

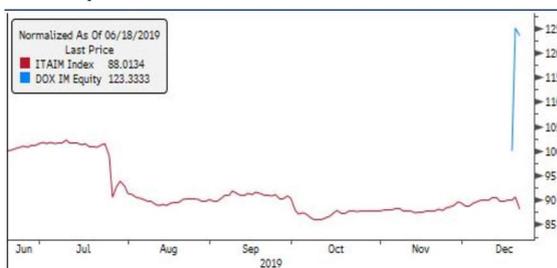
Data produzione: 20 dicembre 2019 ore 18:00

Data pubblicazione: 23 dicembre 2019 ore 7:00

<b>DOXEE</b>	<i>Italy</i>	<i>FTSE AIM Italia</i>	<i>ICT</i>
<b>Rating: BUY</b>	<b>Target Price: €6,30</b>	<b>Initiation of Coverage</b>	<b>Risk: Medium</b>

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	N/A
to MSCI World Index	N/A	N/A	N/A	N/A

### Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



### Stock Data

Price	€ 3,74
Target price	<b>€ 6,30</b>
Upside/(Downside) potential	<b>68,4%</b>
Bloomberg Code	DOX IM
Market Cap (€m)	€ 26,90
EV (€m)	<b>€ 29,23</b>
Free Float	<b>20,74%</b>
Share Outstanding	<b>7.191.500</b>
52-week high	€ 4,06
52-week low	€ 3,64
Average daily volumes (3m)	<b>n.m.</b>

### Company Overview

Doxee è un'azienda hi-tech, leader nei mercati del Customer Communications Management, del Paperless e della Digital Customer Experience. Doxee offre prodotti basati su un'unica piattaforma informatica proprietaria, la Doxee Platform. La Società detiene 2 brevetti per tecnologie sviluppate internamente, investe mediamente il 13% dei ricavi annui in R&D, ha ottenuto la certificazione come PMI innovativa e può beneficiare degli incentivi fiscali forniti dal D.L. 3/2015.

Doxee S.p.A., configurabile come Gruppo, detiene partecipazioni in: Doxee USA Inc. al 51%, Doxee Czech Praga al 100%, Doxee Slovak Bratislava al 100%.

Key Financials (€m)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
VoP	16,7	19,5	23,1	26,9
EBITDA	3,1	4,7	6,0	7,7
EBIT	1,0	2,1	3,1	4,8
Net Profit	0,6	1,3	2,2	3,4
EPS (€)	0,08	0,19	0,31	0,47
EBITDA margin	18,8%	23,8%	26,0%	28,7%
EBIT margin	6,2%	10,8%	13,4%	17,9%

### Market

Il mercato statunitense del CCM, stimato rappresentativo del 25% del mercato globale, si è attestato a ca. \$423,1 mln nel 2016. Entro il 2025, con un CAGR atteso dell'11%, si prevede che il mercato possa raggiungere \$1,1 mld. Il paperless (px) è un mercato considerato in crescita sia per una questione di compliance regolamentare, sia per i cambiamenti in atto nella gestione della documentazione. La Digital Customer Experience (ix) nel 2018 ha fatto registrare un volume d'affari globale pari a €25 mld.

Main Ratios	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
EV/EBITDA (x)	9,3	6,3	4,9	3,8
EV/EBIT (x)	28,2	13,9	9,4	6,1
P/E (x)	44,7	20,1	12,2	8,0

### Valuation Update

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Doxee 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 €45,5 mln. L'equity value utilizzando i market multiples risulta essere pari €45,1 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 45,3 mln. Il target price è di €6,30, 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 .....	4
1.3 Struttura del Gruppo .....	5
1.4 Key People.....	6
1.5 Premi e Riconoscimenti.....	7
1.6 Unique Selling Proposition.....	7
1.7 R&D e Brevetti.....	10
1.8 La rete commerciale.....	11
1.9 Partnership Strategiche.....	12
2. Clienti e Fornitori.....	12
2.1 I Clienti .....	12
2.2 I Fornitori.....	13
3. Mercato e Posizionamento Competitivo .....	14
3.1 Customer Communications Management Software (dx) .....	14
3.2 Paperless .....	16
3.3 Digital Customer Experience .....	17
3.4 SWOT Analysis.....	19
4. Economics & Financials .....	20
4.1 Driver di crescita .....	23
5. Valutazione .....	24
5.1 DCF Method .....	24
5.2 Market Multiples.....	25
5.3 Target price .....	27

