

UPDATE

EQUITY RESEARCH

SIM
INTEGRÆ

Fos

Euronext Growth Milan | ICT | Italy

Produzione 14/10/2024, h. 18:30

Pubblicazione 15/10/2024, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 5,70

prev. € 5,80

Risk



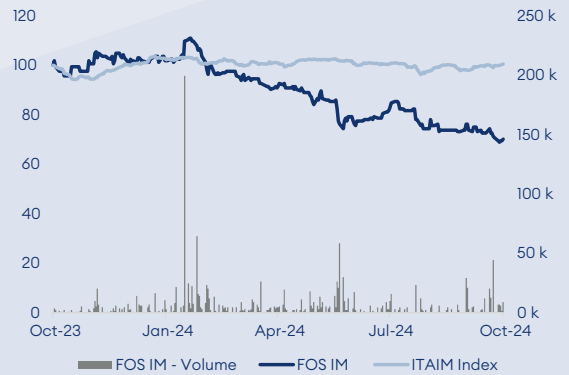
Medium

Upside potential

152,0%

Key Financials (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
VoP	26,40	29,00	32,30	36,00
EBITDA Adj.	4,63	4,60	6,05	7,00
EBIT	2,26	2,05	3,45	4,35
Net Profit	1,27	1,15	2,15	2,75
NFP	(0,34)	2,00	(0,05)	(2,65)
EBITDA Margin	17,5%	15,9%	18,7%	19,4%
EBIT Margin	8,6%	7,1%	10,7%	12,1%
Net Income Margin	4,8%	4,0%	6,7%	7,6%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 2,26
Target price	€ 5,70
Upside/(Downside) potential	152,0%
Ticker	FOS IM
Market Cap (€/mln)	€ 15,46
EV (€/mln)	€ 15,11
Free Float	36,54%
Share Outstanding	6.839.384
52-week high	€ 3,74
52-week low	€ 2,22
Average daily volumes (3 months)	4.701

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

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-9,6%	-16,9%	-24,7%	-31,1%
to FTSE Italia Growth	-12,0%	-16,9%	-24,1%	-31,6%
to Euronext STAR Milan	-12,9%	-13,1%	-23,3%	-42,0%
to FTSE All-Share	-13,0%	-16,6%	-26,2%	-51,6%
to EUROSTOXX	-15,4%	-18,2%	-26,1%	-51,0%
to MSCI World Index	-14,3%	-19,9%	-33,9%	-58,8%

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	3,3x	3,3x	2,5x	2,2x
EV/EBIT	6,7x	7,4x	4,4x	3,5x
P/E	12,2x	13,4x	7,2x	5,6x

1H24A Results

Al 30 giugno 2024, i ricavi ammontano a € 11,91 mln, segnando una crescita del 5,5% rispetto ai € 11,28 mln registrati nel primo semestre 2023. L'EBITDA di periodo ammonta a € 2,38 mln, in linea con il dato 1H23A, pari a € 2,34 mln. L'EBITDA margin si attesta quindi a 17,4%, rispetto al 17,1% registrato nel 1H23A. L'EBIT ammonta a € 1,36 mln, in lieve flessione rispetto al dato dell'1H23A, pari a € 1,46 mln. Il Net Income si attesta a € 0,86 mln, in crescita del 7,5% rispetto al dato dell'1H23A, pari a € 0,80 mln. La NFP al 30 giugno 2024 mostra un peggioramento, attestandosi a € 1,76 mln di debito, rispetto alla posizione cash positive di € 0,34 mln registrata a fine esercizio 2023.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H24A, confermiamo 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 € 4,60 mln, corrispondente ad una marginalità del 15,9%. 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 € 4,43 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 € 39,9 mln. L'equity value di Fos utilizzando i market multiples risulta essere pari € 38,0 mln (inclusendo un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 39,0 mln. Il target price è di € 5,70, 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	3,00	3,25	3,90
Services	5,86	7,07	7,90	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	12,70	13,50	14,80
Other operating costs	0,13	0,16	0,20	0,20	0,20
EBITDA	3,86	4,43	4,60	6,05	7,00
<i>EBITDA Margin</i>	17,9%	16,8%	15,9%	18,7%	19,4%
Extraordinary items	0,00	0,20	0,00	0,00	0,00
EBITDA Adjusted	3,86	4,63	4,60	6,05	7,00
<i>EBITDA Adj. Margin</i>	17,9%	17,5%	15,9%	18,7%	19,4%
D&A	1,69	2,17	2,55	2,60	2,65
EBIT	2,17	2,26	2,05	3,45	4,35
<i>EBIT Margin</i>	10,1%	8,6%	7,1%	10,7%	12,1%
Financial management	(0,15)	(0,17)	(0,20)	(0,20)	(0,20)
EBT	2,02	2,09	1,85	3,25	4,15
Taxes	0,69	0,82	0,70	1,10	1,40
Net Income	1,34	1,27	1,15	2,15	2,75

