

Data produzione: 27 novembre 2019 ore 18:00

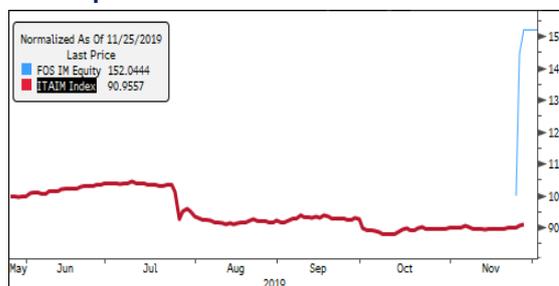
Data pubblicazione: 28 novembre 2019 ore 7:00

FOS *Italy* **FTSE AIM Italia** **ICT**

Rating: BUY **Target Price: €4,90** **Initiation of Coverage** **Risk: Medium**

Stock performance	1M	3M	6M	1Y				
absolute	N/A	N/A	N/A	N/A				
to FTSE AIM Italia	N/A	N/A	N/A	N/A				
to FTSE STAR Italia	N/A	N/A	N/A	N/A				
to FTSE All-Share	N/A	N/A	N/A	N/A				
to EUROSTOXX	N/A	N/A	N/A </tr <tr> <td>to MSCI World Index</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr>	to MSCI World Index	N/A	N/A	N/A	N/A
to MSCI World Index	N/A	N/A	N/A	N/A				

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



Stock Data

Price	€ 3,30
Target price	€ 4,90
Upside/(Downside) potential	48,5%
Bloomberg Code	FOS IM
Market Cap (€m)	€ 20,53
EV (€m)	€ 17,04
Free Float	35,70%
Share Outstanding	6.221.500
52-week high	€ 3,72
52-week low	€ 2,92
Average daily volumes (3m)	n.m.

Company Overview

FOS SpA è una società attiva nella progettazione, sviluppo e commercializzazione di servizi e soluzioni digitali per la gestione e protezione dei dati che integrano applicazioni software, dispositivi hardware e infrastrutture di rete. La Società è a capo di un Gruppo composto da diverse aziende con capacità tecnologiche verticali, che operano in modo integrato nei settori Information Technology, Telecomunicazioni e Ingegneria, con presenza capillare sul territorio nazionale e anche internazionale. Il Gruppo vanta anche una rete di laboratori e centri di ricerca congiunti dedicati al trasferimento tecnologico in diversi settori industriali.

Key Financials (€m)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
VoP	9,7	11,1	12,8	15,0
EBITDA	1,7	2,3	2,8	3,5
EBIT	1,0	1,5	1,9	2,5
Net Profit	0,4	0,9	1,2	1,7
EPS (€)	0,07	0,15	0,20	0,27
EBITDA margin	17,4%	20,7%	21,8%	23,3%
EBIT margin	10,3%	13,9%	15,2%	16,3%

Market

Il mercato dei servizi ICT nei Paesi EMEA presenta aspettative di crescita costanti in quasi tutti i segmenti che lo compongono, con un CAGR 18-21F pari a ca. il 4,6%. In particolare, la spesa IoT delle aziende italiane nel 2018 è stata di oltre €16 mld. Invece, la spesa per servizi di TLC espressa dalle aziende italiane, nel 2018, ha raggiunto quasi i €7,2 mld, in contrazione rispetto al 2017 a causa del proseguimento della battaglia competitiva tra operatori sul mercato dei clienti finali e su quello dei servizi wholesale.

Main Ratios	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA (x)	10,1	7,4	6,1	4,9
EV/EBIT (x)	17,1	11,0	8,8	7,0
P/E (x)	46,3	21,7	16,5	12,4

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 €30,4 mln. L'equity value utilizzando i market multiples risulta essere pari €30,6 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 30,5 mln. Il target price è di €4,90, rating BUY e rischio MEDIUM.

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

Sommario

1. Company Overview	3
1.1 Company Activity	3
1.2 Storia Societaria	3
1.3 Struttura del Gruppo	4
1.4 Key People.....	6
1.5 The Business Model	7
1.6 La rete commerciale.....	10
2. Clienti e Fornitori.....	11
2.1 I Clienti	11
2.2 I Fornitori.....	11
3. Mercato	12
3.1 Il Mercato ICT – EMEA.....	12
3.1.1 Mercato Internet of Things.....	12
3.2 Mercato TLC – Italia	13
3.3 Posizionamento Competitivo	13
4. SWOT Analysis	14
5. Economics & Financials	15
5.1 Driver di crescita	18
6. Valutazione.....	19
6.1 DCF Method	19
6.2 Market Multiples.....	20
6.3 Target Price	22

1. Company Overview

1.1 Company Activity

FOS SpA è una società attiva nella progettazione, sviluppo e commercializzazione di servizi e soluzioni digitali per la gestione e protezione dei dati che integrano applicazioni *software*, dispositivi *hardware* e infrastrutture di rete.

FOS SpA, configurabile come Gruppo, controlla al 100%:

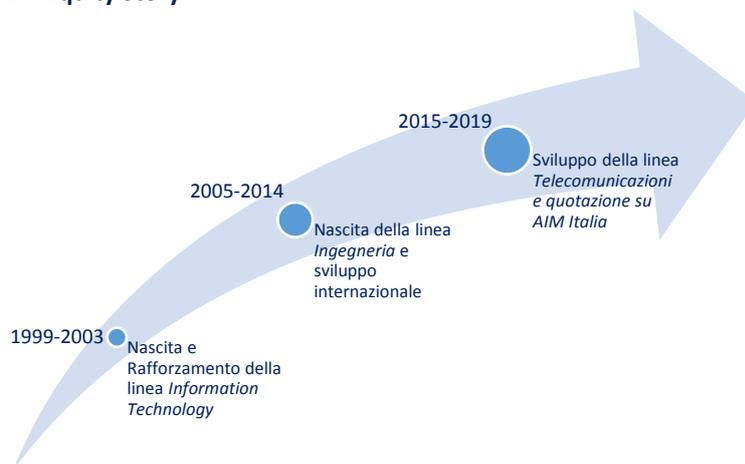
- T&G, società attiva nei settori TLC & ICT
- FOS Greentech, che si occupa di Ingegneria
- UAB GF, che si occupa di Ingegneria
- SESMAT, attiva nei settori di ICT & TLC.

La Società è quindi a capo di un Gruppo composto da diverse aziende con capacità tecnologiche verticali, che operano in modo integrato nei settori *Information Technology*, Telecomunicazioni e Ingegneria, con presenza capillare sul territorio nazionale e anche internazionale. Il Gruppo vanta anche una rete di laboratori e centri di ricerca congiunti dedicati al trasferimento tecnologico in diversi settori industriali.

Nel FY18A, il Gruppo, con l'apporto di 127 risorse totali, ha registrato un Valore della Produzione pari a €9,72 mln, con un *EBITDA Margin* pari al 17,4% (*EBITDA Margin Adj.* del 19,1%).

1.2 Storia Societaria

Chart 1 – Equity Story



Source: FOS SpA

1999-2003: Nel 1999 avviene la fondazione di FOS e prende avvio l'attività di *Information Technology*, con la prima commessa da parte di *Finmeccanica*, legata ad una Automazione Postale. Nel 2003 vi è l'acquisizione della società *T&G*.

2005-2014: questa fase è caratterizzata dalla nascita della linea Ingegneria e sviluppo internazionale:

- 2005: viene costituita FOS Greentech e il primo laboratorio congiunto con UNIGE per la piattaforma proprietaria WISE.
- 2008-2010: nasce il progetto in Cina con *Odiseus*, un consorzio per l'internazionalizzazione. Prende inoltre avvio lo *spin-off* universitario per applicazioni di WISE per il settore fotovoltaico.

