SIM INTEGRÆ

Data produzione: 31 Marzo 2021 - h. 18,30 | Data pubblicazione: 01 Aprile 2021 - h. 7,00

Fos | *Italy* | *FTSE AIM Italia* | *ICT*

Rating: BUY (unch.) | Target Price: € 6,00 (prev. 5,30) | Update | Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	6,27%	16,86%	20,79%	0,00%
to FTSE AIM Italia	-0,75%	-0,38%	-8,54%	-30,83%
to FTSE STAR Italia	1,68%	8,09%	-3,12%	-67,12%
to FTSE All-Share	0,34%	6,54%	-7,82%	-44,40%
to EUROSTOXX	0,55%	6,92%	-1,91%	-40,61%
to MSCI World Index	5,50%	11,80%	2,30%	-51,40%

Stock Data	
Price	€ 3,05
Target price	€ 6,00
Upside/(Downside) potential	96,7%
Bloomberg Code	FOS IM EQUITY
Market Cap (€m)	€ 18,98
EV (€m)	€ 17,43
Free Float	35,08%
Share Outstanding	6.221.500
52-week high	€ 3,45
52-week low	€ 2,11
Average daily volumes (3m)	25.000

Key Financials (*€m*)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
VoP	12,2	15,8	17,0	19,5
EBITDA Adj.	2,4	2,8	3,3	4,3
EBIT	1,2	1,5	1,8	2,7
Net Profit	0,7	1,0	1,2	1,8
EPS (€)	0,12	0,17	0,18	0,29
EBITDA Adj. margin	19,7%	17,7%	19,4%	21,8%
EBIT margin	9,9%	9,6%	10,6%	13,8%

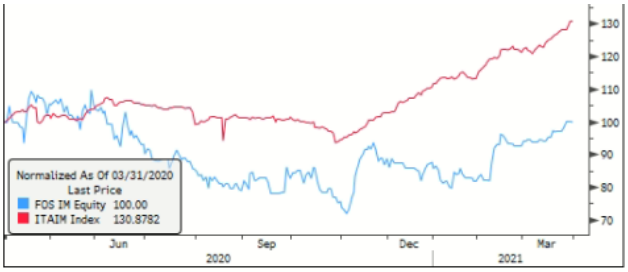
Main Ratios	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	7,3	6,2	5,3	4,1
EV/EBIT (x)	14,5	11,5	9,7	6,5
P/E (x)	26,4	18,3	16,5	10,5

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



FY20A Results

Il valore della produzione si attesta a 15,8 mln pro-forma (€ 13,6 mln senza considerare InRebus Technologies), rispetto a un valore pari a € 12,2 mln registrato a fine 2019 e a € 12,80 mln stimati nel nostro precedente report. La crescita rispetto al 2019 è stata possibile soprattutto grazie all'ampliamento di posizionamento e base clienti in tutte le linee di ricavo, all'ampliamento dei servizi di outsourcing IT, alla diversificazione delle aree di intervento per la linea Communication Technology, a nuovi progetti in ambito Ingegneria e Ricerca e Sviluppo e alla nuova linea di ricavo per l'Automazione attivata nel corso del 2020. L'EBITDA, pari a € 2,8 mln pro-forma (€ 2,67 mln senza considerare InRebus Technologies).

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il 2020A e dell'acquisizione completata modifichiamo le nostre precedenti stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. Stimiamo valore della produzione 2021E pari a € 17,0 mln ed un EBITDA pari a € 3,2 mln, corrispondente ad una marginalità del 18,8%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 21,5 mln (CAGR 20A-23E: 10,81%) nel 2023E, con EBITDA pari a € 4,60 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 21,4%), in crescita rispetto a € 2,80 mln del 2020A (EBITDA margin del 17,7%).

