

UPDATE

EQUITY RESEARCH

Fos

SIM
INTEGRÆ

Euronext Growth Milan | ICT | Italy

Produzione 10/04/2024, h. 18:30

Pubblicazione 11/04/2024, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 5,80

prev. € 5,80

Risk



Medium

Upside potential

94,7%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 2,98
Target price	€ 5,80
Upside/(Downside) potential	94,7%
Ticker	FOS IM
Market Cap (€/mln)	€ 20,38
EV (€/mln)	€ 20,04
Free Float	34,75%
Share Outstanding	6.839.384
52-week high	€ 3,80
52-week low	€ 2,96
Average daily volumes (3 months)	10.207

Key Financials (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
VoP	26,40	29,00	32,30	36,00
EBITDA	4,43	5,25	6,05	7,00
EBIT	2,26	2,70	3,45	4,35
Net Income	1,27	1,65	2,15	2,75
NFP	(0,34)	1,35	(0,70)	(3,30)
EBITDA margin	16,8%	18,1%	18,7%	19,4%
EBIT margin	8,6%	9,3%	10,7%	12,1%
Net income margin	4,8%	5,7%	6,7%	7,6%

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

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-5,1%	-12,4%	-9,1%	-21,6%
to FTSE Italia Growth	-5,7%	-10,7%	-10,4%	-8,3%
to Euronext STAR Milan	-6,7%	-12,7%	-25,3%	-18,9%
to FTSE All-Share	-6,8%	-23,5%	-31,7%	-44,5%
to EUROSTOXX	-5,9%	-24,3%	-30,7%	-37,6%
to MSCI World Index	-6,5%	-21,4%	-28,0%	-45,0%

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	4,5x	3,8x	3,3x	2,9x
EV/EBIT	8,9x	7,4x	5,8x	4,6x
P/E	16,1x	12,4x	9,5x	7,4x

FY23A Results

Il valore della produzione per il 2023 si attesta a € 26,40 mln, in crescita rispetto al dato FY22A di € 21,56 mln e in linea con la nostra stima di € 26,50 mln. L'EBITDA, pari a € 4,43 mln, registra un aumento del 14,8% rispetto ai € 3,86 mln dell'esercizio precedente. L'EBITDA margin si attesta al 16,8%, in leggera flessione rispetto al dato del FY22A, pari al 17,9% e in linea con il valore contenuto nel nostro precedente report (17,0%). L'EBIT ammonta a € 2,26 mln (€ 2,17 mln nel FY22A), confermando le nostre stime di € 2,30 mln. Il Net Income si attesta a € 1,27 mln, in linea col risultato dello scorso esercizio di € 1,34 mln. La NFP raggiunge un valore cash-positive di € 0,34 mln, che risulta migliorativo sia rispetto il risultato di € 0,04 mln nel FY22A, sia rispetto alla nostra precedente stima pari a € 0,09 mln.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY23A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY24E pari a € 29,00 mln ed un EBITDA pari a € 5,25 mln, corrispondente ad una marginalità del 18,1%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 36,00 mln (CAGR 23A-26E: 10,9%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 7,00 mln (corrispondente ad una marginalità del 19,4%), in crescita rispetto a € 4,63 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 16,8%).