- 2013-2014: prende avvio il presidio internazionale in Lituania e viene formalizzata la prima commessa con *Huawei*, avente ad oggetto la *decommissioning* delle centrali telefoniche.

2015-2019: inizia lo sviluppo della linea TLC, in particolare:

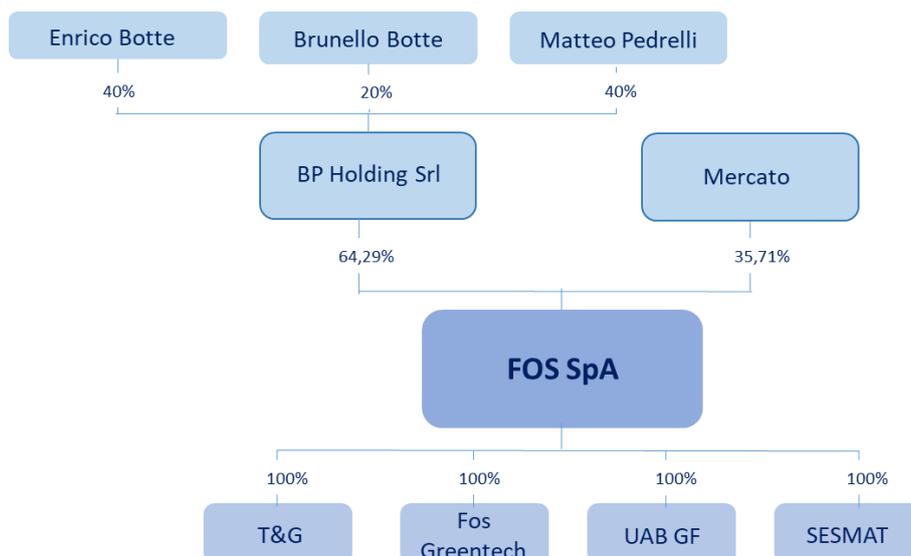
- 2015-2018: viene depositato il primo brevetto; avviene l'ingresso nel mercato TLC e ha luogo l'acquisizione della *Sesmat Srl*.
- 2019: viene aperto il centro di ricerca a Enna, il progetto *FOS Accademy* e vengono depositate due ulteriori domande di brevetto. La società inoltre conclude il percorso di quotazione sul segmento AIM Italia.

1.3 Struttura del Gruppo

FOS SpA è controllata al 64,3% da BP Holding Srl, a sua volta detenuta al 40% da Enrico Botte e Matteo Pedrelli e al 20% da Brunello Botte, e il 35,7% è in capo al mercato.

FOS SpA a sua volta controlla completamente T&G e SESMAT, attive nel settore TLC e ICT, e FOS Greentech e UAB GF, impegnate in attività di Ingegneria.

Chart 2 – Shareholders and Group Structure



Source: FOS SpA

1.3.1 T&G

T&G Srl, la cui attività è prevalentemente focalizzata e riconducibile al settore telecomunicazioni, è la società qualificata presso i cosiddetti “*Large Account*” come fornitore di servizi informatici erogati sia in forma *on premises*, che in forma di *ICT Outsourcing*. Con 50 risorse, nel FY18A ha registrato ricavi per €4,6 mln, +9% YoY, con EBITDA *margin* del 22,3%.

1.3.2 FOS Greentech

FOS Greentech Srl nasce con lo scopo principale di canalizzare risorse e investimenti in nuovi *spin-off/start up* nel settore dell’*Internet of things*, grazie alla collaborazione degli appositamente creati Centri di Ricerca congiunti con Enti di Ricerca Universitari e governativo-statali italiani e stranieri. Con 17 dipendenti, nel FY18A segna ricavi per €0,35 mln, in crescita del 10,8% YoY, e una marginalità del 13,6%.

1.3.3 UAB GF

UAB Gruppo FOS Lithuania è l'unica società del Gruppo di diritto straniero, costituita con lo scopo principale di ampliare le attività internazionali attraverso la collaborazioni con importanti Università locali, come *Kaunas University of Technology*, e l'apertura di un presidio commerciale permanente nella capitale Vilnius. Nel 2018 il fatturato è stato pari a €0,08 mln, +35,9% YoY.

1.3.4 SESMAT

Sesmat Srl è la società che territorialmente presidia l'area centro-meridionale dell'Italia, focalizzata nei servizi di assistenza e manutenzione di infrastrutture informatiche (ICT). Nel FY18A i ricavi sono risultati pari a €0,38 mln (-46% YoY), con un EBITDA *Margin* pari al 17,9%.

1.4 Key People

Brunello Botte – Presidente

Laureato in Ingegneria Elettrica presso l'Università di Napoli, inizia la sua esperienza lavorativa dapprima presso Italtel (TLC) e successivamente in Italdata (ICT). Consolida le proprie competenze ingegneristiche presso grandi gruppi, quali Siemens, Elsag Bailey, Telecom Italia, Enel, specializzandosi sempre più in automazione, ma riuscendo a sviluppare anche *expertise* manageriale. Entra in FOS nel Giugno 2007.

Enrico Botte – Amministratore Delegato

Nel 1999, durante gli studi universitari, insieme al socio Matteo Pedrelli, fonda la Società FOS Srl. A seguito della laurea in Studi Umanistici presso l'Università di Genova, continua la carriera universitaria con un *master in Net Business Administration* presso il Politecnico di Milano. Continua contemporaneamente la propria attività imprenditoriale, dedicandosi allo sviluppo dell'offerta aziendale a all'avvio di nuove linee di *business*.

Matteo Pedrelli – Amministratore Delegato

A seguito della Laurea in Economia e Commercio presso l'Università di Genova e del Corso di Formazioni SDA Bocconi in *Key Account Management e Trade Marketing*, inizia la sua carriera ricoprendo diversi ruoli nel settore dell'elettronica di consumo e dell'elettrodomestico, nonché come consulente e *project manager*. Nel 1999, insieme a Enrico Botte, fonda FOS Srl, di cui è Amministratore Delegato e Vicepresidente.

Matteo D'Amico – Operation Manager Telecomunicazioni

Laureato in Informatica, inizia la sua carriera come *Software Designer*, prosegue come *Product Engineering Manager* presso Alcatel Italia, e successivamente si trova a ricoprire tutti ruoli dirigenziali, sviluppando conoscenze in amministrazione e controllo, risorse umane, *marketing e sales, R&D*, controllo qualità e logistica. Dal 2015 lavora in FOS come *Operation Manager*.

Giorgio Allasia – Operation Manager Ingegneria

Laureato in Ingegneria presso l'Università di Genova, sviluppa competenze informatiche e elettroniche, inizia a lavorare come *Project e Area Manager* in società di comunicazione e telecomunicazione, fino al 2005 in cui entra in FOS come Responsabile del Trasferimento Tecnologico, ovvero di una *business unit* di 20 risorse, che copre direttamente le aree di Trasferimento tecnologico ed ingegneristico e R&D.

Marco Signoretti – Operation Manager Information Technology

A seguito di numerose esperienze in qualità di analista con *focus* su analisi e sviluppo di applicativi per gestione di *database, budget* e pianificazione, continua come responsabili per molteplici attività di coordinamento e *teamworking* nello sviluppo di progetti innovativi di monitoraggio. Dal 2018 è in FOS come Direttore Operativo della divisione *Information Technology*, con responsabilità di coordinamento di progetti e servizi dell'azienda, alla guida di ca. 90 collaboratori.