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 €39,6 mln. L'equity value di FOS utilizzando i market multiples risulta essere pari €35,1 mln (includendo un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 37,3 mln. Il target price è di € 6,00 (prev.€ 5,30), confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM invariato.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20A*	FY21E	FY22E	FY23E
Sales	7,89	9,66	13,00	15,00	17,20	19,00
Other Revenues	1,83	2,53	2,80	2,00	2,30	2,50
Value of Production	**9,72**	**12,19**	**15,80**	**17,00**	**19,50**	**21,50**
COGS	0,81	1,66	1,85	2,00	2,30	2,50
Use of Asset owned by Others	0,17	0,14	0,15	0,20	0,30	0,30
Services	2,44	3,03	3,75	4,00	4,50	5,00
Employees	4,43	4,99	7,00	7,30	7,90	8,65
Other Operating Expenses	0,17	0,19	0,25	0,30	0,35	0,45
EBITDA	**1,69**	**2,19**	**2,80**	**3,20**	**4,15**	**4,60**
EBITDA Margin	*17,4%*	*17,9%*	*17,7%*	*18,8%*	*21,3%*	*21,4%*
Non Recurrent Financial Charges	0,16	0,22	0,00	0,10	0,10	0,10
EBITDA Adj.	**1,86**	**2,40**	**2,80**	**3,30**	**4,25**	**4,70**
EBITDA Margin Adj.	*19,1%*	*19,7%*	*17,7%*	*19,4%*	*21,8%*	*21,9%*
D&A	0,69	0,98	1,28	1,40	1,45	1,50
EBIT	**1,00**	**1,20**	**1,52**	**1,80**	**2,70**	**3,10**
EBIT Margin	*10,3%*	*9,9%*	*9,6%*	*10,6%*	*13,8%*	*14,4%*
Financial Management	(0,23)	(0,15)	(0,17)	(0,10)	(0,05)	(0,05)
EBT	**0,77**	**1,05**	**1,35**	**1,70**	**2,65**	**3,05**
Taxes	0,33	0,33	0,32	0,55	0,85	1,00
Net Income	**0,44**	**0,72**	**1,04**	**1,15**	**1,80**	**2,05**

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20A*	FY21E	FY22E	FY23E
Fixed Asset	**4,11**	**5,23**	**6,09**	**6,60**	**7,15**	**7,65**
Account receivable	2,81	4,38	5,99	6,30	7,20	7,85
Inventories	0,40	0,42	0,41	0,40	0,40	0,40
Account payable	1,38	2,60	2,61	2,80	3,20	3,50
Operating Working Capital	**1,82**	**2,20**	**3,78**	**3,90**	**4,40**	**4,75**
Other Receivable	2,57	3,48	2,61	4,00	4,60	5,00
Other Payable	2,47	2,89	4,14	4,00	4,55	5,00
Net Working Capital	**1,93**	**2,79**	**2,26**	**3,90**	**4,45**	**4,75**
Severance Indemnities & Provision	1,19	1,15	1,38	1,60	1,75	2,00
NET INVESTED CAPITAL	**4,85**	**6,87**	**6,96**	**8,90**	**9,85**	**10,40**
Share Capital	1,00	1,56	1,56	1,56	1,56	1,56
Reserves and Retained Profits	0,35	5,24	5,92	6,95	8,10	9,90
Net Profit	0,44	0,72	1,04	1,15	1,80	2,05
Equity	**1,79**	**7,51**	**8,51**	**9,66**	**11,46**	**13,51**
Cash and Cash Equivalent	1,25	4,67	7,22	6,46	7,41	9,31
Short-Term Financial debt	0,13	1,50	0,90	1,20	1,50	2,00
ML Term Financial Debt	4,18	2,53	4,77	4,50	4,30	4,20
Net Financial Position	**3,06**	**(0,64)**	**(1,55)**	**(0,76)**	**(1,61)**	**(3,11)**
TOTAL SOURCES	**4,85**	**6,87**	**6,96**	**8,90**	**9,85**	**10,40**