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 € 40,1 mln. L'equity value di Fos utilizzando i market multiples risulta essere pari € 39,3 mln (incluso 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)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Revenues	18,40	23,34	25,80	29,00	32,60
Other revenues	3,17	3,06	3,20	3,30	3,40
Value of Production	21,56	26,40	29,00	32,30	36,00
COGS	2,16	3,15	2,95	3,25	3,90
Services	5,86	7,07	7,80	8,70	9,50
Use of asset owned by others	0,36	0,60	0,60	0,60	0,60
Employees	9,20	10,99	12,20	13,50	14,80
Other operating costs	0,13	0,16	0,20	0,20	0,20
EBITDA	3,86	4,43	5,25	6,05	7,00
<i>EBITDA Margin</i>	<i>17,9%</i>	<i>16,8%</i>	<i>18,1%</i>	<i>18,7%</i>	<i>19,4%</i>
Extraordinary items	0,00	0,20	0,00	0,00	0,00
EBITDA Adjusted	3,86	4,63	5,25	6,05	7,00
<i>EBITDA Adj. Margin</i>	<i>17,9%</i>	<i>17,5%</i>	<i>18,1%</i>	<i>18,7%</i>	<i>19,4%</i>
D&A	1,69	2,17	2,55	2,60	2,65
EBIT	2,17	2,26	2,70	3,45	4,35
<i>EBIT Margin</i>	<i>10,1%</i>	<i>8,6%</i>	<i>9,3%</i>	<i>10,7%</i>	<i>12,1%</i>
Financial management	(0,15)	(0,17)	(0,20)	(0,20)	(0,20)
EBT	2,02	2,09	2,50	3,25	4,15
Taxes	0,69	0,82	0,85	1,10	1,40
Net Income	1,34	1,27	1,65	2,15	2,75

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Fixed Assets	10,12	10,62	10,25	9,75	9,10
Account receivable	10,36	9,44	11,50	12,80	14,40
Inventories	0,98	0,91	1,10	1,25	1,40
Account payable	4,71	2,90	3,15	3,50	3,90
Operating Working Capital	6,63	7,45	9,45	10,55	11,90
Other receivable	3,51	3,56	4,05	4,50	5,05
Other payable	5,76	6,14	6,70	7,45	8,35
Net Working Capital	4,37	4,87	6,80	7,60	8,60
Severance & other provisions	2,10	2,29	2,50	2,70	2,90
NET INVESTED CAPITAL	12,40	13,21	14,55	14,65	14,80
Share capital	1,71	1,71	1,71	1,71	1,71
Reserves	9,39	10,58	9,84	11,49	13,64
Net Income	1,34	1,27	1,65	2,15	2,75
Equity	12,44	13,55	13,20	15,35	18,10
Cash & cash equivalents	9,67	9,43	7,85	9,30	11,80
Short term financial debt	2,68	3,08	3,50	4,00	4,50
M/L term financial debt	6,96	6,00	5,70	4,60	4,00
Net Financial Position	(0,04)	(0,34)	1,35	(0,70)	(3,30)
SOURCES	12,40	13,21	14,55	14,65	14,80

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EBIT	2,26	2,70	3,45	4,35
Taxes	0,82	0,85	1,10	1,40
NOPAT	1,43	1,85	2,35	2,95
D&A	2,17	2,55	2,60	2,65
Change in NWC	(0,50)	(1,93)	(0,80)	(1,00)
Change in receivable	0,92	(2,06)	(1,30)	(1,60)
Change in inventories	0,06	(0,19)	(0,15)	(0,15)
Change in payable	(1,80)	0,25	0,35	0,40
Change in others	0,32	0,07	0,30	0,35
Change in provisions	0,19	0,21	0,20	0,20
OPERATING CASH FLOW	3,30	2,69	4,35	4,80
Capex	(2,67)	(2,18)	(2,10)	(2,00)
FREE CASH FLOW	0,62	0,51	2,25	2,80
Financial Management	(0,17)	(0,20)	(0,20)	(0,20)
Change in Financial debt	(0,55)	0,12	(0,60)	(0,10)
Change in Equity	(0,15)	(2,00)	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	(0,24)	(1,58)	1,45	2,50

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 progettazione e gestione di infrastrutture di telecomunicazioni (Digital 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.