1.5 The Business Model

Il gruppo FOS vanta elevate competenze trasversali, presidiando diversi settori:

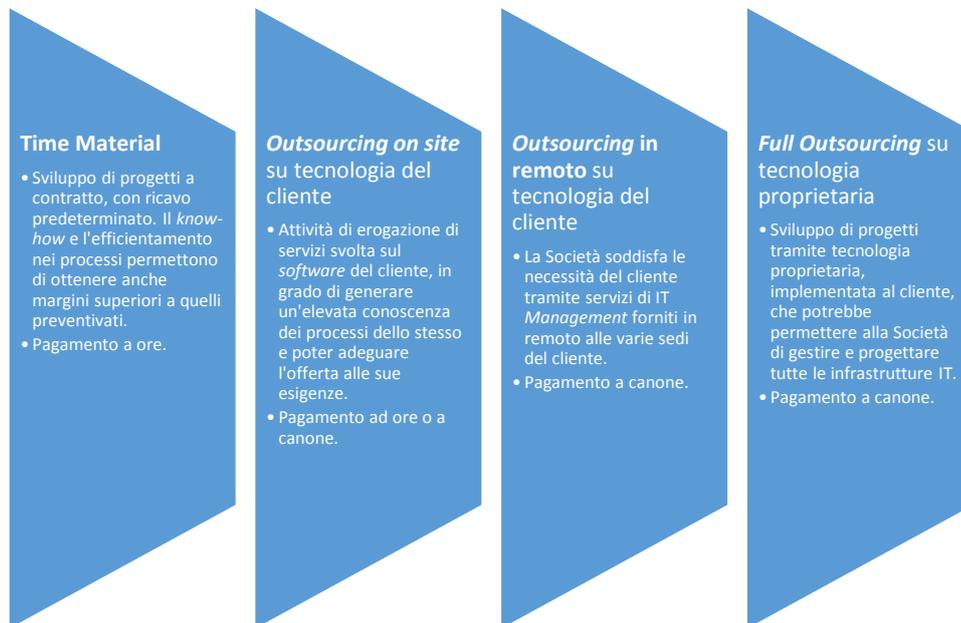
- **Information Technology:** servizi di gestione di grandi infrastrutture tecnologiche (e.g. *datacenter*) e su sistemi applicativi complessi, attività di *application management* sia *on premises*, presso le sedi produttive del cliente, sia da remoto. Si affianca la realizzazione di progetti di innovazione tecnologica e di sviluppo *software* per richieste specifiche di settori e clienti principalmente in ambito Salute, Energia ed Industria.
- **Telecomunicazioni:** progettazione elettronica, manutenzione apparati elettronici, *reverse engineering*, programmazione *firmware* e logistica nell'ambito elettronico e meccanico principalmente nel settore delle Telecomunicazioni.
- **Ingegneria:** sviluppo di progetti di ricerca innovativa, finalizzata alla generazione di prototipi da immettere sul mercato attraverso Centri di Ricerca Congiunti.

1.5.1 Information Technology

Il Gruppo si occupa dello sviluppo e della manutenzione delle applicazioni, di soluzioni *software*, di *cyber security*, di *cloud computing* e di servizi e assistenza sistemica.

Il modello di *business* relativo all'*IT* prevede un modello scalabile che, a partire dallo sfruttamento della *vacancy tecnologica* del cliente, può arrivare al *full outsourcing* su tecnologia proprietaria, ad altissimo livello di integrazione con il cliente.

Chart 3 – The IT business model

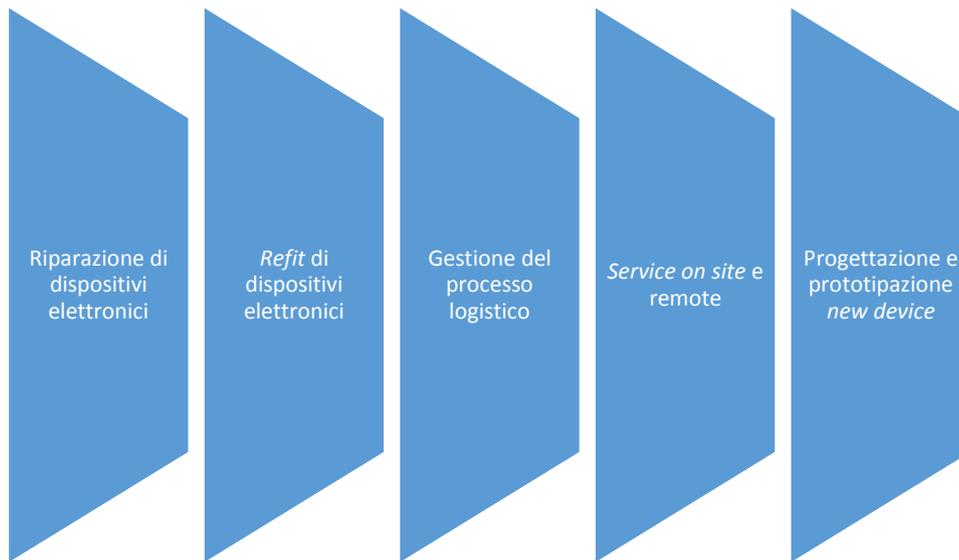


Source: FOS SpA

1.5.2 Telecomunicazioni

Il *business model* relativo alla linea di ricavi TLC si sostanzia nella progettazione e la manutenzione elettronica e il *Repair Center & Commissioning*. Anch'esso si presenta come modello scalabile, con servizi che possono richiedere una più o meno alta integrazione con i clienti.

Chart 4 – The TLC business model



Source: FOS SpA

1.5.3 Ingegneria

Per quanto riguarda il settore Ingegneria invece, il Gruppo si occupa dello sviluppo, prototipazione, *testing* e ingegnerizzazione di soluzioni innovative e tecnologicamente avanzate, in diversi ambiti di applicazione. Ad oggi, Fos opera su cinque diversi macro-settori:

	<p>Agro Microcosmo: il sistema permette di studiare la crescita di vegetali sottoposti a condizioni sperimentali</p>
	<p>Ambiente Eyetrapp: Utilizzando le microonde ed elaborando le informazioni di <i>backscattering</i>, attraverso inversione tomografica, è possibile analizzare lo stato di salute del tronco degli alberi e quindi il rischio di caduta</p>
	<p>Biomedicale Brain Stroke Helmet: dispositivo medico da utilizzare per il monitoraggio del paziente al fine di aiutare il medico a valutare le tendenze dello stato post-ictus per prevedere e prevenire possibili complicanze e comorbidità.</p>
	<p>Energia Sunwise: quadro di stringa intelligente per monitoraggio da remoto della produzione energetica e gestione della manutenzione dell'impianto</p>
	<p>Industria Navale Telecomando Valvole: Nodo remoto che controlla l'attuatore sulla valvola per un nuovo sistema di controllo remoto della valvola conforme alle normative <i>Safe Return to Port</i>.</p>

FOS ha reso possibile la realizzazione di progetti ad alto contenuto innovativo e tecnologico grazie alla creazione di una rete di centri di ricerca congiunti con enti di ricerca universitari e/o pubblico-governativi:

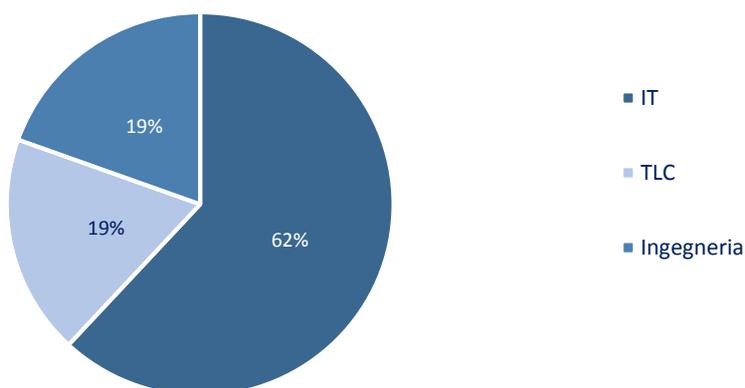
- Laboratorio WISE (GE): in collaborazione con il Dipartimento di Ingegneria dell'Università degli Studi di Genova, è dedicato sviluppo di sistemi elettronici e sensori *wireless*;
- Laboratorio Tripode (NA): congiunto ad ENEA, Agenzia Nazionale per le nuove Tecnologie, l'Energia e lo Sviluppo Sostenibile, le principali attività svolte sono

volte all'integrazione di nuovi materiali semiconduttori in dispositivi e circuiti per l'elettronica e la sensoristica;