## 1. Company Overview

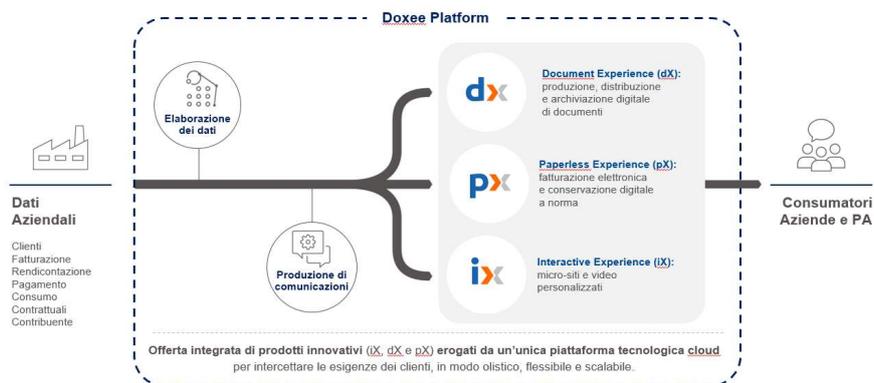
### 1.1 Company Activity

Doxee è un'azienda ICT leader nei mercati del *Customer Communications Management*, del *Paperless* e della *Digital Customer Experience*.

Doxee S.p.A., configurabile come Gruppo, detiene partecipazioni in:

- Doxee USA Inc. al 51% (il 49% è posseduto da Simest SpA)
- Doxee Czech Praga al 100%
- Doxee Slovak Bratislava al 100%.

**Chart 1 – Attività di Doxee**



Source: Doxee

Doxee presidia il mercato con tre linee di prodotto (**document experience**, **paperless experience** e **interactive experience**) erogati con tre modelli di business differenziati (SaaS, PaaS, e On Premise) utilizzando un'unica piattaforma tecnologica proprietaria, la *Doxee Platform*. La Società detiene 2 brevetti per tecnologie sviluppate internamente, dal 2005 investe il 13% dei ricavi annui in R&D e ha ottenuto la certificazione come PMI innovativa, beneficiando quindi degli incentivi forniti dal D.L. 3/2015.

Nel FY18A il Gruppo ha registrato un Valore della Produzione pari a €16,7 mln, con l'apporto di 90 risorse, il 70% dei ricavi derivanti da canoni ricorrenti e un *churn-rate* medio degli ultimi tre anni pari al 5%.

### Chart 2 – Equity Story



Source: Doxee

**2001:** viene costituita la Società, allo scopo di supportare il cliente nella comunicazione e archiviazione digitale.

**2005:** ha luogo l'acquisizione del ramo d'azienda GED da Data Service Technology SpA, con l'obiettivo di diminuire il profilo di rischio ampliando la base clienti mediante un'offerta di migrazione sul modello SaaS al fine di sviluppare i servizi di conservazione e fatturazione elettronica.

**2010:** inizia il processo di internazionalizzazione della Società, con l'apertura degli uffici a San José in California (Doxee US) e l'acquisizione del ramo d'azienda Print Soft CZ (ora *Doxee CZ s.r.o.* – Repubblica Ceca) e Print Soft SK (ora *Doxee SK s.r.o.* – Rep. Slovacca) da Poste Australiane.

**2015:** Viene lanciato il programma *Partner Network Doxee* e il modello di erogazione PaaS.

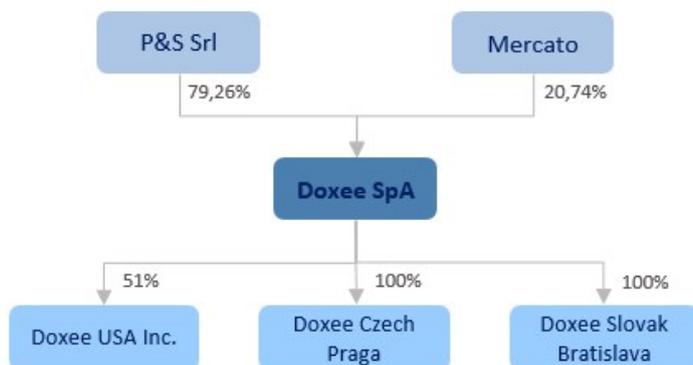
**2016:** Viene lanciata la linea di prodotto "*interactive experience*".

**2019:** Quotazione sul mercato AIM Italia

## 1.3 Struttura del Gruppo

Doxee S.p.A. è posseduta al 79,26% da P&S S.r.l., holding le cui quote sono detenute in pari misura da Paolo Cavicchioli e Sergio Muratori Casali, entrambi founder di Doxee e rispettivamente Presidente e Amministratore Delegato.

**Chart 3 – Shareholders and Group Structure**



Source: Doxee SpA

### 1.3.1 Doxee USA Inc. Fort Lauderdale (Florida)

L'azienda è stata costituita con l'obiettivo di avere un presidio di prossimità con i mercati del "LATAM" e Nord America. Doxee US ha avuto il compito di strutturare e supportare il programma partner *Doxee Partner Network*, su scala globale. In quest'ambito, fornisce supporto tecnico e in prevendita ai partner acquisiti globalmente e, assieme all'HQ Global in Modena, contribuisce a supportare le richieste di assistenza tecnica in continuità e copertura H24.