FY23A Results

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES FY23A

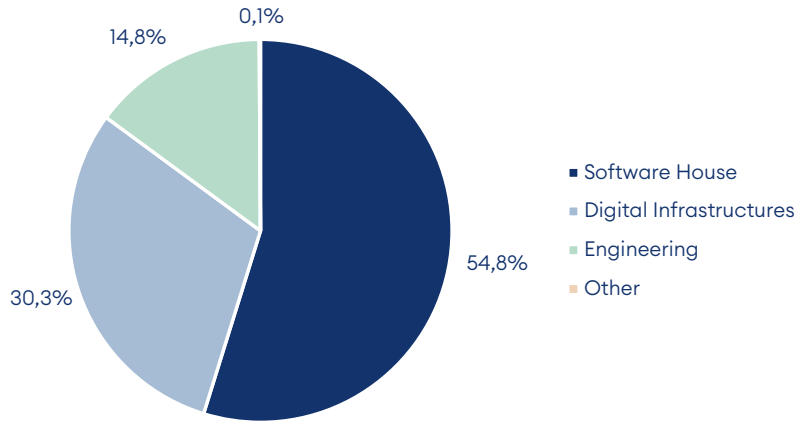
€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY23A	26,40	4,43	16,8%	2,26	1,27	(0,34)
FY23E	26,50	4,50	17,0%	2,30	1,50	(0,09)
Change	-0,4%	-1,5%	-0,2%	-1,8%	-15,6%	n/a

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, il Gruppo, commentando i risultati annuali, dichiara: *“Siamo molto soddisfatti del risultato dell’anno. Proseguiamo nel percorso di crescita con solide basi finanziarie e patrimoniali. Purtroppo, la carenza strutturale di risorse tecniche limita la delivery di progetti e servizi ma l’ottimo andamento della nostra Academy ci spinge ad avere una buona confidenza per il futuro. Abbiamo avviato un percorso di focus sui mercati verticali in particolare Automotive, Aereo-spazio, Pubblica Amministrazione, Sanità e Mobilità con soluzioni tecnologiche dedicate e rileviamo un ottimo incremento dei ricavi da piattaforme proprietarie. Il 2024 è partito bene con la partecipazione diretta a grandi gare CONSIP e con l’operazione di ingresso nel capitale di CGI S.r.l., società che gestisce il sistema informativo del Porto di Genova, entrando così di fatto nella digitalizzazione del settore della logistica e trasporti. Rimaniamo attenti alle opportunità di sviluppo per linee esterne confortati dall’ottima performance di InRebus nel Digital Learning in Piemonte e all’integrazione dei servizi per data center di NAeS Solutions che rafforza sempre più la nostra presenza in Lombardia”.*

Il valore della produzione per il 2023 si attesta a € 26,40 mln, in crescita rispetto al dato FY22A di € 21,56 mln e in linea con la nostra stima di € 26,50 mln. Il risultato è stato reso possibile, oltre che dal rafforzamento del posizionamento e dall’aumento dei clienti nella *business line* Communication Technology, dalla commercializzazione dei prodotti Microcosmo ed Eye-Trap, provenienti dall’attività di ricerca e sviluppo, dall’attività sviluppata nell’ambito *building automation* e dal consolidamento totale dei risultati economici di NAeS.

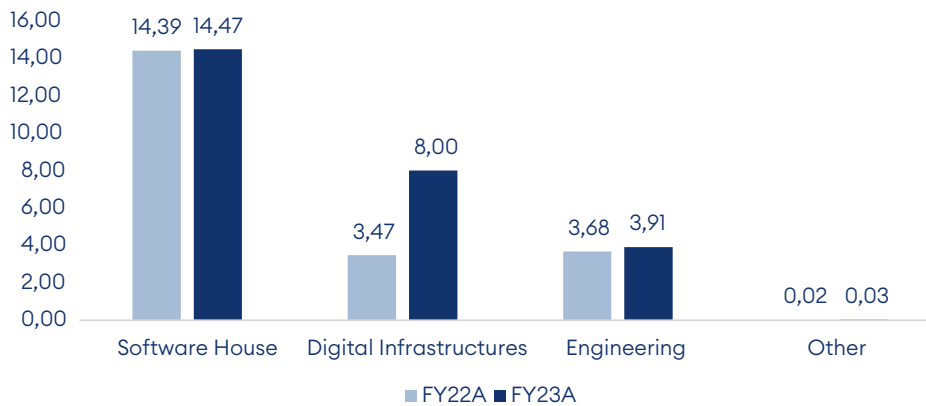
CHART 1 – REVENUES BREAKDOWN BY SEGMENT FY23A



Source: Fos

Il valore della produzione della Società, nel corso del FY23A, è imputabile alle 3 principali aree di business: Software House ha contribuito per il 54,8%, Digital Infrastructures per 30,3% e Engineering per il 14,8%.

