

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Fixed Asset	6,25	10,12	10,40	10,00	9,50
Account receivable	6,97	10,36	13,70	15,10	17,00
Inventories	0,38	0,98	1,00	1,20	1,40
Account payable	2,86	4,71	6,15	6,90	7,50
Operating Working Capital	4,49	6,63	8,55	9,40	10,90
Other Receivable	2,79	3,51	3,70	4,50	5,00
Other Payable	4,32	5,76	6,60	6,80	7,00
Net Working Capital	2,96	4,37	5,65	7,10	8,90
Severance Indemnities & Provision	1,49	2,10	2,20	2,30	2,40
NET INVESTED CAPITAL	7,71	12,40	13,85	14,80	16,00
Share Capital	1,59	1,71	1,71	1,71	1,71
Reserves and Retained Profits	6,76	9,39	10,73	12,23	14,08
Net Profit	1,07	1,34	1,50	1,85	2,50
Equity	9,42	12,44	13,94	15,79	18,29
Minorities Equity	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash and Cash Equivalent	8,16	9,67	9,59	10,19	10,89
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
Net Financial Position	(1,73)	(0,04)	(0,09)	(0,99)	(2,29)
TOTAL SOURCES	7,71	12,40	13,85	14,80	16,00

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT	2,17	2,30	2,95	3,90
Taxes	0,69	0,60	0,90	1,20
NOPAT	1,48	1,70	2,05	2,70
D&A	1,69	2,20	2,55	2,60
Change in receivable	(3,39)	(3,34)	(1,40)	(1,90)
Change in inventories	(0,60)	(0,02)	(0,20)	(0,20)
Change in payable	1,84	1,44	0,75	0,60
Other Changes	0,72	0,65	(0,60)	(0,30)
Change in NWC	(1,42)	(1,28)	(1,45)	(1,80)
Change in Provision	0,61	0,10	0,10	0,10
OPERATING CASH FLOW	2,36	2,73	3,25	3,60
Capex	(5,56)	(2,48)	(2,15)	(2,10)
FREE CASH FLOW	(3,20)	0,25	1,10	1,50
Financial Management	(0,15)	(0,20)	(0,20)	(0,20)
Change in Payable to Banks	3,21	(0,13)	(0,30)	(0,60)
Change in Equity	1,66	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	1,51	(0,09)	0,60	0,70

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 House) e Digital Infrastructures.

Nell'ambito del mercato dell'ingegneria 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.

1H23A Results

TABLE 2 – 1H23A VS 1H22A

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H23A	13,66	2,34	17,1%	1,46	0,80	(0,49)
1H22A	9,45	1,65	17,4%	1,05	0,58	(0,04)*
Change	44,6%	41,7%	-0,3%	39,2%	38,7%	N/A

*NFP as of 31/12/2022

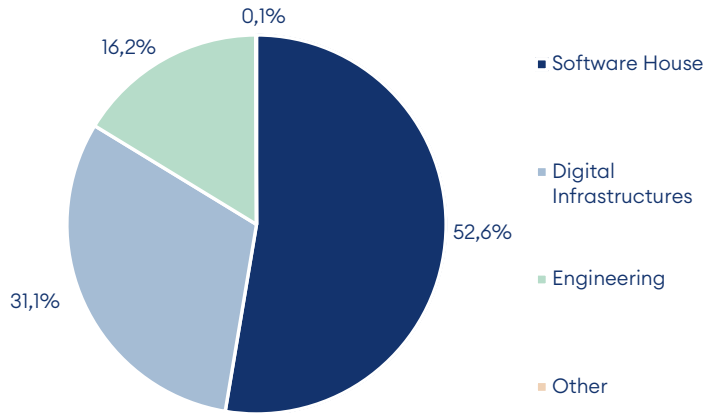
Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, gli Amministratori Delegati Enrico Botte e Matteo Pedrelli, hanno dichiarato: *“Siamo molto soddisfatti dei risultati del primo semestre 2023 e del percorso di crescita che il Gruppo ha compiuto fino ad oggi. Si evidenzia una crescita organica a doppia cifra dovuta sia all’ampliamento dei servizi tecnologici ricorrenti, ma ancor più ai prodotti e alle piattaforme proprietarie. In parallelo, l’integrazione di Inrebus e Naes è in linea con le attese e sta portando risultati incoraggianti basati su un modello di business focalizzato sulle persone e sui territori. Gli investimenti sul personale, in particolare sulla Academy per i giovani, il costante impegno in Ricerca e Sviluppo e il continuo lavoro su operazioni di M&A, ci permettono di guardare con fiducia ad una crescita importante per il futuro”.*