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20A*	FY21E	FY22E	FY23E
EBIT	**1,00**	**1,20**	**1,52**	**1,80**	**2,70**	**3,10**
Taxes	0,33	0,33	0,32	0,55	0,85	1,00
NOPAT	**0,67**	**0,87**	**1,20**	**1,25**	**1,85**	**2,10**
D&A	0,69	0,98	1,28	1,40	1,45	1,50
Change in receivable	(0,67)	(1,57)	(1,61)	(0,31)	(0,90)	(0,65)
Change in inventories	(0,00)	(0,02)	0,02	0,01	0,00	0,00
Change in payable	0,15	1,22	0,01	0,19	0,40	0,30
Other Changes	0,33	(0,49)	2,11	(1,53)	(0,05)	0,05
Change in NWC	**(0,19)**	**(0,86)**	**0,53**	**(1,64)**	**(0,55)**	**(0,30)**
Change in Provision	0,04	(0,04)	0,23	0,22	0,15	0,25
OPERATING CASH FLOW	**1,21**	**0,95**	**3,24**	**1,22**	**2,90**	**3,55**
Investments	(3,42)	(2,10)	(2,13)	(1,91)	(2,00)	(2,00)
FREE CASH FLOW	**(2,21)**	**(1,15)**	**1,11**	**(0,69)**	**0,90**	**1,55**
Financial Management	(0,23)	(0,15)	(0,17)	(0,10)	(0,05)	(0,05)
Change in Payable to Banks	1,63	(0,27)	1,63	0,03	0,10	0,40
Change in Equity	(0,19)	5,00	(0,04)	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	**(0,99)**	**3,42**	**2,54**	**(0,76)**	**0,95**	**1,90**

*Dati pro-forma: elaborazione Integrae SIM sulla base dei comunicati stampa pubblicati dalla Società
Source: FOS and Integrae SIM estimates

1.1 FY20A Results

Table 2 – Actual VS Estimates FY20A

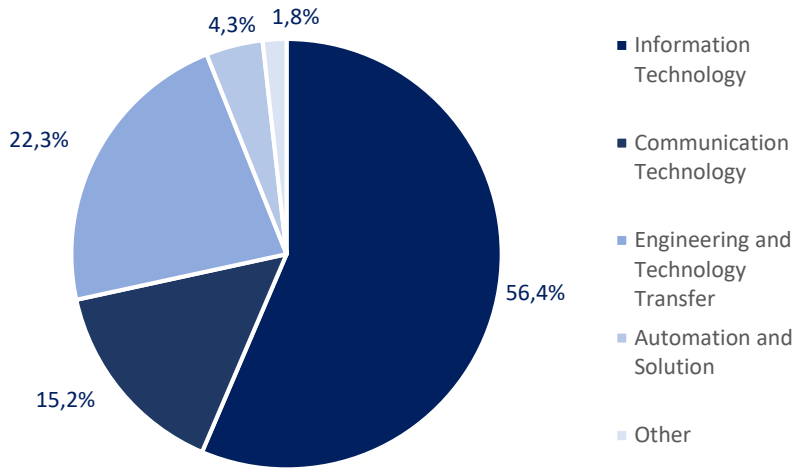
€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY20A	**15,80**	**2,80**	**17,7%**	**1,52**	**1,04**	**(1,55)**
FY20E	12,80	2,50	19,5%	1,25	0,75	(1,45)
Change	*23,5%*	*12,2%*	*-1,8%*	*22,1%*	*38,8%*	*N.A*

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati annuali, dichiara: *"La nostra azienda consolida il percorso di crescita a seguito della quotazione con un netto miglioramento dei volumi, dei margini e della cassa. I nostri programmi futuri sono focalizzati nel perseguire un percorso di trasparenza e visibilità, orientato al successo sostenibile, con una crescita del fatturato e dei margini basato sulla solidità della posizione finanziaria e dello stato patrimoniale".*

Il valore della produzione si attesta a € 15,8 mln pro-forma (€ 13,6 mln senza considerare InRebus Technologies), rispetto a un valore pari a € 12,2 mln registrato a fine 2019 e a € 12,80 mln stimati nel nostro precedente *report*. La crescita rispetto al 2019 è stata possibile soprattutto grazie all'ampliamento di posizionamento e base clienti in tutte le linee di ricavo, all'ampliamento dei servizi di outsourcing IT, alla diversificazione delle aree di intervento per la linea Communication Technology, a nuovi progetti in ambito Ingegneria e Ricerca e Sviluppo e alla nuova linea di ricavo per l'Automazione attivata nel corso del 2020.