CHART 2 – REVENUES BREAKDOWN BY BU FY22A VS FY23A



Source: Fos

Si nota come la crescita dei ricavi del Gruppo sia principalmente imputabile all'area di business Digital Infrastructures, che con una crescita del 130,2% raggiunge gli € 8,00 mln. Quest'ultima aggrega i risultati delle linee di business Communication Technology e la nuova linea Data Center, derivante dall'acquisizione di NAeS.

Nel 2023, il Remanufacturing Center del Gruppo si è espanso nel settore telecomunicazioni, potenziando diagnostica, interventi e test su dispositivi elettronici. Il Gruppo ha investito in formazione e attrezzature avanzate, seguendo la logica dell'industria 4.0, per accrescere

le proprie competenze tecnologiche. Inoltre, è stato avviato un progetto per promuovere l'economia circolare, mirato a estendere la vita dei dispositivi elettronici e migliorare la sostenibilità. Infine, sono state rafforzate le operazioni in Data Center e Networking, grazie all'integrazione di NAeS, la quale ha permesso lo sviluppo di un'offerta *all in one*, che copre dalla progettazione e gestione dati alla trasmissione e utilizzo.

L'area Software House ha registrato un valore di produzione pari a € 14,47 milioni, in linea con il FY22A (€ 14,39 milioni). Questa aggrega i risultati delle linee di business IT, Automation, Solution e Digital Learning. Il Gruppo ha dovuto affrontare la sfida della mobilità del personale tecnico, adattando i servizi alle esigenze dei clienti e formando team competenti, nonostante la scarsità di risorse tecniche specializzate che ha limitato la crescita. Il Gruppo si è adattato ampliando le attività in *building automation*, sviluppo di piattaforme proprietarie, *outsourcing IT* e fornitura di soluzioni terze, mantenendo un equilibrio tra servizi continuativi e progetti proprietari grazie ai centri di competenza in Cybersecurity, mobile, CRM, Digital learning, Datacenter e SCADA. Inoltre, sono continuati gli investimenti in piattaforme digitali nei settori salute (Sanisoft) e *automotive* (Skite) ed è proseguita l'integrazione tecnico commerciale con NAeS volta all'espansione in Lombardia.

L'area di business Engineering registra ricavi per € 3,91 mln, in leggera crescita rispetto i € 3,68 mln dell'esercizio precedente. Nel corso dell'anno il team ha notevolmente aumentato l'impegno in progetti innovativi, contribuendo allo sviluppo di soluzioni avanzate nei settori industriale, biomedicale e *automotive*. Quest'anno, la vendita di prodotti e servizi sviluppati nei laboratori di R&D ha inciso significativamente sul fatturato; prodotti come 'Microcosmo' e 'Eye-trap', nel settore Agritech, hanno riscosso successo in ambito educativo, grazie ai programmi Edugreen e Scuola 4.0. Inoltre, il lancio del biofiltro 'Aura', orientato alle Smart City, ha iniziato la commercializzazione nella seconda metà del 2023.