Il valore della produzione nel 1H23A risulta pari a € 13,66 mln, in crescita del 44,6% rispetto al dato dell’1H22A, pari a € 9,45 mln. Tale positivo risultato è frutto di una serie di fattori, nello specifico:

- dell’ampliamento della base clienti della linea Communication Technology;
- della commercializzazione dei prodotti provenienti dall’attività di ricerca e sviluppo (Microcosmo e Eye-trap);
- dell’attività sviluppata in ambito Domotica;
- dell’ottima performance dell’attività di rivendita di soluzioni storage e backup;
- del contributo della nuova linea di business Data Center, inerente l’area di business Infrastrutture Digitali, grazie l’acquisizione della società NAeS Solutions.

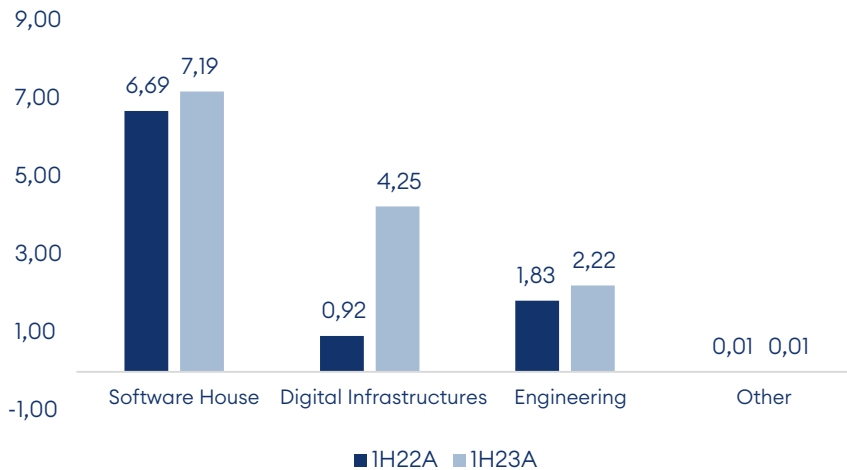
CHART 1 – VOP BREAKDOWN BY SEGMENT 1H23A



Source: Fos

Il valore della produzione del Gruppo, nel corso del 1H23A, è imputabile alle tre principali aree di business come segue: Software House ha contribuito per il 52,6%, le Infrastrutture Digitali per il 31,1% e l’Ingegneria per il 16,2%.

CHART 2 – VOP BREAKDOWN BY BU 1H22A VS 1H23A



Source: Fos

Si evidenzia che tutte le aree di business registrano un incremento del valore della produzione rispetto all’1H22A. La variazione maggiore proviene dalle Infrastrutture Digitali, che mostrano una straordinaria crescita, pari al 359,3%, mentre le aree Software House e Ingegneria riportano, rispettivamente, un incremento pari al 7,5% e 21,4%.

In particolare, il business del Software House ha riportato un valore della produzione pari a € 7,19 mln, a fronte dei € 6,69 mln dell’1H22A. La crescita proviene principalmente dall’attività relativa alle soluzioni di domotica, dallo sviluppo delle piattaforme proprietarie, dall’eroga-

zione di servizi IT e applicazioni *software* in *outsourcing* e dalla fornitura di soluzioni di terzi.