- Greentech Lab (BZ): ricerca e sviluppo di grandi sistemi tecnologici per monitorare il fondo dell'agro-forestale e dell'ICT per sviluppare soluzioni in ambito Agricoltura 4.0, in collaborazione con la Facoltà di Scienze Agrarie e Agroambientali di Bolzano, e incubato in IDM SudTirolo-Alto Adige;
- Biotech Lab (Kaunas, Lituania): in collaborazione con il Politecnico, si occupa di sviluppare attività di ingegneria biomedica per il miglioramento, *re-engineering* e caratterizzazione di prodotti esistenti, attrezzatura e *software*;
- Druid Lab (GE): dedicato allo sviluppo di piattaforme IT per l'Industria 4.0, congiunto con il DIBRIS (Università degli Studi di Genova);
- Laboratorio Congiunto a UKE (EN): le principali attività sono finalizzate allo studio di nuove tecnologie e sensori per monitorare le infrastrutture.

Il modello di *business* in questo caso prevede la partecipazione ad un bando che, se vinto, dà diritto ad una fase di *financing* al fine di sviluppare un prodotto/proprietà intellettuale. Nel caso dello sviluppo di un prodotto, i ricavi saranno generati dalla vendita dello stesso sviluppato in *joint-venture*; nel caso dello sviluppo di una proprietà intellettuale, i ricavi saranno generati dalle *royalties* legate ai diritti derivanti dalla proprietà intellettuale.

Chart 5 – Products & Services Portfolio – Consolidated Revenues FY18A



Source: FOS SpA

1.6 La rete commerciale

Chart 6 – Commercial Network



Source: FOS SpA

Il Gruppo presidia il territorio con 6 sedi operative e commerciali in Italia, site a Bolzano, Genova e Benevento (con altrettanti laboratori di ricerca) e a Pistoia, Roma e Reggio Calabria.

All'estero la presenza commerciale è assicurata dai presidi commerciali a Sofia, Bucarest e Bruxelles e dalla filiale estera a Vilnius. Le *branch* estere assicurano diverse opportunità, tra cui:

- Elevato livello di istruzione e scolarizzazione di tecnici di qualità e bilingue;
- Prossimità logistica con i clienti;
- Catena istituzionale corta;
- Presenza di fondi comunitari.

2. Clienti e Fornitori

2.1 I Clienti

Il Gruppo FOS presenta una concentrazione abbastanza significativa della clientela, non solo per quanto riguarda i primi 10 clienti, ma anche per i primi 5, nonostante il trend in diminuzione. Il 75% dei servizi ICT e il 93% degli ordini TLC sono però erogati in continuità (*recurring revenues*) a conferma dell'elevata fidelizzazione dei clienti, alcuni dei quali fanno parte del portafoglio-clienti da tempo e che considerano FOS come *partner* strategico piuttosto che come mero fornitore di servizi.

Chart 7 – FOS Clients

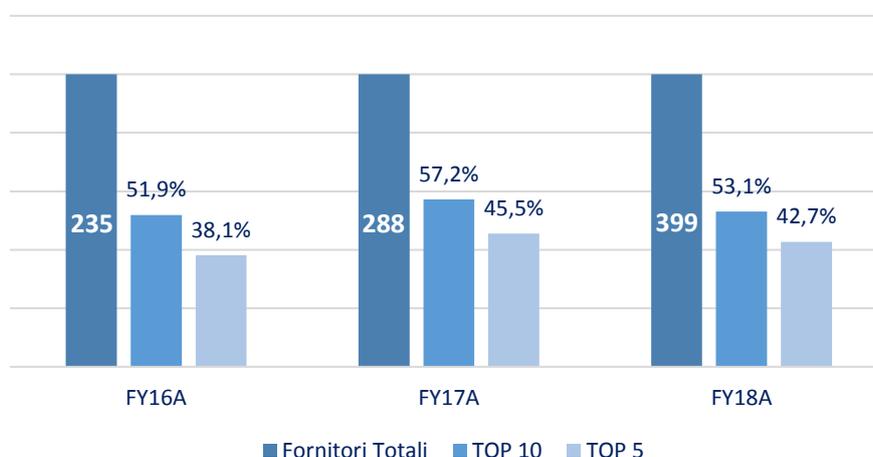


Source: FOS SpA

2.2 I Fornitori

Per quanto riguarda i fornitori, non si segnalano particolari dipendenze strategiche o casi di *lock-in*, anzi il primo fornitore per acquisti, nel 2018, ha inciso per il solo 16,9%. L'incidenza dei primi 10 fornitori risulta inoltre in diminuzione dal 2017.

Chart 8 – FOS Suppliers



3. Mercato

3.1 Il Mercato ICT – EMEA

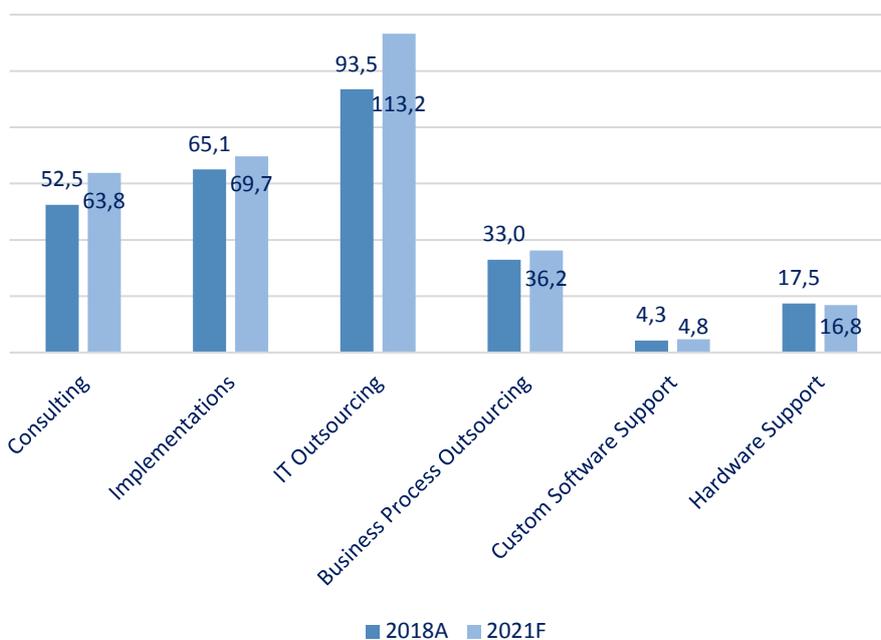
Il mercato dei servizi ICT nei Paesi EMEA (Europa, Medio Oriente e Africa) presenta aspettative di crescita costanti in quasi tutti i segmenti che lo compongono (consulenza, implementazione, IT *outsourcing* e *hardware support*), con un CAGR 18-21F pari a ca. il 4,6%.

Tra i diversi settori in cui l'ICT si diversifica, quello della consulenza presentava a fine 2018 nei paesi EMEA un valore di ca. \$52,5 mld e risulta caratterizzato da aspettative di crescita maggiori, con un CAGR 18-21F pari a 6,7%.