L'EBITDA, pari a € 4,43 mln, registra un aumento del 14,8% rispetto ai € 3,86 mln dell'esercizio precedente, in linea con la nostra stima del precedente report di € 4,50 mln. Al netto di oneri straordinari, tra cui partite transattive con personale dipendente, spese legali collegate a queste transazioni e altre spese *non recurring*, l'EBITDA *Adjusted* si attesta pari a € 4,63 mln. L'EBITDA *margin* si attesta al 16,8%, in leggera flessione rispetto al dato del FY22A, pari al 17,9% e in linea con il valore contenuto nel nostro precedente report (17,0%). Questo risultato è stato reso possibile dalla capacità di integrazione dell'offerta, arricchita dalle nuove acquisizioni. Inoltre, fondamentale è stato il contributo alla marginalità apportato dalla commercializzazione delle piattaforme proprietarie e dei prodotti derivanti dalle attività di R&D dell'area Engineering.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 2,17 mln, ammonta a € 2,26 mln (€ 2,17 mln nel FY22A), confermando le nostre stime di € 2,30 mln. L'EBIT *margin* si attesta all'8,6%, rispetto ad un valore pari al 10,1% dell'esercizio precedente. Si evidenzia che, a partire dal 1 Gennaio 2023, il gruppo ha deciso di avviare l'ammortamento del progetto BIOMEDICALE, sospeso temporaneamente dall'esercizio 2020. Infine, il Net Income si attesta a € 1,27 mln, in linea col risultato dello scorso esercizio di € 1,34 mln.

La NFP raggiunge un valore *cash-positive* di € 0,34 mln, che risulta migliorativo sia rispetto il risultato di € 0,04 mln nel FY22A, sia rispetto alla nostra precedente stima pari a € 0,09 mln. Il Gruppo, grazie ai risultati raggiunti in termini di business, è riuscito a generare cassa nonostante l'attività di *buy-back* per un ammontare di € 0,12 mln, l'esborso sostenuto in fase di aumento di capitale di Mr. Pot Still pari a € 0,10 mln e oneri straordinari per circa € 0,12 mln.

FY24E – FY26E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY24E-26E

€/mln	FY24E	FY25E	FY26E
VoP			
New	29,00	32,30	36,00
Old	29,60	33,00	n/a
Change	-2,0%	-2,1%	n/a
EBITDA			
New	5,25	6,05	7,00
Old	5,50	6,50	n/a
Change	-4,5%	-6,9%	n/a
EBITDA %			
New	18,1%	18,7%	19,4%
Old	18,6%	19,7%	n/a
Change	-0,5%	-1,0%	n/a
EBIT			
New	2,70	3,45	4,35
Old	2,95	3,90	n/a
Change	-8,5%	-11,5%	n/a
Net Income			
New	1,65	2,15	2,75
Old	1,85	2,50	n/a
Change	-10,8%	-14,0%	n/a
NFP			
New	1,35	(0,70)	(3,30)
Old	(0,99)	(2,29)	n/a
Change	n/a	n/a	n/a

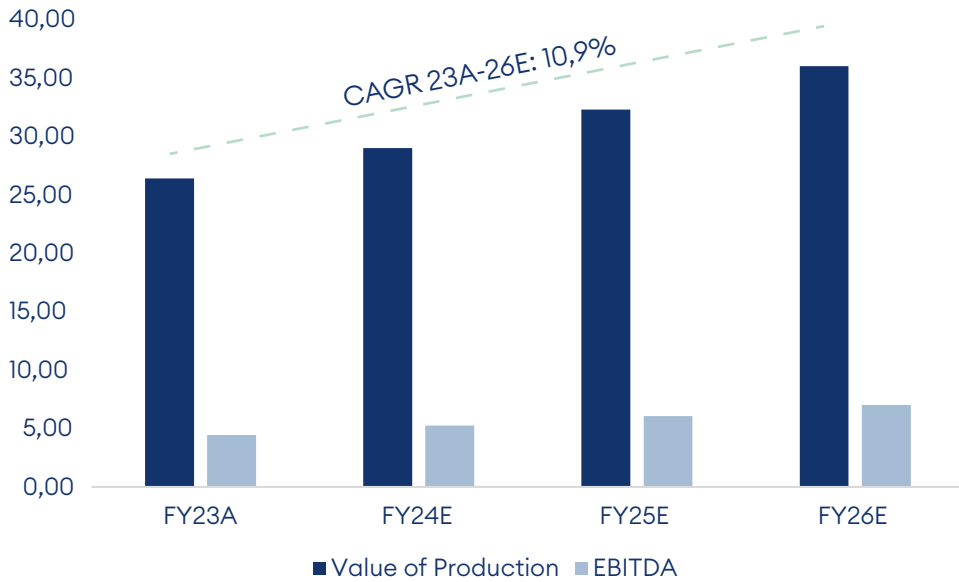
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY23A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY24E pari a € 29,00 mln ed un EBITDA pari a € 5,25 mln, corrispondente ad una marginalità del 18,1%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 36,00 mln (CAGR 23A-26E: 10,9%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 7,00 mln (corrispondente ad una marginalità del 19,4%), in crescita rispetto a € 4,63 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 16,8%).