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Fixed Assets	10,12	10,62	10,40	9,90	9,25
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	14,70	14,80	14,95
Share capital	1,71	1,71	1,71	1,71	1,71
Reserves	9,39	10,58	9,84	10,99	13,14
Net Income	1,34	1,27	1,15	2,15	2,75
Equity	12,44	13,55	12,70	14,85	17,60
Cash & cash equivalents	9,67	9,43	7,20	8,65	11,15
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)	2,00	(0,05)	(2,65)
SOURCES	12,40	13,21	14,70	14,80	14,95

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EBIT	2,26	2,05	3,45	4,35
Taxes	0,82	0,70	1,10	1,40
NOPAT	1,43	1,35	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	2,19	4,35	4,80
Capex	(2,67)	(2,33)	(2,10)	(2,00)
FREE CASH FLOW	0,62	(0,14)	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)	(2,23)	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.

TABLE 2 – 1H24A VS 1H23A

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H24A	13,67	2,38	17,4%	1,36	0,86	1,76
1H23A	13,66	2,34	17,1%	1,46	0,80	(0,34)*
Change	0,1%	1,9%	0,3%	-6,6%	7,5%	n/a

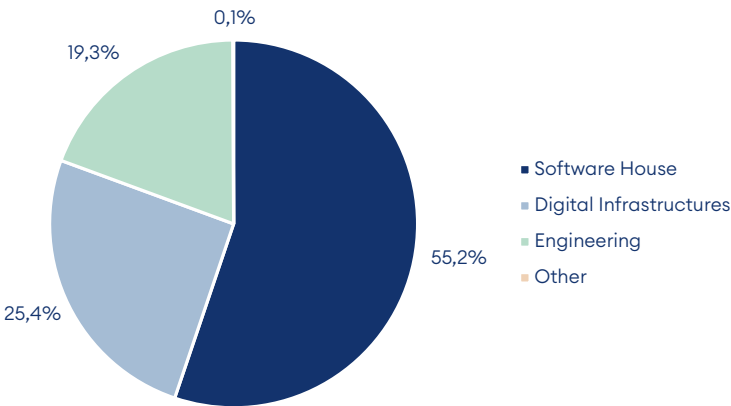
*NFP as of 31/12/2023

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, gli Amministratori Delegati Enrico Botte e Matteo Pedrelli, hanno dichiarato: *“Il primo semestre 2024 conferma la solidità del nostro Gruppo, con un aumento dei ricavi del 6,0%. Questo risultato evidenzia la nostra capacità di rispondere velocemente alle sfide di mercato, grazie alla diversificazione e all’innovazione, in particolare nei settori della mobilità e sanità. Nonostante l’incremento dei costi dovuti alle dinamiche globali su tassi e inflazione, e la sfida crescente nel reperire personale tecnico qualificato, abbiamo mantenuto margini operativi solidi e un risultato netto in crescita. Gli investimenti strategici sono proseguiti senza compromettere la stabilità finanziaria, permettendoci di guardare al futuro con fiducia, grazie alla nostra capacità di innovare e crescere in modo sostenibile”.*

Al 30 giugno 2024, i ricavi ammontano a € 11,91 mln, segnando una crescita del 5,5% rispetto ai € 11,28 mln registrati nel primo semestre 2023. Questo incremento è attribuibile a diversi fattori, tra i quali spiccano l’aumento dei ricavi del segmento Software House, trainato dall’espansione delle attività progettuali nelle soluzioni di Building Automation, con particolare attenzione ai settori della Mobilità e della Sanità. A ciò si aggiunge il contributo del segmento Engineering, che ha registrato un forte apprezzamento, soprattutto grazie ai prodotti agritech.