Non molto distante per prospettive di crescita, si posiziona il comparto relativo ai servizi di IT *outsourcing*, con un CAGR 18-21F pari al 6,6% e un giro d'affari pari a \$93,5 mld.

L'unico settore ICT con prospettive di decrescita nei Paesi EMEA è invece quello relativo al supporto *hardware*, in riduzione costante fino al 2021 con un CAGR pari al -1,28% e un valore atteso pari a ca. \$ 16,8.

Chart 9 – Market Breakdown and Growth Rates YoY (2017-18)
(€/mld)



Source: Gartner 2018, "Enterprises ICT Spending 4Q 2017"

Per quanto riguarda l'Italia, si registra un consolidamento verso un'evoluzione tecnologica trainata dalla Trasformazione Digitale, con investimenti che puntano all'implementazione di soluzioni alla base della Terza Piattaforma, quali il *Cloud Computing*, la Mobilità, il *Social Business*, i *Big Data* e gli *Analytics*.

Il mercato ICT italiano risulta pari a ca. €30 mld nel 2018, registrando un +0,7% YoY e con un CAGR 17-21F pari al +1,3%.

3.1.1 Mercato Internet of Things

Tra le tecnologie destinate a cambiare lo scenario ICT nelle imprese italiane, spiccano i sistemi, le soluzioni e i servizi per l'*IoT*, ovvero per costruire reti di oggetti o "cose"

che si connettono autonomamente in modo bidirezionale, utilizzando la connettività IP.

La spesa *IoT* delle aziende italiane nel 2018 è stata di oltre €16 mld; si stima che entro il 2019, il valore di tale mercato sarà correlato alla spesa delle imprese italiane per sensori, moduli intelligenti, *storage*, *server*, *hardware*, *software*, servizi professionali IT e servizi di connettività, e possa crescere di oltre il 18%.

3.2 Mercato TLC – Italia

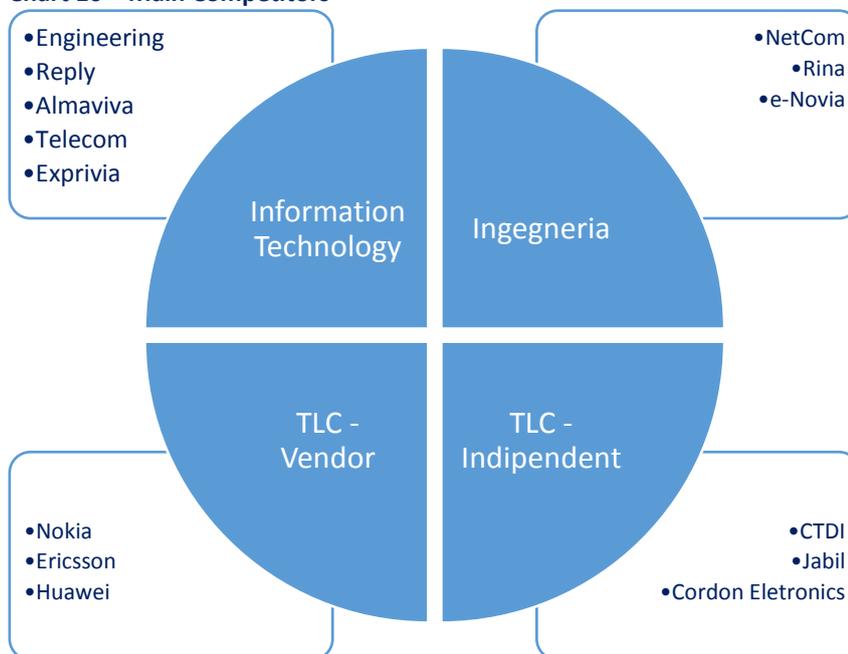
La spesa per servizi di Telecomunicazioni espressa dalle aziende italiane, nel 2018, ha raggiunto quasi i €7,2 mld, in contrazione rispetto al 2017 a causa del proseguimento della battaglia competitiva tra operatori sul mercato dei clienti finali e su quello dei servizi *wholesale*.

È infatti proseguita la contrazione, sia su rete fissa che su rete mobile, delle spese per i Servizi Voce, non completamente compensata dall'aumento delle spese per i Servizi Dati e Internet. In prospettiva, i Servizi Voce saranno sempre più inglobati, in favore dei Servizi Internet a Banda Larga e Ultra-Larga, che assumeranno un ruolo sempre più importante, con capacità crescenti e banda minima garantita a supporto della progressiva digitalizzazione.

Nel 2019, la flessione della spesa delle aziende italiane dovrebbe essere più contenuta rispetto al 2018 e dovrebbe andare via via stabilizzandosi, grazie alla forte crescita della domanda di banda che spingerà le imprese a guardare alla qualità dei servizi, oltre che alla loro competitività in termini di prezzo.

3.3 Posizionamento Competitivo

Chart 10 – Main Competitors



Source: FOS

4. SWOT Analysis

Strengths:

- Presenza ventennale sul mercato e capacità di evolversi continuamente;
- Capacità di integrazione trasversale di competenze tecnologiche tra le linee di *business*;
- Scalabilità dei diversi modelli di *business*;
- Continuo orientamento all'innovazione e all'*R&D*;
- Rete di laboratori e centri di ricerca congiunti per il trasferimento tecnologico in diversi settori industriali
- Competenze specifiche per lo sviluppo *software* con un team italiano dedicato, capace di implementare le innovative applicazioni e cogliere le convergenze del mercato;
- Preservazione della marginalità anche su commesse pluriennali di lunga durata;
- Marginalità superiore ai *peers*;
- Alta *customer loyalty* di diversi clienti strategici, con cui vanta un rapporto continuativo e spesso decennale;
- Presenza su tutto il territorio nazionale e internazionale;
- Nel 2018 il 75% dei servizi ICT e il 93% dei servizi TLC sono stati erogati in continuità.

Weaknesses:

- Forte incidenza dei primi dieci clienti;
- Velocità di trasformazione del settore.

Opportunities:

- Al momento, nessun *player* ha una posizione di *leadership* nel mercato italiano;
- Il comparto della consulenza, all'interno dell'ICT è quello che presenta tassi di crescita maggiori;
- Mercato italiano ancora molto arretrato in tema ICT, al momento tra le primarie esigenze delle aziende.

Threats:

- Bassa cultura digitale da parte di buona parte della classe imprenditoriale e manageriale italiana;
- Mercato TLC in flessione;
- Elevata concorrenza che potrebbe minare la crescita, nonché la marginalità, del Gruppo.

5. Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Sales	7,49	7,89	9,25	11,00	13,00	15,50
Other Revenues	1,39	1,83	1,85	1,80	2,00	2,20
Value of Production	8,88	9,72	11,10	12,80	15,00	17,70
COGS	0,32	0,81	0,90	1,10	1,35	1,60
Use of Asset owned by Others	0,18	0,17	0,20	0,25	0,30	0,35
Services	2,59	2,44	2,75	3,10	3,50	3,80
Employees	4,15	4,43	4,80	5,35	6,10	7,20
Other Operating Expenses	0,24	0,17	0,15	0,20	0,25	0,25
EBITDA	1,39	1,69	2,30	2,80	3,50	4,50
<i>EBITDA Margin</i>	<i>15,7%</i>	<i>17,4%</i>	<i>20,7%</i>	<i>21,8%</i>	<i>23,3%</i>	<i>25,4%</i>
Non Recurrent Financial Charges*	0,00	0,16	0,00	0,00	0,00	0,00
EBITDA Adj.	1,39	1,86	2,30	2,80	3,50	4,50
<i>EBITDA Margin Adj.</i>	<i>15,7%</i>	<i>19,1%</i>	<i>20,7%</i>	<i>21,8%</i>	<i>23,3%</i>	<i>25,4%</i>
Provisions	0,07	0,09	0,00	0,00	0,00	0,00
D&A	0,54	0,61	0,75	0,85	1,05	1,10
EBIT	0,78	1,00	1,55	1,95	2,45	3,40
<i>EBIT Margin</i>	<i>8,8%</i>	<i>10,3%</i>	<i>13,9%</i>	<i>15,2%</i>	<i>16,3%</i>	<i>19,2%</i>
Financial Management	(0,14)	(0,23)	(0,15)	(0,15)	(0,10)	(0,05)
EBT	0,64	0,77	1,40	1,80	2,35	3,35
Taxes	0,17	0,33	0,45	0,55	0,70	1,00
Net Income	0,48	0,44	0,95	1,25	1,65	2,35