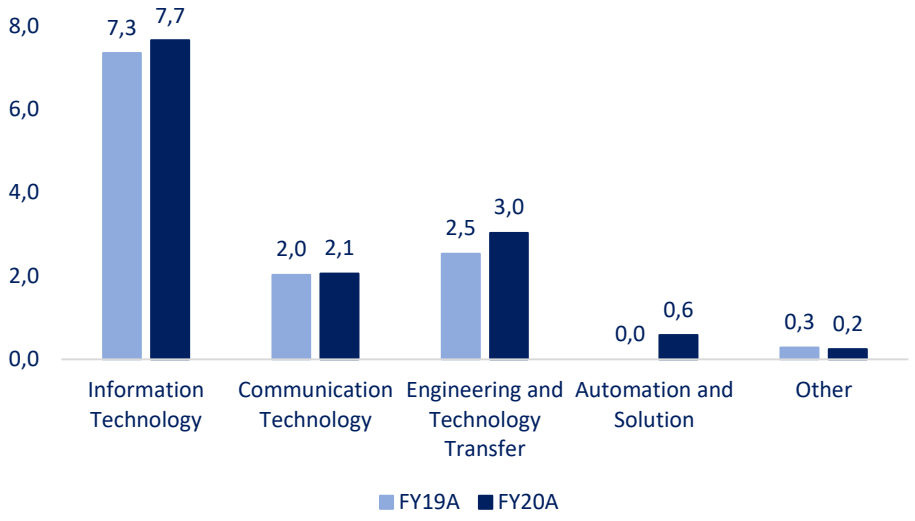
Chart 1 – Revenues Breakdown by Segment



Source: FOS

Il valore della produzione della Società, senza considerare InRebus Technologies, nel corso del 2020A è riconducibile alla seguente scomposizione: 56,4% Information Technology, 15,2% Communication Technology, 22,3% Engineering and Technology Transfer, 4,3% Automation and Solution e il restante 1,8% legato ad altre attività.

Chart 2 – Revenues by Segment 2019-2020



Source: FOS

Ognuna delle principali linee di business mostra un incremento del valore della produzione nel corso dell'anno. L'incremento più significativo è riconducibile alla linea Engineering & Technology Transfer che mostra una crescita pari al 20% circa. Inoltre, nel corso dell'anno, è stata attivata la linea Automation and Solution.

La crescita della linea Information Technology è legato all'ampliamento della base clienti e alla maggiore penetrazione sui clienti storici, grazie alla maggiore richiesta di supporto alla gestione delle infrastrutture e applicazioni, in parte legata alle esigenze date dallo *smartworking*. La crescita della linea Communication Technology è data dal consolidamento dell'erogazione di servizi di Repair e Refit Multivendor agli operatori di Telecomunicazioni con l'acquisizione di nuovi clienti, all'ampliamento dei servizi offerti al settore del Gaming e dei Trasporti e all'avvio della linea dedicata al Biomedicale. La crescita della linea Engineering & Technology Transfer è data dall'avvio di nuovi progetti di ingegneria nati dall'esperienza in ambito R&D e dal consolidamento di progetti di innovazione commissionati da clienti diretti e da partenariati di ricerca e sviluppo. Infine, la linea Automation and Solution è stata attivata nel corso del 2020 e ha generato ricavi grazie all'inizio di progetti di Automazione legati a nuovi clienti in ambito Trasporti e Energia.

L'EBITDA, pari a € 2,80 mln pro-forma (€ 2,67 mln senza considerare InRebus Technologies), registra un significativo aumento rispetto ai € 2,19 mln dell'esercizio precedente e risulta in crescita anche rispetto alle nostre attese pari a € 2,50 mln. L'EBITDA Margin, pari al 17,7% (19,7% senza considerare InRebus Technologies), rispetto al 17,9% del 2019 e 19,5% stimato. La crescita dell'EBITDA, senza considerare InRebus Technologies, è legata: all'ampliamento del volume d'affari, all'orientamento del modello di business verso servizi ad alto valore aggiunto e all'efficientamento dei processi, generato da sinergie di costo.

L'EBIT, pari a € 1,20 mln nel 2019, ammonta a €1,52 mln (€ 1,36 mln senza considerare InRebus Technologies) dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 1,28 mln. Anche il valore dell'EBIT supera le nostre aspettative, pari a € 1,25 mln. Di conseguenza, anche l'EBIT Margin, pari al 10,0%, senza considerare InRebus Technologies, mostra un incremento rispetto allo scorso anno (9,9%) e alle nostre stime (9,7%). Considerando il valore pro-forma, l'EBIT Margin risulta pari al 9,6%.

L'Utile Netto si attesta a € 1,04 mln (€ 0,72 mln nel 2019) in crescita rispetto a € 0,75 mln atteso. In crescita anche il valore al netto di InRebus Technologies, pari a € 0,9 mln.