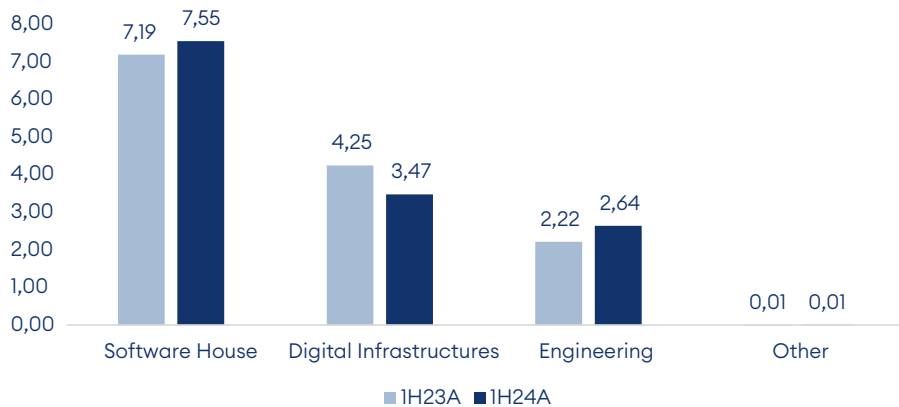
CHART 1 – VOP BREAKDOWN BY SEGMENT 1H24A



Source: Fos

Il valore della produzione del Gruppo, nel corso del 1H24A, è imputabile alle tre principali aree di business come segue: Software House ha contribuito per il 55,2%, Digital Infrastructures per il 25,4% e Engineering per il 19,3%.

CHART 2 – VOP BREAKDOWN BY BU 1H23A VS 1H24A



Source: Fos

Durante il primo semestre del 2024, sia l'area Software House che l'area Engineering hanno evidenziato una crescita, mentre l'area Digital Infrastructures ha registrato una contrazione. Più nello specifico, il segmento Software House ha raggiunto un fatturato di € 7,55 mln, in aumento del 4,9% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Questa crescita è stata trainata dagli investimenti tecnici e commerciali che hanno consolidato le piattaforme digitali proprietarie, offrendo soluzioni altamente specializzate e scalabili. In particolare, nel settore sanitario con il prodotto Sanisoft e nell'automotive con RIAS, il gruppo ha visto un rafforzamento della propria posizione di mercato.

L'area Engineering ha contribuito con € 2,64 mln al valore della produzione, in significativo aumento del 19,3% rispetto ai € 2,22 mln del primo semestre 2023. Questo risultato riflette l'impegno costante del gruppo nell'innovazione e nel trasferimento tecnologico, che si è concretizzato nello sviluppo di soluzioni avanzate nei settori industriale, biomedicale e automotive.

In controtendenza, l'area Digital Infrastructures ha registrato una flessione, con un valore pari a € 3,47 mln, in calo rispetto ai € 4,25 mln dell'1H23A. Sebbene il gruppo abbia consolidato le attività nei settori Data Center e Networking, anche attraverso l'integrazione di NAEs Solutions Srl, il calo è attribuibile principalmente alla contrazione delle attività della stessa NAEs Solutions. Questa riduzione è dovuta a una riprogrammazione e ridimensionamento di importanti progetti per i clienti del settore della Grande Distribuzione Organizzata (GDO), che è stato influenzato da una crisi dei consumi. Tale dinamica ha temporaneamente inciso sui volumi operativi, implicando ritardi nell'acquisizione di nuove commesse in ambito Data Center.

L'EBITDA di periodo ammonta a € 2,38 mln, in linea con il dato 1H23A, pari a € 2,34 mln. La leggera crescita è stata frutto di una gestione operativa oculata, che ha permesso di mantenere margini commerciali soddisfacenti nonostante le pressioni sui costi, riconducibili in parte alle nuove assunzioni (267 unità nell'1H24A vs 253 unità nell'1H23A). L'EBITDA *margin* si attesta quindi a 17,4%, rispetto al 17,1% registrato nel corso del primo semestre 2023. La marginalità risulta sostenuta, oltre che dalle politiche di efficientamento dei costi, anche dalle vendite delle piattaforme proprietarie e dai prodotti derivati dalle attività di ricerca e innovazione dell'area Engineering.