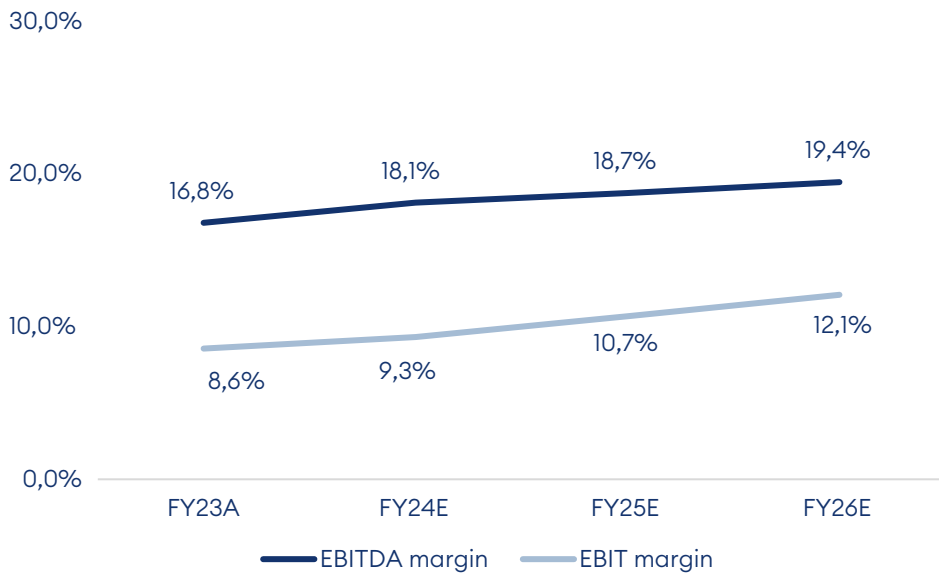
A livello patrimoniale, stimiamo per il FY26E una NFP *cash positive* pari a € 3,30 mln.