La NFP mostra un significativo miglioramento da - € 0,64 mln a - € 1,55 mln. Il miglioramento risulta ancora più significativo considerando che tale valore include l'esborso pari a € 0,6 mln, sostenuto per l'acquisizione della società InRebus Technologies Srl. Inoltre, la NFP migliora rispetto allo scorso anno nonostante gli ingenti investimenti in R&D finalizzati all'avvio di progetti di innovazione per il trasferimento tecnologico al mercato.

1.2 Eventi Significativi

In seguito alla nostra ultima pubblicazione, la Società ha comunicato:

- In data 22/12/20, di aver effettuato il *closing* dell'operazione di acquisizione del 100% del capitale sociale di InRebus Technologies Srl. Attraverso tale acquisizione, "*FOS si pone l'obiettivo di potenziare la crescita di InRebus Technologies integrando le attività di servizi informatici sul territorio piemontese nella linea di business Information Technology; ampliando l'offerta digitale di FOS con una nuova linea dedicata al Digital Learning; attivando una nuova presenza territoriale come presidio per le altre linee di business aziendali*". Il prezzo di acquisto pattuito è pari a € 1,0 mln;
- In data 23/12/20, di aver perfezionato l'atto di fusione per incorporazione delle Società, interamente possedute, Sesmat Srl e Fos Greentech Srl, con data di efficacia 1° gennaio 2021. L'operazione rientra nel più ampio processo di ridefinizione societaria del Gruppo mirato a semplificarne la struttura e a meglio valorizzarne le eventuali sinergie operative, amministrative e societarie;
- In data 28/01/21, la costituzione di una *start-up* innovativa denominata "Piano Green Srl" attiva in ambito agro-tecnologico da parte della controllata Fos Greentech Srl (che detiene il 65% del capitale) e di Santagata 1907 SpA (che detiene il 35% del capitale);
- In data 18/02/21, di aver ricevuto, attraverso la sua controllata T&G, l'approvazione, da parte del Ministero dell'Università e della Ricerca (MUR), del progetto Geo-Archeo, dedicato allo sviluppo digitale del patrimonio culturale rappresentato dai siti geo-archeologici (G.A.S.). Il progetto è realizzato in collaborazione con Grafica Metelliana SpA, Euphorbia Srl, Sapienza Università di Roma e l'Università del Sannio di Benevento, e prevede investimenti complessivi pari a € 3,370 mln, finanziati dal Ministero dell'Istruzione, dell'Università e della Ricerca con un contributo a fondo perduto pari a € 1,613 mln. L'investimento di Fos, attraverso la sua controllata T&G, è pari a € 0,792 mln, con un contributo a fondo perduto pari a € 0,396 mln in trenta mesi.

1.3 FY21E – FY23E Estimates

Table 3 – Estimates Updates FY21E-23E

€/mln	FY21E	FY22E	FY23E
VoP			
New	**17,0**	**19,5**	**21,5**
Old	15,0	17,7	N/A
Change	*13,3%*	*10,2%*	*N/A*
EBITDA			
New	**3,2**	**4,2**	**4,6**
Old	3,1	4,0	N/A
Change	*3,2%*	*3,8%*	*N/A*
EBITDA %			
New	**18,8%**	**21,3%**	**21,4%**
Old	20,7%	22,6%	N/A
Change	*-1,8%*	*-1,3%*	*N/A*
EBIT			
New	**1,8**	**2,7**	**3,1**
Old	1,9	2,9	N/A
Change	*-5,3%*	*-6,9%*	*N/A*
Net Income			
New	**1,2**	**1,8**	**2,1**
Old	1,2	2,0	N/A
Change	*-4,2%*	*-7,7%*	*N/A*
NFP			
New	**(0,8)**	**(1,6)**	**(3,1)**
Old	(2,9)	(4,3)	N/A
Change	*N.A*	*N.A*	*N/A*