L'EBIT ammonta a € 1,36 mln, in lieve flessione rispetto al dato dell'1H23A, pari a € 1,46 mln. Il dato è influenzato da D&A pari a € 1,02 mln (vs € 0,88 mln nel 1H23A). Il Net Income si attesta a € 0,86 mln, in crescita del 7,5% rispetto al dato dell'1H23A, pari a € 0,80 mln.

La NFP al 30 giugno 2024 mostra un peggioramento, attestandosi a € 1,76 mln di debito, rispetto alla posizione *cash positive* di € 0,34 mln registrata a fine esercizio 2023. Questa variazione negativa è principalmente riconducibile a una serie di operazioni straordinarie che hanno inciso significativamente sulla liquidità del periodo. In primo luogo, l'OPA ha comportato un esborso di circa € 2,00 mln, a cui si aggiunge il pagamento dell'ultima tranche del prezzo fisso differito agli ex soci venditori di inRebus, pari a circa € 0,30 mln.

Nel corso del 2024, Fos si è dimostrata in grado di sfruttare le opportunità del mercato tecnologico italiano, sostenute dagli investimenti del PNRR, nonostante un contesto sfidante a causa dell'instabilità geopolitica e dalle pressioni inflazionistiche. Il Gruppo, dunque, pur operando in un contesto di incertezza, sta adottando misure proattive per preservare i propri margini operativi, grazie a un monitoraggio attento dei costi e a un riposizionamento su commesse ad alta marginalità.

Guardando al futuro, Fos si dimostra capace di consolidare la propria solidità finanziaria e patrimoniale, continuando a migliorare il posizionamento competitivo e ad accrescere i risultati economici. L'azienda punta a rafforzare le competenze interne attraverso investimenti mirati nella propria Academy e a potenziare le soluzioni chiavi in mano in settori strategici come Trasporti, Cybersecurity e Building Automation. Questo approccio permette a Fos di cogliere le crescenti opportunità offerte dalla digitalizzazione, posizionandola per una crescita sostenibile nel breve e medio termine.

FY24E – FY26E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY24E-26E

€/mln	FY24E	FY25E	FY26E
VoP			
New	29,00	32,30	36,00
Old	29,00	32,30	36,00
Change	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			
New	4,60	6,05	7,00
Old	5,25	6,05	7,00
Change	-12,4%	0,0%	0,0%
EBITDA %			
New	15,9%	18,7%	19,4%
Old	18,1%	18,7%	19,4%
Change	-2,2%	0,0%	0,0%
EBIT			
New	2,05	3,45	4,35
Old	2,70	3,45	4,35
Change	-24,1%	0,0%	0,0%
Net Income			
New	1,15	2,15	2,75
Old	1,65	2,15	2,75
Change	-30,3%	0,0%	0,0%
NFP			
New	2,00	(0,05)	(2,65)
Old	1,35	(0,70)	(3,30)
Change	n/a	n/a	n/a

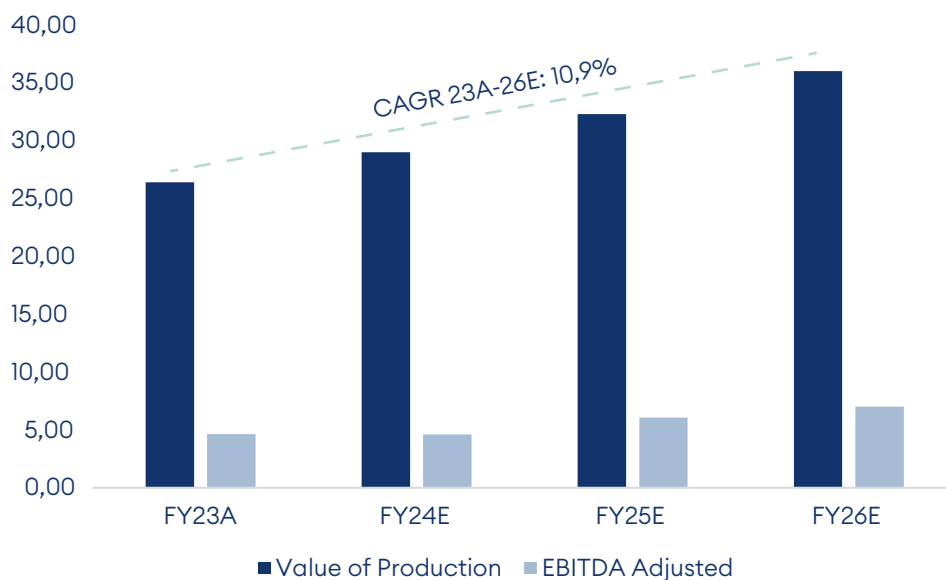
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H24A, confermiamo 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 € 4,60 mln, corrispondente ad una marginalità del 15,9%. 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 € 4,43 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA Margin del 16,8%).