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Fixed Asset	1,39	4,11	4,25	4,30	4,25	4,15
Account receivable	2,13	2,81	2,90	3,40	4,00	4,75
Inventories	0,40	0,40	0,45	0,55	0,70	0,80
Account payable	1,23	1,38	1,55	1,75	2,00	2,25
Operating Working Capital	1,30	1,82	1,80	2,20	2,70	3,30
Other Receivable	2,51	2,57	1,90	1,75	1,65	2,55
Other Payable	2,08	2,47	2,40	2,50	2,70	3,25
Net Working Capital	1,73	1,93	1,30	1,45	1,65	2,60
Severance Indemnities & Provision	1,16	1,19	1,30	1,45	1,60	1,75
NET INVESTED CAPITAL	1,97	4,85	4,25	4,30	4,30	5,00
Share Capital	1,00	1,00	1,56	1,56	1,56	1,56
Reserves and Retained Profits	0,06	0,35	5,24	6,18	7,43	9,08
Net Profit	0,48	0,44	0,95	1,25	1,65	2,35
Equity	1,54	1,79	7,74	8,98	10,63	12,99
Cash and Cash Equivalent	2,24	1,25	6,63	7,37	8,52	9,38
Short-Term Financial debt	1,60	0,13	0,04	0,04	0,04	0,04
ML Term Financial Debt	1,07	4,18	3,10	2,65	2,15	1,35
Net Financial Position	0,43	3,06	(3,49)	(4,68)	(6,33)	(7,99)
TOTAL SOURCES	1,97	4,85	4,25	4,30	4,30	5,00

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
EBIT	1,00	1,55	1,95	2,45	3,40
Taxes	0,33	0,45	0,55	0,70	1,00
NOPAT	0,67	1,10	1,40	1,75	2,40
D&A	0,61	0,75	0,85	1,05	1,10
Change in receivable	(0,67)	(0,09)	(0,50)	(0,60)	(0,75)
Change in inventories	(0,00)	(0,05)	(0,10)	(0,15)	(0,10)
Change in payable	0,15	0,17	0,20	0,25	0,25
Other Changes	0,33	0,60	0,25	0,30	(0,35)
Change in NWC	(0,19)	0,63	(0,15)	(0,20)	(0,95)
Change in Provision	0,04	0,11	0,15	0,15	0,15
OPERATING CASH FLOW	1,13	2,58	2,24	2,75	2,70
Investments	(3,34)	(0,89)	(0,90)	(1,00)	(1,00)
FREE CASH FLOW	(2,21)	1,70	1,34	1,75	1,70
Financial Management	(0,23)	(0,15)	(0,15)	(0,10)	(0,05)
Change in Payable to Banks	1,63	(1,16)	(0,45)	(0,50)	(0,80)
Change in Equity	(0,19)	5,00	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	(0,99)	5,38	0,74	1,15	0,85

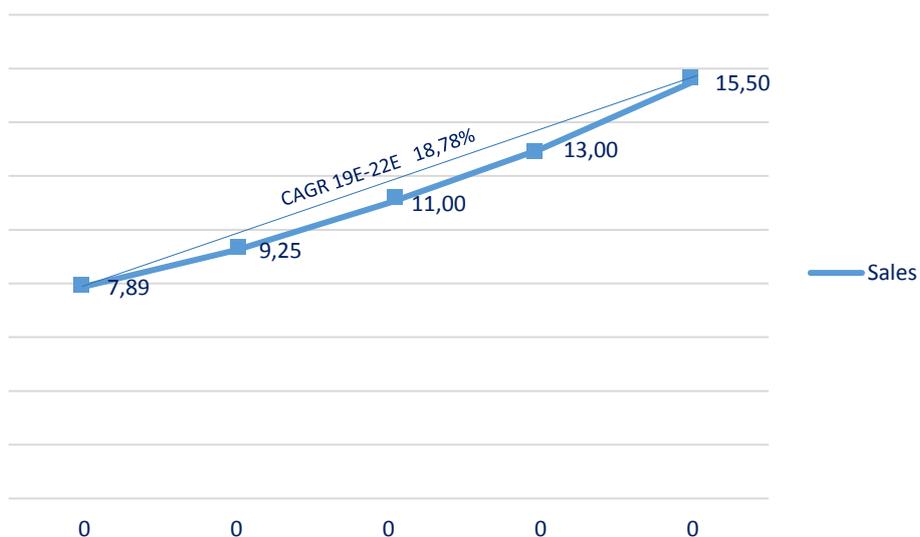
Source: FOS SpA e elaborazioni Integrae SIM

N.B.: non sono stati inclusi i costi sostenuti per il processo di IPO in quanto non ancora ben individuati.

*L'*adjustment* relativo all'EBITDA include il valore degli oneri non ricorrenti del FY18A, tra le cui voci più rilevanti ritroviamo:

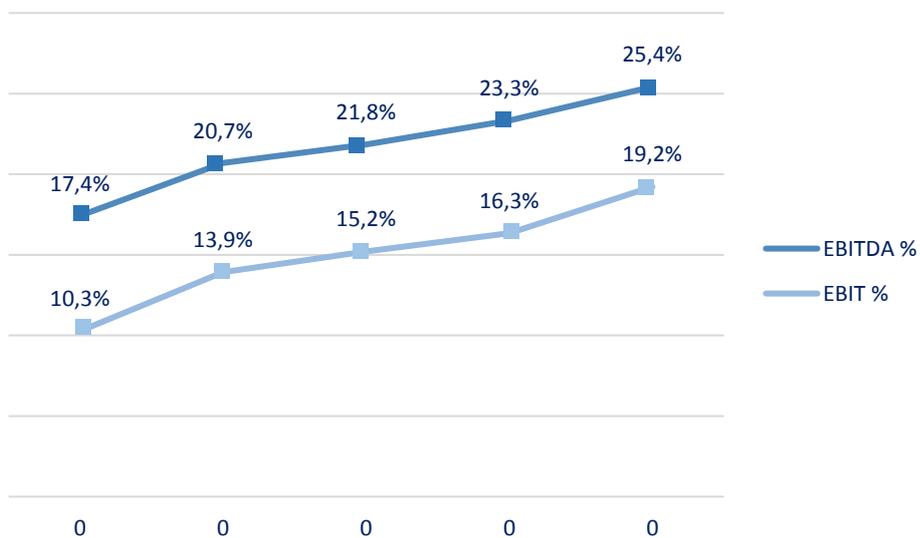
- €0,035 mln per oneri per la cessione della società Esacontrol
- €0,045 mln per consulenze professionali e transazioni del personale
- €0,028 mln per eventi non ricorrenti
- €0,055 mln per contributi non contabilizzati per differenze coi principi contabili Lituani.