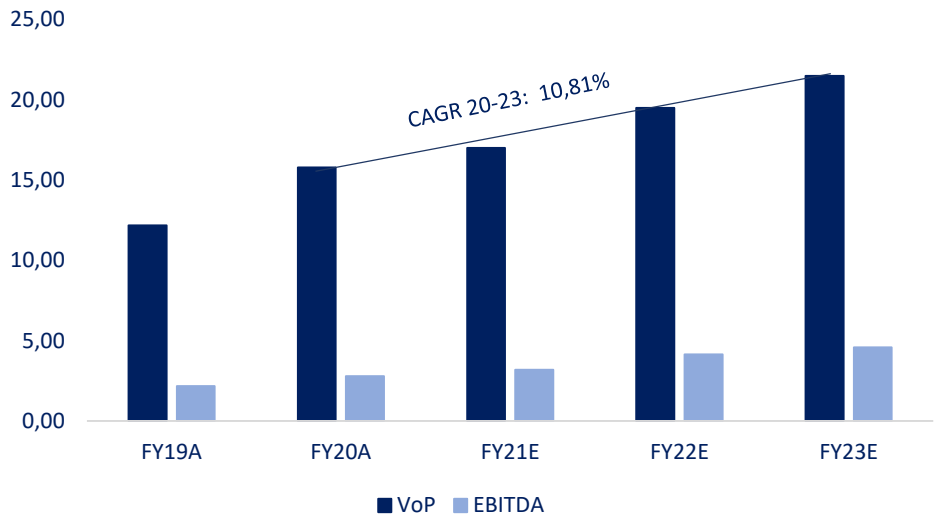
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il 2020A e dell'acquisizione completata modifichiamo le nostre precedenti stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione 2021E pari a € 17,0 mln ed un EBITDA pari a € 3,2 mln, corrispondente ad una marginalità del 18,8%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 21,5 mln (CAGR 20A-23E: 10,81%) nel 2023E, con EBITDA pari a € 4,60 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 21,4%), in crescita rispetto a € 2,80 mln del 2020A (corrispondente ad un EBITDA margin del 17,7%).

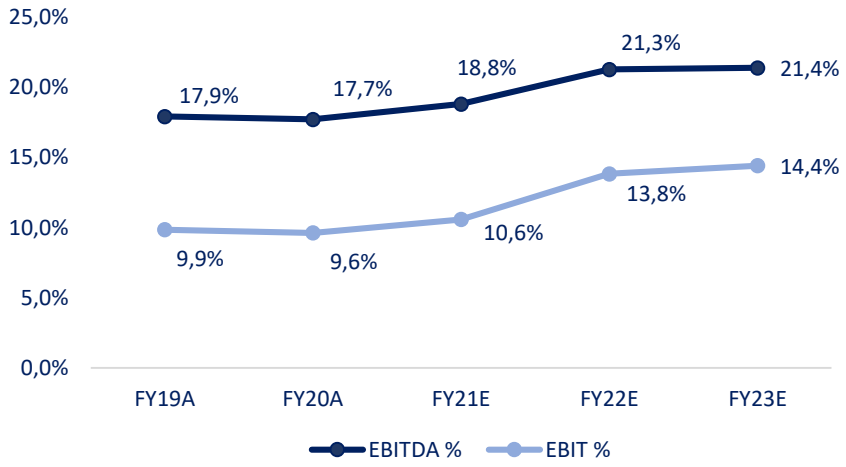
Nelle nostre attuali stime, abbiamo considerato maggiori Capex che hanno impattato sia l'EBIT sia il Net Income (in ragione di maggiori ammortamenti) sia la NFP. Nonostante questo crediamo che la Società possa, negli anni di piano, migliorare la propria NFP.