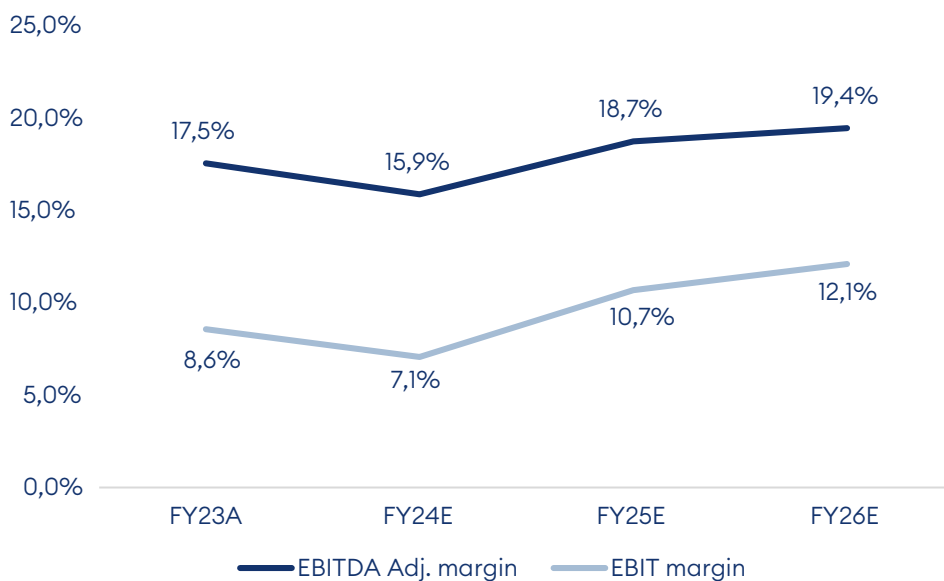
A livello patrimoniale, stimiamo per il FY26E una NFP cash positive pari a € 2,65 mln.