L'area Infrastrutture Digitali ha generato un valore della produzione pari a € 4,25 mln, in forte crescita rispetto al dato dell'1H22A, in cui assumeva un valore pari a € 0,92 mln. Il risultato proviene dall'aggregazione delle linee di business Communication Technology e della nuova linea Data Center, proveniente dall'acquisizione di NAeS Solutions Srl. Il Multivendor Center del Gruppo, ha ampliato le attività di diagnostica, intervento e collaudo degli apparati elettronici con diversi operatori di telecomunicazioni, per rispondere all'evoluzione delle tecnologie in gestione. Inoltre il Gruppo, attraverso la nuova acquisizione, ha consolidato le attività in ambito Data Center e Networking, che permetteranno di proporsi al mercato come operatore "all in one", in grado di gestire tutte le fasi del processo, dalla progettazione alla trasmissione e fruizione dei dati.

Il business dell'Ingegneria ha generato un valore della produzione pari a € 2,22 mln, in miglioramento rispetto al dato dell'1H22A che si attestava pari a € 1,83 mln. Nel corso del semestre hanno avuto un notevole impatto la vendita di prodotti e servizi sviluppati nei laboratori di ricerca e sviluppo. In particolare i prodotti "Microcosmo" e "Eye-trap" sono stati commercializzati nel settore *education*, mentre è stato lanciato il biofiltro *tech* denominato "Aura", che entrerà nel mercato nella seconda parte dell'esercizio in corso.

L'EBITDA del semestre si attesta pari a € 2,34 mln, registrando un aumento del 41,7% rispetto al dato dell'1H22A, pari a € 1,65 mln. Il *trend* positivo deriva dalla capacità del Gruppo di sfruttare le sinergie derivanti dalle nuove acquisizioni, realizzando un'ulteriore integrazione dell'offerta nonché un efficientamento dei costi. Inoltre, un impatto significativo sulla marginalità è stato generato dai risultati derivanti dalla commercializzazione delle piattaforme proprietarie e dei prodotti generati dalle attività di ricerca e innovazione dell'area Ingegneria. L'EBITDA *Margin* del semestre si attesta pari al 17,1%, non distante dal dato dell'1H22A, pari al 17,4%.

L'EBIT ammonta a € 1,46 mln, in aumento del 39,2% rispetto al dato dell'1H22A, pari a € 1,05 mln. Il dato è influenzato da D&A pari a € 0,88 mln (vs € 0,60 mln nel 1H22A), in aumento per effetto dell'ammortamento dell'avviamento generato dall'operazione di acquisizione di NAeS. Il Net Income si attesta a € 0,80 mln, in crescita del 38,7% rispetto al dato dell'1H22A, pari a € 0,58 mln.

La NFP del Gruppo risulta *cash positive* per € 0,49 mln, in miglioramento rispetto al dato di fine esercizio 2022, *cash positive* per € 0,04 mln. Il cambiamento è imputabile ai risultati dei vari business del Gruppo, anche se risente dell'effetto dell'attività di *buy-back* svolta nel corso dell'esercizio e della spesa per l'aumento di capitale della *start up* Mr. Pot Still ed, in minor quota, dei lavori sostenuti per la nuova sede. La NFP *Adj.*, che esclude il debito contratto verso i soci venditori della neo-acquisita NAeS, risulta *cash positive* per € 1,96 mln, in miglioramento rispetto alla NFP *Adj.* di Gruppo al FY22A pari a € 1,47 mln.

FY23E – FY25E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY23E-25E

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
VoP			
New	26,50	29,60	33,00
Old	25,00	28,00	31,50
Change	6,0%	5,7%	4,8%
EBITDA			
New	4,50	5,50	6,50
Old	5,30	6,30	7,50
Change	-15,1%	-12,7%	-13,3%
EBITDA %			
New	17,0%	18,6%	19,7%
Old	18,6%	19,8%	21,1%
Change	-1,6%	-1,2%	-1,4%
EBIT			
New	2,30	2,95	3,90
Old	2,80	3,75	4,90
Change	-17,9%	-21,3%	-20,4%
Net Income			
New	1,50	1,85	2,50
Old	1,75	2,30	3,10
Change	-14,3%	-19,6%	-19,4%
NFP			
New	(0,09)	(0,99)	(2,29)
Old	(0,29)	(0,99)	(2,49)
Change	N/A	N/A	N/A