Chart 11 – Sales 19E-22E Trend



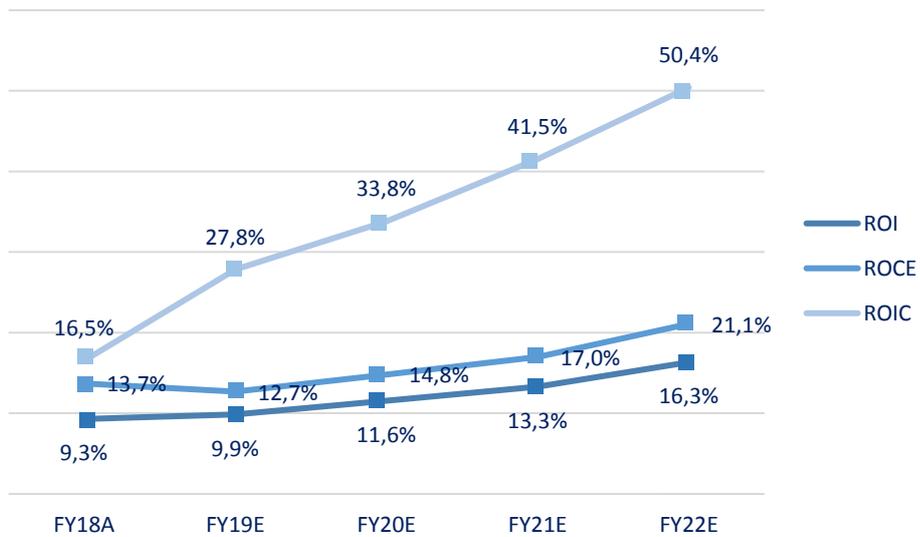
Source: FOS SpA e elaborazioni Integrae SIM

Chart 12 - EBITDA% and EBIT% 19E-22E Trends



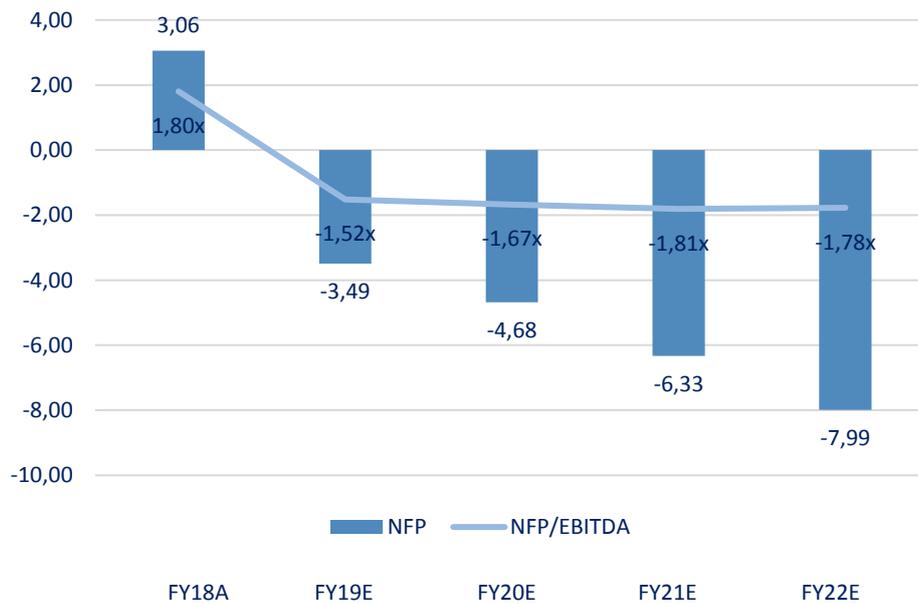
Source: FOS SpA e elaborazioni Integrae SIM

Chart 13 –ROI, ROCE and ROIC 19E-22E Trends



Source: FOS SpA e elaborazioni Integrae SIM

Chart 14 – NFP and NFP/EBITDA 19E-22E Trends



Source: FOS SpA e elaborazioni Integrae SIM

5.1 Driver di crescita

Per quanto riguarda la crescita organica, la Società ha individuato strategie future di crescita sulla base delle linee di ricavo:

- *Information Technology*: è previsto il passaggio da *time material* a *full outsourcing*, mediante lo sviluppo di piattaforme proprietarie.
- Telecomunicazioni: la strategia prevede il passaggio da meri *hard services* a una vera e propria attività di *software development*, da implementare per mezzo l'accreditamento come *digital enabler* nel mondo delle telecomunicazioni.
- Ingegneria: l'obiettivo è quello di incrementare la domanda di sistemi complessi *Internet of Things*, passando dalla prototipazione all'ingegnerizzazione.

Per quanto concerne la crescita per linee esterne, la Società ha individuato possibilità di M&A, con l'identificazione di tre possibili target da acquisire totalmente, di cui due operanti nell' ICT (in particolare, Servizi Informatici e Outsourcing e Automazione) e una nel settore TLC.

6. Valutazione

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

6.1 DCF Method

Table 1 – WACC

WACC		10,07%
Risk Free Rate	0,16% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	9,02% Beta Adjusted	0,82
D/E (average)	0,00% Beta Relevered	0,82
Ke	10,07% Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito uno *specific risk* pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 10,07%

Table 2 – DCF Valuation

DCF Equity Value		30,4
FCFO actualized	7,5	28%
TV actualized DCF	19,4	72%
Enterprise Value	26,9	100%
NFP (FY19E)	-3,5	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumptions*, ne risulta un **equity value di €30,4 mln.**

Table 3 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln	Growth rate (g)	WACC						
		8,57%	9,07%	9,57%	10,07%	10,57%	11,07%	11,57%
2,5%		41,9	39,0	36,5	34,3	32,4	30,7	29,2
2,0%		39,6	37,0	34,8	32,8	31,1	29,6	28,2
1,5%		37,5	35,3	33,3	31,6	30,0	28,6	27,4
1,0%		35,8	33,8	32,0	30,4	29,0	27,7	26,6
0,5%		34,3	32,5	30,8	29,4	28,1	26,9	25,9
0,0%		32,9	31,3	29,8	28,5	27,3	26,2	25,2
-0,5%		31,7	30,2	28,9	27,7	26,6	25,5	24,6

Source: Integrae SIM

Table 4 – Implied EV/EBITDA 2019E – Sensitivity Analysis

€/mln	Growth rate (g)	WACC						
		8,57%	9,07%	9,57%	10,07%	10,57%	11,07%	11,57%
2,5%		16,7x	15,5x	14,4x	13,4x	12,6x	11,8x	11,2x
2,0%		15,7x	14,6x	13,6x	12,8x	12,0x	11,4x	10,8x
1,5%		14,8x	13,8x	13,0x	12,2x	11,6x	10,9x	10,4x
1,0%		14,1x	13,2x	12,4x	11,7x	11,1x	10,6x	10,1x
0,5%		13,4x	12,6x	11,9x	11,3x	10,7x	10,2x	9,7x
0,0%		12,8x	12,1x	11,5x	10,9x	10,4x	9,9x	9,5x
-0,5%		12,3x	11,6x	11,1x	10,5x	10,0x	9,6x	9,2x

Source: Integrae SIM

6.2 Market Multiples

Abbiamo preso in considerazione due *panel* distinti, uno comprendente società attive nell'*Information Technology* e uno afferente al *TLC equipments*.

6.2.1 Composizione del Panel - IT

Bouvet ASA è una società di consulenza scandinava che progetta, sviluppa, gestisce e fornisce consulenza su soluzioni IT e comunicazioni digitali.

Net One Systems Co., Ltd. è una società giapponese impegnata nella costruzione di sistemi di tecnologia dell'informazione e delle comunicazioni (ICT) e servizi correlati.

CGI Group Inc. è una società canadese di consulenza informatica globale, integrazione di sistemi, outsourcing e società di soluzioni con sede a Montreal, Canada.