Chart 2 – VoP and EBITDA FY19A-23E



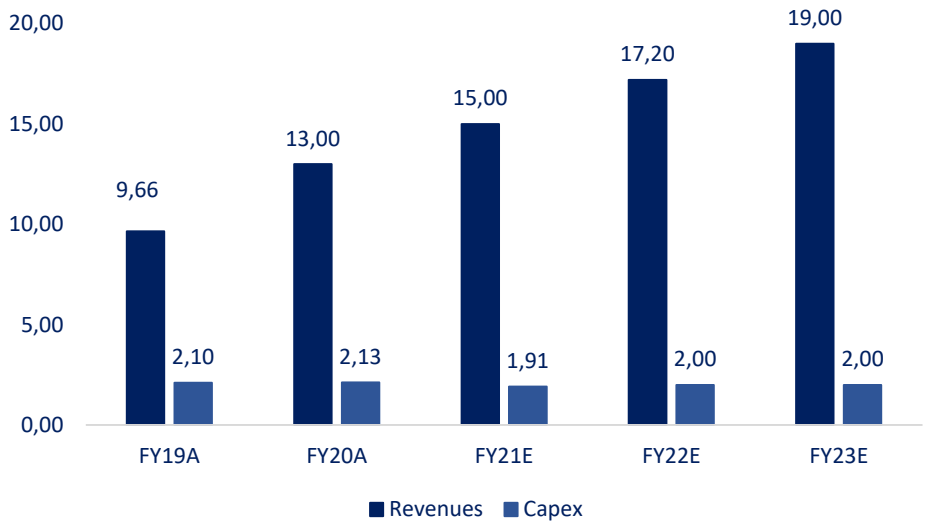
Source: Integrae SIM

Chart 3 – Margin FY19A-23E



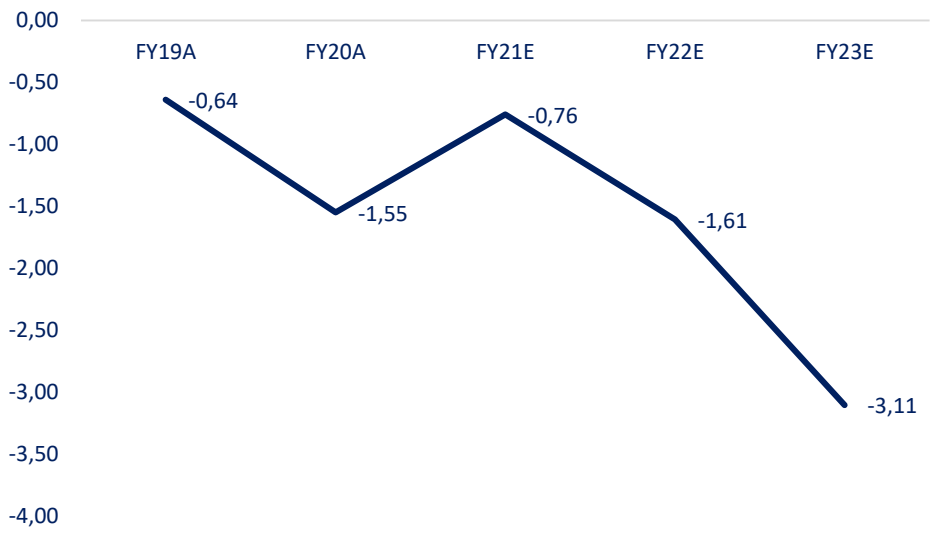
Source: Integrae SIM

Chart 4 – Capex FY19A-23E



Source: Integrae SIM

Chart 5 – NFP FY19A-23E



Source: Integrae SIM

2. Valuation

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

2.1 DCF Method

Table 4 – WACC

WACC			5,10%
Risk Free Rate	-0,13%	α (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,85%	Beta Adjusted	0,82
D/E (average)	66,67%	Beta Relevered	1,22
Ke	8,01%	Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 5,10%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		39,6
FCFO actualized	3,7	10%
TV actualized DCF	34,3	90%
Enterprise Value	**38,0**	100%
NFP (FY20A)	-1,6	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un ***equity value* di €39,6 mln**.

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		3,6%	4,1%	4,6%	5,1%	5,6%	6,1%	6,6%
Growth rate (g)	2,5%	140,6	96,6	73,5	59,4	49,8	42,9	37,7
	2,0%	98,2	74,8	60,4	50,7	43,6	38,3	34,1
	1,5%	76,1	61,4	51,5	44,3	38,9	34,7	31,3
	1,0%	62,5	52,4	45,1	39,6	35,3	31,8	28,9
	0,5%	53,3	45,9	40,2	35,8	32,3	29,4	27,0
	0,0%	46,6	40,9	36,4	32,8	29,9	27,4	25,3
	-0,5%	41,6	37,1	33,4	30,4	27,9	25,7	23,9

Source: Integrae SIM

2.2 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*.