CHART 3 – VOP AND EBITDA FY23A-26E



Source: Integrae SIM

CHART 4 – MARGIN FY23A-26E



Source: Integrae SIM

CHART 5 – CAPEX FY23A-26E

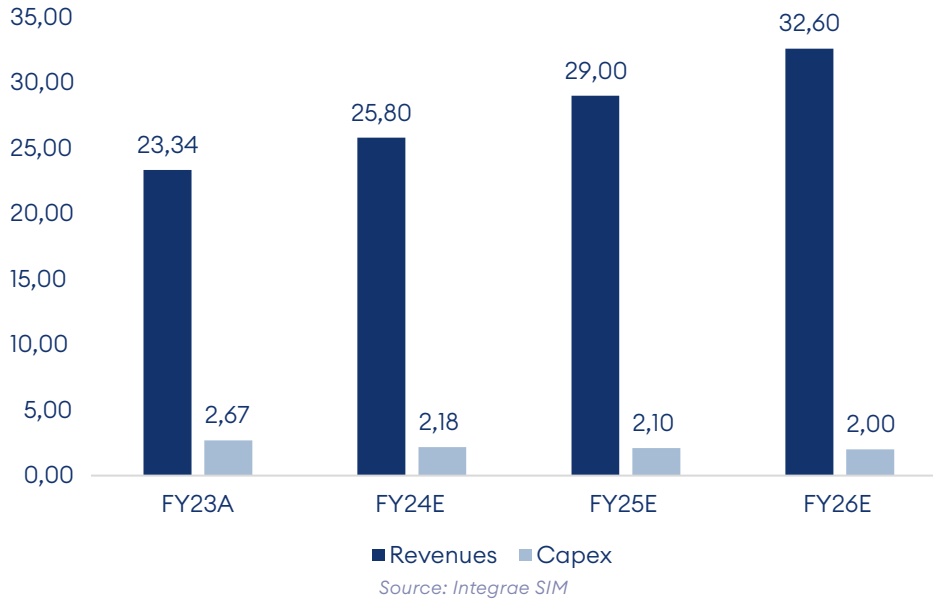
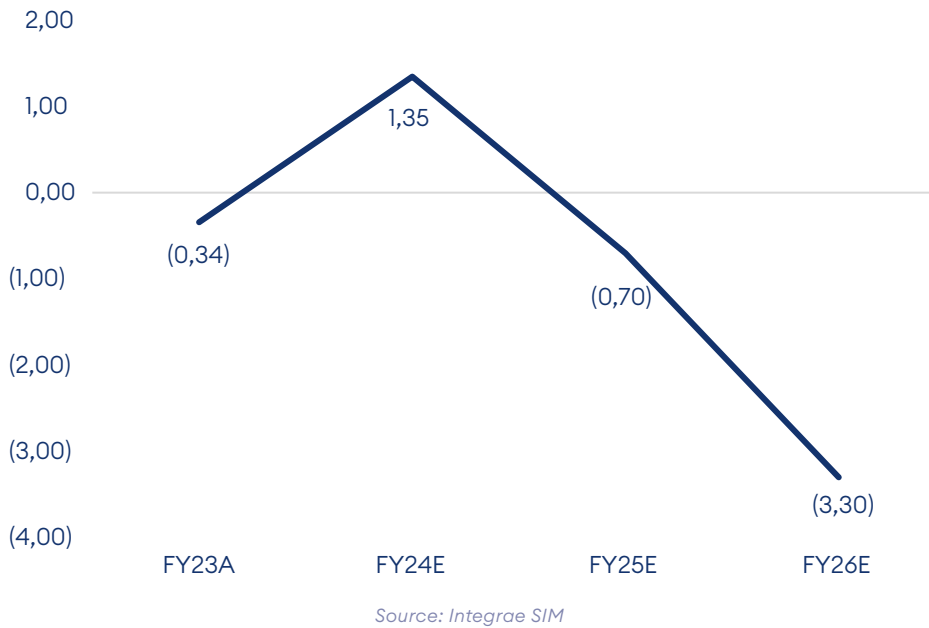


CHART 6 – NFP FY23A-26E



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				8,44%
D/E 81,82%	Risk Free Rate 3,14%	β Adjusted 1,05	α (specific risk) 2,50%	
K_d 2,50%	Market Premium 7,81%	β Relevered 1,08	K_e 13,87%	

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 8,44%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	5,1	13%
TV actualized DCF	34,7	87%
Enterprise Value	39,7	100%
NFP (FY23A)	(0,3)	
Equity Value	40,1	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 40,1 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		6,9%	7,4%	7,9%	8,4%	8,9%	9,4%	9,9%
	3,0%	68,9	61,0	54,7	49,6	45,4	41,8	38,7
	2,5%	61,8	55,4	50,2	45,9	42,3	39,1	36,4
	2,0%	56,1	50,8	46,5	42,8	39,6	36,9	34,5
	1,5%	51,4	47,0	43,3	40,1	37,3	34,9	32,7
	1,0%	47,6	43,8	40,5	37,7	35,3	33,1	31,2
	0,5%	44,3	41,0	38,2	35,7	33,5	31,6	29,8
	0,0%	41,5	38,6	36,1	33,9	31,9	30,2	28,6