Reply SpA è una società italiana di consulenza, *system integration*, applicazioni di *digital services*, specializzata nella progettazione, implementazione e manutenzione di soluzioni basate su Internet e sulle reti sociali.

Tata Consultancy Services Ltd. è una società indiana specializzata nella produzione di programmi per elaboratori elettronici, oltre che nella fornitura di servizi informatici e di consulenza.

Eurotech SpA progetta e realizza schede e moduli embedded, edge computer, HPEC e piattaforme IoT per la digital transformation.

Citrix Systems Inc. è una società multinazionale fondata nel 1989, che fornisce tecnologie per la virtualizzazione *desktop e server, networking, Software-as-a-Service e cloud computing*.

Altran Technologies SA è una multinazionale francese che fornisce servizi di consulenza in vari settori dell'ingegneria.

Table 5 – Market Multiples - IT

Company Name	EV/EBITDA (x)				EV/EBIT (x)			
	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Bouvet ASA	10,2x	9,0x	8,5x	N/A	12,8x	11,2x	10,2x	N/A
Net One Systems Co., Ltd.	12,4x	11,3x	9,9x	N/A	14,3x	13,0x	11,8x	9,3x
CGI, Inc.	13,7x	12,8x	12,2x	12,2x	16,6x	15,4x	14,7x	14,6x
Reply S.p.A.	13,5x	12,5x	11,7x	10,5x	17,0x	15,3x	13,9x	N/A
Tata Consultancy Services Limi...	17,8x	16,2x	14,8x	N/A	19,3x	17,5x	15,8x	N/A
Eurotech S.p.A.	13,9x	11,9x	10,5x	N/A	17,4x	14,3x	12,4x	N/A
Citrix Systems Inc.	14,1x	15,3x	14,4x	N/A	16,8x	16,7x	15,2x	13,2x
Altran Technologies SA	9,8x	9,1x	8,5x	7,9x	11,5x	10,6x	10,0x	9,6x
Median	13,6x	12,2x	11,1x	10,5x	16,7x	14,8x	13,1x	11,4x

Source: Infinancials e elaborazioni Integrae SIM

6.2.2. Composizione del Panel – TLC Equipments

Cisco Systems Inc. è una azienda multinazionale specializzata nella fornitura di apparati di networking.

Juniper Networks, Inc. è una società multinazionale fondata nel 1996 che si occupa di Information and Communication Technology e di tecnologie di rete con quartier generale in California. L'azienda progetta e vende prodotti e servizi per reti IP.

F5 Networks, Inc. è una società globale specializzata in servizi applicativi e reti di distribuzione delle applicazioni.

Accton Technology Corp. è una società taiwanese nel settore dell'elettronica che si occupa principalmente dello sviluppo e della produzione di soluzioni di rete e comunicazione, come produttore di apparecchiature originali o partner di produttori di design originali.

Viavi Solutions è una società di tecnologia di test, misurazione e sicurezza della rete con sede a San Jose, in California. La società produce apparecchiature di collaudo e monitoraggio per reti.

HMS Network è una società attiva nello sviluppo, produzione e distribuzione della communication technology per l'automazione industriale. Opera in Germania, USA, Giappone, Svezia, Francia, Cina, Italia.

Ascom Holding AG è una società di telecomunicazioni specializzata in comunicazioni wireless in loco. La società ha filiali in 18 paesi e una forza lavoro di circa 1200 dipendenti in tutto il mondo.

Anritsu Corp. è una multinazionale giapponese nel mercato delle apparecchiature elettroniche per le telecomunicazioni.

Spirent Communications Plc è una società multinazionale di test delle telecomunicazioni con sede nel Regno Unito.

Table 6 – Market Multiples – TLC Equipments

Company Name	EV/EBITDA (x)				EV/EBIT (x)			
	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Cisco Systems Inc.	9,6x	9,6x	9,4x	9,1x	10,7x	10,6x	10,3x	9,9x
Juniper Networks Inc.	8,7x	8,4x	8,3x	N/A	11,1x	10,4x	9,9x	N/A
F5 Networks Inc.	8,4x	8,1x	7,6x	N/A	9,1x	8,9x	8,3x	7,9x
Accton Technology Corp.	13,0x	11,5x	9,1x	N/A	14,1x	12,2x	10,0x	N/A
Viavi Solutions Inc.	12,7x	11,7x	11,3x	N/A	15,9x	14,2x	13,3x	N/A
HMS Networks AB	21,2x	18,2x	15,9x	N/A	26,4x	22,7x	19,1x	N/A
Ascom Holding AG	13,6x	10,5x	8,4x	7,2x	28,2x	16,6x	12,0x	N/A
Anritsu Corp.	13,9x	11,3x	10,4x	8,0x	19,2x	16,0x	13,1x	11,7x
Spirent Communications plc	14,3x	13,0x	12,4x	N/A	18,2x	16,4x	14,8x	N/A
Median	13,0x	11,3x	9,4x	8,0x	15,9x	14,2x	12,0x	9,9x

Source: Infinancials e elaborazioni Integrae SIM

Table 7 – Market Multiples Valuation

€/mln	2019E	2020E	2021E	2022E
Enterprise Value (EV)				
EV/EBITDA	30,5	32,8	35,8	41,5
Equity Value				
EV/EBITDA	33,9	37,5	42,2	49,5
Equity Value Post Discount				
EV/EBITDA	25,5	28,1	31,6	37,1
Average	25,5	28,1	31,6	37,1

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di FOS, utilizzando il *market multiples* EV/EBITDA, risulta essere pari a circa €40,8 mln. Abbiamo successivamente applicato uno sconto dimensionale del 25% raggiungendo un **equity value pari a €30,6 mln**

6.3 Target Price

Di conseguenza, osservando i valori ottenuti con il metodo del DCF e quelli ricavati con il metodo dei multipli, si perviene ad un *equity value* medio pari a €30,5 mln. Ne deriva un **target price pari a €4,90**; rating BUY, risk MEDIUM.

Table 8 – Target Price

Average Equity Value (€/mln)	30,5
Equity Value DCF (€/mln)	30,4
Equity Value multiples (€/mln)	30,6
Target Price (€)	4,90

Source: Integrae SIM

Table 9 – Target Price Implied Multiples

Implied Multiples	2019E	2020E	2021E
EV/EBITDA	11,8x	9,7x	7,7x

Source: elaborazioni Integrae SIM

**Disclosure Pursuant to Article 69 Et seq. of Consob (Italian Securities Exchange Commission)
Regulation No. 11971/1999**

Analyst/s certification

The analysts who have produced the following analyses hereby 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 them, as a result of the above opinions, or shall be correlated to the success of investment banking transactions. INTEGRÆ SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRÆ and other intermediaries: Alessio Rocchi and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi is Integræe SIM's current Head of Research. Mattia Petracca is current financial analyst.

Disclaimer

This publication was produced by INTEGRÆ SIM SpA. INTEGRÆ SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of 29 March 2011.

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

INTEGRÆ 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. INTEGRÆ SIM SpA will continue to cover this stock 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 list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integræe SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integræe SIM website.

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRÆ SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRÆ 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). INTEGRÆ 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. INTEGRÆ 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. INTEGRÆ SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integræe 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 Integræe 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. 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, Integræe 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. 16190 of 29.10.2007, 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 on the risk associated with 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 >= 22.5%	ETR >= 25%	ETR >= 30%
HOLD	-20% < ETR < 22,5%	-20% < ETR < 25%	-15% < ETR < 30%
SELL	ETR <= -25%	ETR <= -20%	ETR <= -15%
U.R.	Rating and/or 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 evaluating 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 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 is prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

On the Integrae SIM website you can find the archive of the last 12 months regarding conflicts of interest between Integrae SIM and issuers of financial instruments, and their group companies, and referred to in research products produced by analysts at Integrae SIM.