Table 7.1 – Market Multiples IT

Company Name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)		
	FY21E	FY22E	FY23E	FY21E	FY22E	FY23E
Bouvet ASA	15,4x	14,0x	13,1x	19,1x	17,3x	15,7x
Net One Systems Co., Ltd.	12,6x	11,6x	10,1x	14,4x	13,3x	11,4x
CGI, Inc.	11,5x	11,0x	11,1x	14,7x	14,0x	13,3x
Reply S.p.A.	16,4x	14,9x	13,7x	20,5x	18,2x	16,7x
Tata Consultancy Services Limi…	20,3x	18,3x	N/A	22,1x	19,9x	17,3x
Eurotech S.p.A.	10,7x	8,5x	7,2x	17,4x	10,8x	8,8x
Citrix Systems Inc.	15,3x	14,0x	13,1x	17,6x	16,0x	14,0x
Median	**15,3x**	**14,0x**	**12,1x**	**17,6x**	**16,0x**	**14,0x**

Source: Infinancials

Table 7.2 – Market Multiples TLC

Company Name	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)		
	FY21E	FY22E	FY23E	FY21E	FY22E	FY23E
Cisco Systems Inc.	11,4x	11,2x	11,0x	12,4x	11,8x	11,4x
Juniper Networks Inc.	9,6x	8,8x	9,4x	12,3x	11,2x	10,6x
F5 Networks Inc.	13,7x	12,4x	12,1x	15,3x	13,7x	12,4x
Accton Technology Corp.	17,5x	14,3x	12,1x	19,4x	15,4x	13,3x
Viavi Solutions Inc.	12,4x	11,8x	N/A	14,1x	14,0x	N/A
HMS Networks AB	30,5x	26,7x	24,7x	38,4x	33,7x	30,5x
Ascom Holding AG	16,1x	11,7x	9,8x	29,4x	17,3x	13,5x
Anritsu Corp.	10,9x	10,3x	8,8x	13,5x	12,5x	10,3x
Spirent Communications plc	13,7x	12,8x	12,0x	16,0x	14,7x	13,9x
Median	**13,7x**	**11,8x**	**11,5x**	**15,3x**	**14,0x**	**12,9x**

Source: Infinancials

Table 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	2021E	2022E	2023E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	47,7	54,7	55,4
EV/EBIT	29,6	40,5	41,7
Equity Value			
EV/EBITDA	48,4	56,3	58,5
EV/EBIT	30,4	42,1	44,8
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	36,3	42,3	43,9
EV/EBIT	22,8	31,6	33,6
Average	**29,5**	**36,9**	**38,7**

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di FOS, utilizzando i *market multiple* EV/EBITDA e EV/EBIT risulta essere pari a €46,8 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. Pertanto, ne risulta un ***equity value* di €35,1 mln**.

2.3 Equity Value

Table 9 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	37,3
Equity Value DCF (€/mln)	39,6
Equity Value multiples (€/mln)	35,1
Target Price (€)	**6,00**

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a €37,3 mln. **Il *target price* è quindi di € 6,00 (prev. €5,30). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20A	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	12,8x	11,2x	8,6x
EV/EBIT	23,5x	19,9x	13,2x

Source: Integrae SIM

Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20A	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	6,2x	5,3x	4,1x
EV/EBIT	11,5x	9,7x	6,5x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958 and Consob Regulation n. 20307/2018

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. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integrae SIM's current Head of Research, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalists guilt. Mattia Petracca and Emanuele Negri are current financial analysts.

Disclaimer

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

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

INTEGRAE SIM SpA is distributing this report in Italian and in English, starting from the date indicated on the document, to approximately 300 qualified institutional investors by post and/or via electronic media, and to non-qualified investors through the Borsa Italiana website and through the leading press agencies.

Unless otherwise indicated, the prices of the financial instruments shown in this report are the prices referring to the day prior to publication of the report. INTEGRAE SIM SpA will continue to cover this share on a continuing basis, according to a schedule which depends on the circumstances considered important (corporate events, changes in recommendations, etc.), or useful to its role as specialist.

The table below, shows INTEGRAE SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
01/04/2020	3,05	Buy	4,90	Medium	Update
29/09/2020	2.63	Buy	5,30	Medium	Update

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 directly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

In order to disclose its possible interest conflict Integrae SIM states that:

- Integrae SIM S.p.A. It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Nominated Adviser of the FOS SpA;
- Integrae SIM S.p.A. It pays, or has paid in the past 12 months inside of the engagement of specialist, research services in favor of FOS SpA;
- Integrae SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by FOS SpA;
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.

At the Integrae SIM website you can find the archive the last 12 months of the 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.