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			P/E		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
Bouvet ASA	11,8 x	10,0 x	10,3 x	14,8 x	13,3 x	12,6 x	19,1 x	17,2 x	16,3 x
Net One Systems Co., Ltd.	10,5 x	9,6 x	n/a	12,0 x	10,9 x	10,0 x	16,3 x	14,7 x	13,4 x
CGI, Inc.	11,8 x	11,5 x	9,0 x	14,9 x	14,0 x	13,6 x	18,9 x	17,2 x	16,2 x
Reply S.p.A.	13,1 x	12,0 x	11,0 x	16,0 x	14,5 x	13,2 x	23,3 x	21,1 x	19,2 x
Eurotech S.p.A.	14,1 x	7,5 x	7,2 x	n/a	16,2 x	13,7 x	n/a	16,2 x	13,8 x
Peer median	11,8 x	10,0 x	9,7 x	14,8 x	14,0 x	13,2 x	19,0 x	17,2 x	16,2 x

Source: *Infinancials*

TABLE 7.2 – MARKET MULTIPLES TLC

Company Name	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
Cisco Systems Inc.	9,0 x	9,4 x	9,2 x	10,2 x	9,9 x	9,5 x	13,1 x	12,8 x	12,2 x
Juniper Networks Inc.	11,2 x	10,7 x	10,3 x	13,7 x	12,4 x	12,2 x	16,6 x	15,1 x	14,8 x
Accton Technology Corp.	16,5 x	13,4 x	10,6 x	18,2 x	14,5 x	11,4 x	23,7 x	19,4 x	15,1 x
Viavi Solutions Inc.	11,0 x	10,2 x	9,1 x	16,4 x	12,2 x	10,5 x	23,4 x	15,8 x	13,4 x
HMS Networks AB	27,0 x	23,8 x	21,0 x	36,6 x	27,9 x	24,2 x	48,5 x	36,9 x	31,9 x
Spirent Communications plc	18,0 x	16,2 x	13,5 x	27,3 x	20,8 x	16,3 x	30,7 x	24,2 x	19,0 x
Peer Median	13,9 x	12,0 x	10,4 x	17,3 x	13,5 x	11,8 x	23,6 x	17,6 x	14,9 x

Source: *Infinancials*

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY24E	FY25E	FY26E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	67,39	66,63	70,29
EV/EBIT	43,37	47,42	54,34
P/E	35,08	37,33	42,82
Enterprise Value post 25% discount			
EV/EBITDA	50,54	49,97	52,72
EV/EBIT	32,53	35,57	40,75
P/E	26,31	28,00	32,12
Equity Value			
EV/EBITDA	49,19	50,67	56,02
EV/EBIT	31,18	36,27	44,06
P/E	26,31	28,00	32,12
Average	35,56	38,31	44,07

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di Fos è stato calcolato utilizzando i market multiple EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E. Dopo aver applicato uno sconto del 25,0%, risulta un **equity value di € 39,3 mln.**

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	39,7
Equity Value DCF (€/mln)	40,1
Equity Value multiples (€/mln)	39,3
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. € 5,80). Confermiamo rating **BUY** e rischio **MEDIUM**.

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	8,9 x	7,5 x	6,5 x	5,6 x
EV/EBIT	17,4 x	14,6 x	11,4 x	9, x
P/E	31,4 x	24,1 x	18,5 x	14,4 x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	4,5x	3,8x	3,3x	2,9x
EV/EBIT	8,9x	7,4x	5,8x	4,6x
P/E	16,1x	12,4x	9,5x	7,4x

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
07/08/2023	3,36	Buy	6,00	Medium	Breaking News
12/10/2023	3,28	Buy	5,80	Medium	Update
15/02/2024	3,20	Buy	5,80	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 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.