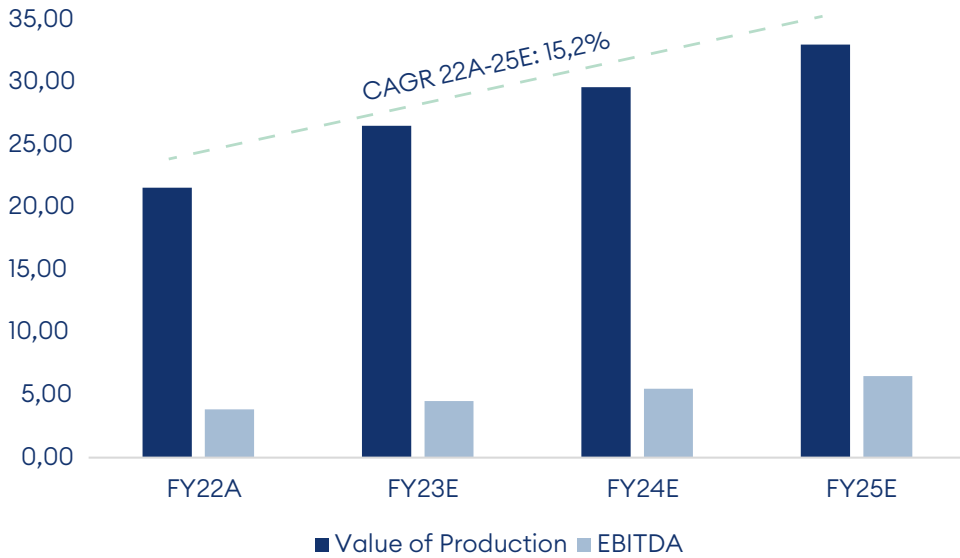
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H23A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 26,50 mln ed un EBITDA pari a € 4,50 mln, corrispondente ad una marginalità del 17,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 33,00 mln (CAGR 22A-25E: 15,2%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 6,50 mln (corrispondente ad una marginalità del 19,7%), in crescita rispetto a € 3,86 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA Margin del 17,9%).

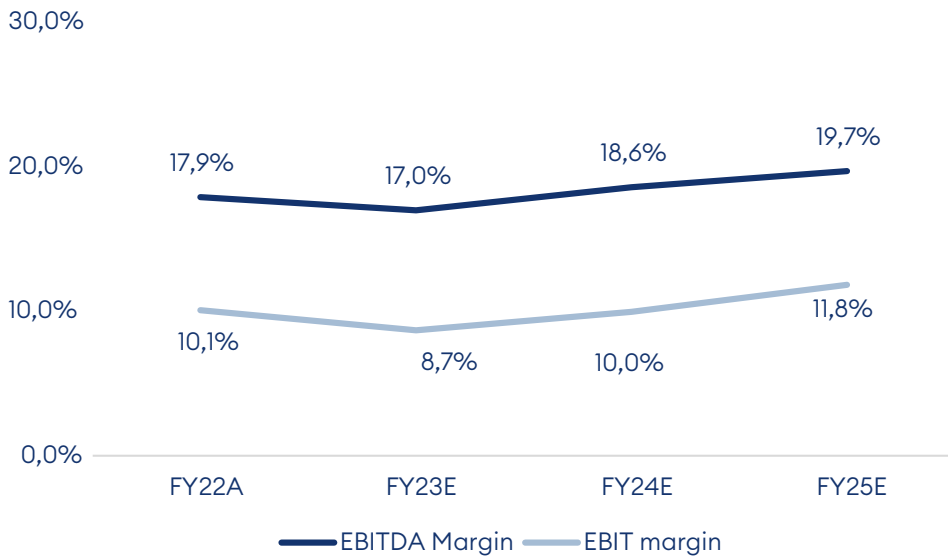
A livello patrimoniale, stimiamo per il FY25E una NFP *cash positive* pari a € 2,29 mln.