CHART 3 – VOP AND EBITDA ADJ. FY23A-26E



Source: Integrae SIM

CHART 4 – MARGIN FY23A-26E



Source: Integrae SIM

CHART 5 – CAPEX FY23A-26E

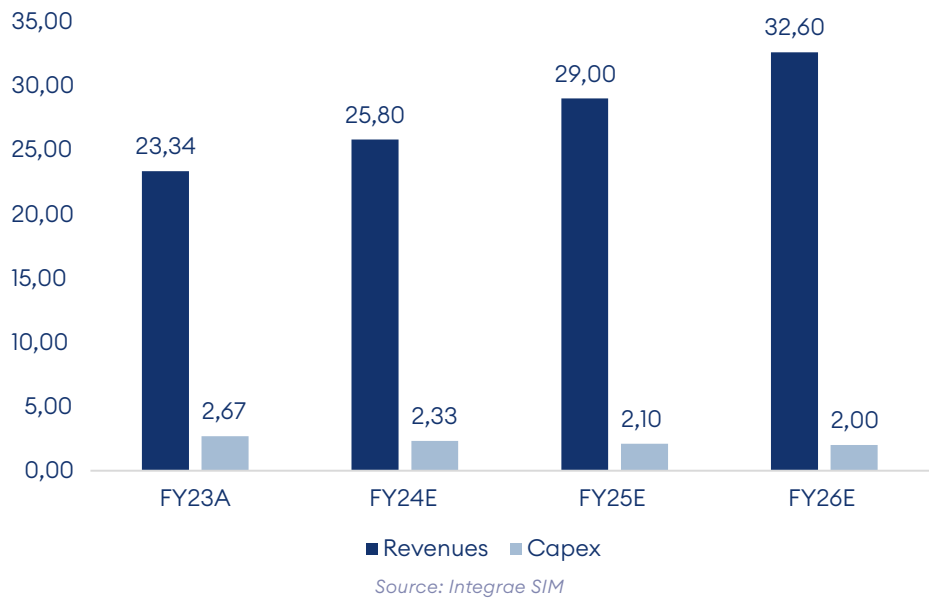
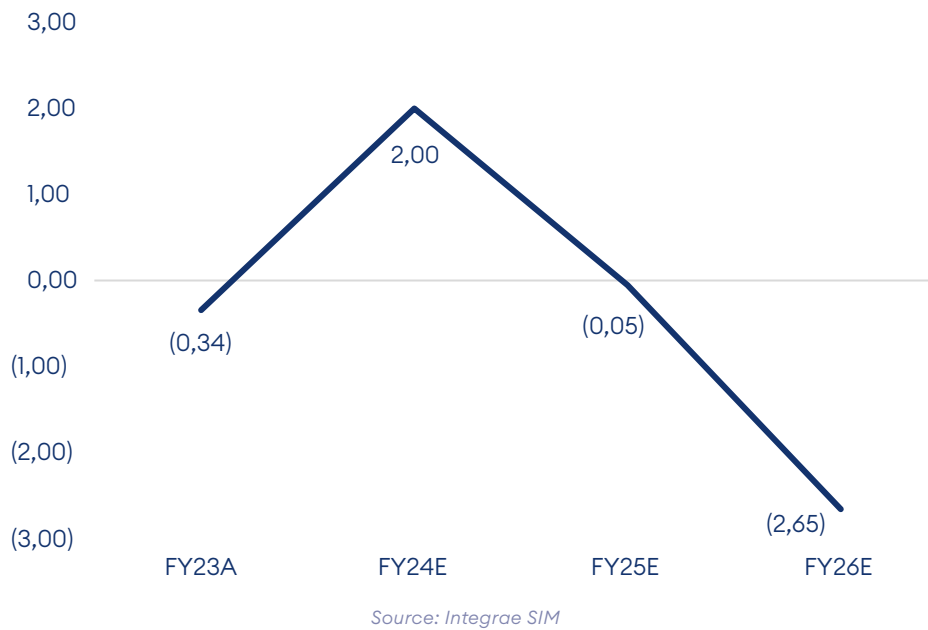


CHART 6 – NFP FY23A-26E



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			8,02%
D/E 81,82%	Risk Free Rate 2,74%	β Adjusted 1,16	α (specific risk) 2,50%
K_d 2,50%	Market Premium 6,80%	β Relevered 1,23	K_e 13,11%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 8,02%.

TABLE 5 – DCF VALUATION

DCF	% of EV	
FCFO actualized	4,7	12%
TV actualized DCF	34,8	88%
Enterprise Value	39,5	100%
NFP (FY23A)	(0,3)	
Equity Value	39,9	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 39,9 mln.**

TABLE 6 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln		WACC						
Growth Rate (g)		6,5%	7,0%	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%
	3,0%	71,7	62,8	55,8	50,3	45,8	42,0	38,8
	2,5%	63,4	56,4	50,8	46,2	42,4	39,1	36,3
	2,0%	57,0	51,3	46,7	42,8	39,5	36,7	34,3
	1,5%	51,8	47,1	43,2	39,9	37,0	34,6	32,4
	1,0%	47,6	43,6	40,3	37,4	34,9	32,7	30,8
	0,5%	44,1	40,7	37,8	35,3	33,1	31,1	29,4
	0,0%	41,1	38,1	35,6	33,4	31,4	29,7	28,1

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	12,3 x	10,0 x	11,0 x	15,1 x	14,1 x	13,2 x	19,1 x	17,8 x	16,6 x
Net One Systems Co., Ltd.	11,2 x	10,4 x	9,7 x	13,1 x	11,8 x	11,1 x	19,0 x	17,2 x	16,1 x
CGI, Inc.	11,6 x	12,5 x	9,0 x	15,8 x	15,3 x	14,5 x	20,8 x	19,1 x	17,7 x
Reply S.p.A.	12,7 x	11,7 x	10,7 x	15,6 x	14,1 x	12,8 x	23,5 x	21,2 x	19,2 x
Eurotech S.p.A.	9,4 x	5,9 x	5,8 x	n/a	8,2 x	11,5 x	n/a	11,6 x	9,3 x
Peer median	11,6 x	10,4 x	9,7 x	15,4 x	14,1 x	12,8 x	20,0 x	17,8 x	16,6 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.	9,8 x	10,0 x	9,6 x	11,4 x	11,2 x	10,5 x	14,5 x	15,2 x	14,1 x
Juniper Networks, Inc.	13,7 x	12,6 x	10,5 x	16,1 x	14,2 x	12,7 x	24,0 x	19,4 x	17,7 x
Accton Technology Corp.	15,2 x	13,4 x	11,7 x	19,5 x	14,5 x	11,5 x	25,9 x	20,7 x	17,5 x
Viavi Solutions Inc	9,3 x	7,1 x	5,4 x	12,5 x	8,7 x	7,8 x	25,2 x	17,0 x	15,3 x
HMS Networks AB	24,1 x	17,6 x	15,0 x	33,4 x	21,6 x	18,1 x	42,7 x	29,5 x	25,6 x
Spirent Communications plc	20,5 x	16,7 x	13,8 x	40,3 x	26,0 x	18,3 x	39,9 x	28,6 x	23,1 x
Peer Median	14,5 x	13,0 x	11,1 x	17,8 x	14,4 x	12,1 x	25,6 x	20,0 x	17,6 x

Source: *Infinancials*

TABLE 8 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY24E	FY25E	FY26E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	59,92	70,69	72,83
EV/EBIT	34,00	49,04	54,05
P/E	26,19	40,66	46,97
Enterprise Value post 25% discount			
EV/EBITDA	44,94	53,01	54,62
EV/EBIT	25,50	36,78	40,54
P/E	19,64	30,50	35,23
Equity Value			
EV/EBITDA	42,94	53,07	57,27
EV/EBIT	23,50	36,83	43,19
P/E	19,64	30,50	35,23
Average	28,70	40,13	45,23

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 € 38,0 mln.**

TABLE 9 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	39,0
Equity Value DCF (€/mln)	39,9
Equity Value multiples (€/mln)	38,0
Target Price (€)	5,70

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 39,0 mln. **Il target price è quindi di € 5,70 (prev. € 5,80). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 10 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	8,7 x	8,4 x	6,4 x	5,5 x
EV/EBIT	17,1 x	18,8 x	11,2 x	8,9 x
P/E	30,8 x	33,9 x	18,1 x	14,2 x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	3,3x	3,3x	2,5x	2,2x
EV/EBIT	6,7x	7,4x	4,4x	3,5x
P/E	12,2x	13,4x	7,2x	5,6x

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, Alessandro Elia Stringa and Alessia Di Florio 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
15/02/2024	3,20	Buy	5,80	Medium	Breaking News
11/04/2024	2,98	Buy	5,80	Medium	Update
25/07/2024	2,68	Buy	5,80	Medium	Breaking News
08/08/2024	2,44	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 SpA has formalized a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without

any consequent obligation of INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integræ SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integræ SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 20307/2018, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

Rating system (long term horizon: 12 months)

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the Upside Potential (increase in value or return that the investment could achieve based on the current price and a future target price set by the analysts), 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 upside potential may temporarily fall outside the proposed range.

Upside Potential (for different risk categories)			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	Upside $\geq$ 7.5%	Upside $\geq$ 10.0%	Upside $\geq$ 15.0%
HOLD	-5.0% < Upside < 7.5%	-5.0% < Upside < 10%	0% < Upside < 15.0%
SELL	Upside $\leq$ -5.0%	Upside $\leq$ -5.0%	Upside $\leq$ 0%
U.R.	Under Review		
N.R.	Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRÆ SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integræ SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies). The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

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

- It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of the Fos SpA;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Fos SpA;
- It plays, or has played in the last 12 months, the role of broker in charge of the share buyback activity of FOS SpA;
- In the IPO phase, Integræ SIM played the role of global coordinator.