CHART 3 – VOP AND EBITDA FY22A-25E



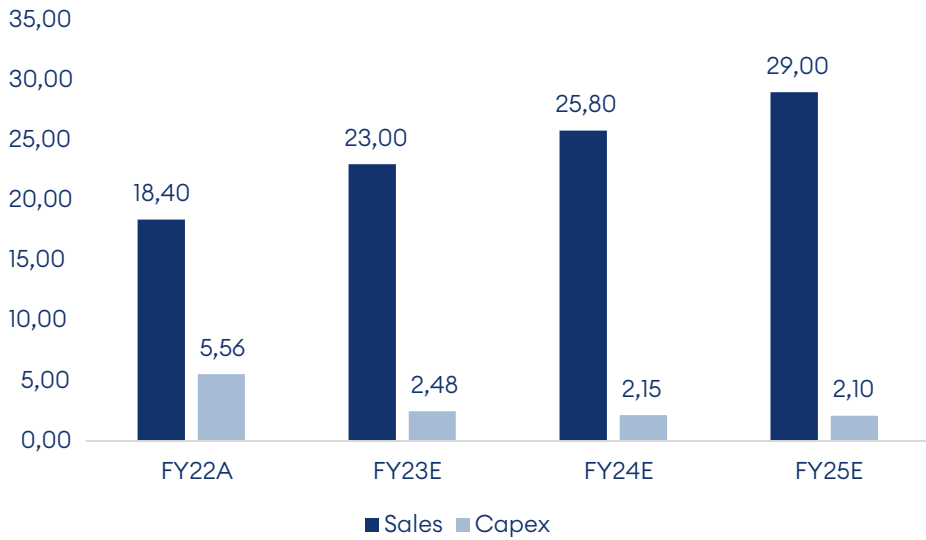
Source: Integrae SIM

CHART 4 – MARGIN FY22A-25E



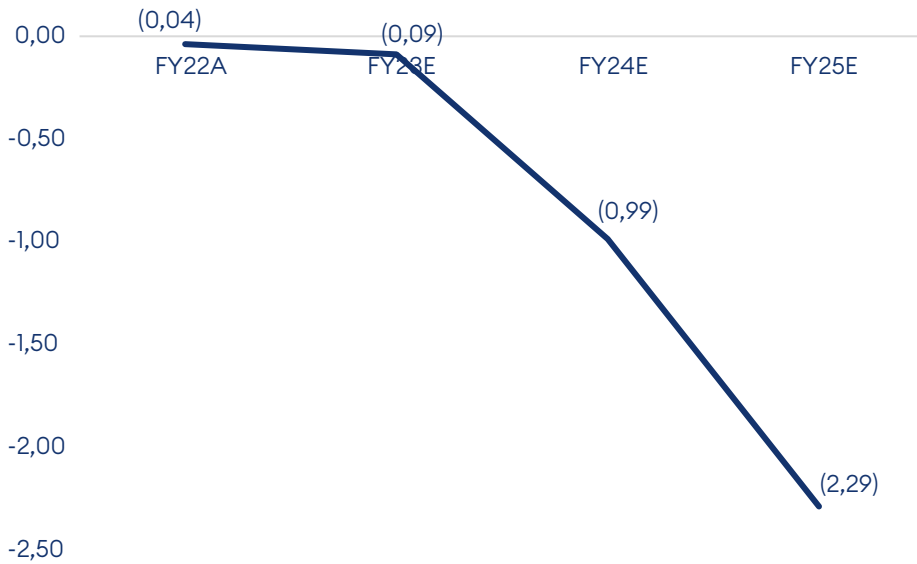
Source: Integrae SIM

CHART 5 – CAPEX FY22A-25E



Source: Integrae SIM

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				8,20%
D/E 81,82%	Risk Free Rate 3,85%	β Adjusted 0,85	α (specific risk) 2,50%	
K_d 2,50%	Market Premium 8,33%	β Relevered 1,36	K_e 13,45%	

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 8,20%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	5,7	12%
TV actualized DCF	42,7	88%
Enterprise Value	48,5	100%
NFP (FY22A)	0,0	
Equity Value	48,5	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 48,5 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		6,7%	7,2%	7,7%	8,2%	8,7%	9,2%	9,7%
	2,5%	82,5	73,3	65,9	59,7	54,6	50,2	46,5
	2,0%	74,4	66,8	60,6	55,4	51,0	47,1	43,8
	1,5%	67,8	61,5	56,2	51,7	47,8	44,5	41,5
	1,0%	62,4	57,0	52,4	48,5	45,1	42,1	39,4
	0,5%	57,8	53,2	49,2	45,7	42,7	40,0	37,6
	0,0%	54,0	49,9	46,4	43,3	40,6	38,1	36,0
	-0,5%	50,6	47,1	43,9	41,1	38,7	36,5	34,5

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	10,8 x	10,1 x	9,4 x	13,2 x	12,3 x	11,3 x
Net One Systems Co., Ltd.	10,3 x	9,0 x	8,2 x	10,9 x	9,5 x	8,6 x
CGI, Inc.	12,4 x	11,7 x	11,2 x	15,1 x	14,2 x	13,3 x
Reply S.p.A.	10,1 x	9,0 x	8,4 x	12,4 x	11,0 x	9,9 x
Eurotech S.p.A.	12,0 x	5,7 x	3,9 x	125,7 x	7,8 x	4,6 x
Peer median	10,8 x	9,0 x	8,4 x	13,2 x	11,0 x	9,9 x

Source: Infiniti

TABLE 7.2 – MARKET MULTIPLES TLC

Company Name	EV/EBITDA			EV/EBIT		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
Cisco Systems Inc.	9,7 x	9,6 x	9,3 x	10,6 x	10,3 x	10,0 x
Juniper Networks Inc.	8,0 x	7,9 x	7,3 x	9,7 x	9,2 x	8,6 x
F5 Networks Inc.	9,2 x	8,4 x	8,2 x	10,4 x	9,5 x	8,7 x
Accton Technology Corp.	23,7 x	20,5 x	18,0 x	26,2 x	22,2 x	19,4 x
Viavi Solutions Inc.	9,4 x	8,2 x	N/A	11,2 x	8,3 x	7,4 x
HMS Networks AB	23,2 x	23,7 x	22,3 x	27,2 x	28,1 x	26,2 x
Spirent Communications plc	4,3 x	4,1 x	3,8 x	5,0 x	4,7 x	4,3 x
Peer Median	9,4 x	8,3 x	7,8 x	10,6 x	9,5 x	8,7 x

Source: Infiniti

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	45,5	47,7	52,5
EV/EBIT	27,4	30,3	36,4
Equity Value			
EV/EBITDA	45,6	48,7	54,8
EV/EBIT	27,5	31,3	38,7
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	34,2	36,5	41,1
EV/EBIT	20,6	23,5	29,0
Average	27,4	30,0	35,0

Source: Integræe SIM

L'*equity value* di Fos, utilizzando i market multiple EV/EBITDA e EV/EBIT, risulta essere pari a circa € 41,1 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. Pertanto, ne risulta un **equity value di € 30,8 mln.**

Equity Value

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	39,7
Equity Value DCF (€/mln)	48,5
Equity Value multiples (€/mln)	30,8
Target Price (€)	5,80

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 39,7 mln. **Il target price è quindi di € 5,80 (prev. €6,00). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	10,3 x	8,8 x	7,2 x	6,1 x
EV/EBIT	18,2 x	17,2 x	13,4 x	10,2 x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	5,8 x	5,0 x	4,1 x	3,4 x
EV/EBIT	10,3 x	9,7 x	7,6 x	5,7 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
09/02/2023	3,82	Buy	6,00	Medium	Breaking News
13/03/2023	3,60	Buy	6,00	Medium	Breaking News
05/04/2023	3,72	Buy	6,00	Medium	Update
07/08/2023	3,36	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). 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 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, Integræ 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) Integræ 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 Integræ 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, Integræ SIM played the role of global coordinator.