### 1.3.2 Doxee CZ Praga e Doxee SK Bratislava

Doxee CZ Praga e SK Bratislava sono state acquisite nell'ambito del processo di internazionalizzazione di Doxee con l'obiettivo di penetrare nel mercato Central Europe, proponendo i prodotti *Doxee Document Experience (dx)* basati su una logica *SaaS* (Software as a Service) e *On-Premise* in competizione con player e modelli CCM tradizionali, nei mercati *Telco*, *Utility* e *Media*.

Ad oggi l'attività si è focalizzata sulla commercializzazione del prodotto dx venduto principalmente in modalità SaaS.

La struttura organizzativa vede un Country Manager per i mercati della Repubblica Ceca e della Repubblica Slovacca, affiancato da una struttura di *pre-sales* e *technical support*, mentre la delivery dei progetti viene supportata dalla struttura di Gruppo.

## 1.4 Key People

### **Paolo Cavicchioli** – Presidente CdA e Founder

Laureato in Ingegneria Informatica presso l'Università di Modena e Reggio Emilia, dal 1996 al 2001 ricopre il ruolo di Chief Operating Officer presso una società leader nel settore della tipografia e della stampa industriale. Nel 2001 fonda Ebellling SpA, che nel 2012 cambia nome in Doxee SpA, insieme a Sergio Muratori Casali. Dal 2011 ad oggi ricopre diversi ruoli istituzionali, tra cui è membro del Consiglio Tenico e Scientifico dell'Istituto Tecnico E. Fermi di Modena, membro del CdA dell'Università di Modena e Reggio Emilia, membro del Consiglio Direttivo di Confindustria di Modena, di Confindustria Digitale Regionale e della Commissione Università Imprese.

### **Sergio Muratori Casali** – Amministratore Delegato e Founder

Laureato in Economia presso l'Università di Modena e Reggio Emilia, inizia la sua carriera ricoprendo vari ruoli nei reparti vendite e marketing di un'azienda leader nel settore della tipografia e della stampa industriale, diventandone poi, Chief Commercial Officer della Divisione Servizi. Nel 2001 fonda Ebellling SpA, insieme a Paolo Cavicchioli, e ne diventa il leader strategico, guidando la Società verso l'espansione in nuovi mercati.

### **Guido Spagnoli** – Direttore Amministrativo e Finanziario

Laureato in Economia e Commercio presso l'Università di Bologna, dal settembre 1996 al 2011 ricopre i ruoli di Responsabile Finanza e Controllo, Finance Manager e Group Financial Controller presso importanti ruoli della realtà ICT (Sysdata e Think3). Dal 2011 ricopre il ruolo di CFO presso Doxee SpA, acquisendo esperienza diretta in procedure per la quotazione in Borsa e operazioni di finanza straordinaria.

### **Enrico Celotto** – Direttore Marketing, Global

Laureato presso l'Università di Napoli in Scienze Politiche, nel 2006 consegue un Master in Comunicazione e Marketing per il Web e i nuovi Media, presso la Business School Ateneo Impresa. Dal 2006 ricopre diversi ruoli nell'area Marketing e Digital in differenti realtà multinazionali nei settori Telco, Cloud, E-commerce, AI ed E-learning. Nel 2018 entra in Doxee come Global Marketing Director, occupandosi principalmente di CRM, Marketing Automation e dell'implementazioni di programmi di marketing online e offline.

### **Robert Dosen** – Direttore Prodotto e Tecnologia

Cloud evangelist e appassionato di tecnologia, fa parte del team da 10 anni, ricoprendo diversi ruoli con crescente responsabilità nelle aree tecniche. Oggi guida la gestione dei team agile di sviluppo e guida l'innovazione tecnologica nel contesto stimolante e pieno di sfide di Doxee. Vanta una profonda esperienza in ambito architetture IT, sicurezza, networking e sistemi operativi. Ha ottenuto nel tempo numerose certificazioni in ambito tecnologico.

### **Andrea Rampoldi** – Direttore Operazioni

Acquisisce competenze legate al mercato generato dalla Cloud Revolution, anche tramite il Master CIO Campus. Dal 1999 al 2013 ricopre diversi ruoli in importanti società di comunicazione e del settore delle telecomunicazioni, come Vodafone. Dal settembre 2013 lavora in Doxee, inizialmente nell'area Demand, poi come responsabile del Service Desk e infine nel ruolo di Director.

## 1.5 Premi e Riconoscimenti

Nel corso degli ultimi anni, il Gruppo ha ricevuto numerosi premi e riconoscimenti. In particolare, la Società è stata riconosciuta come innovatrice da:

- **Gartner:** nella pubblicazione del 2017, Gartner analizza le società operanti nel mercato del CCM, classificandole nel c.d. “*Magic Quadrant for Customer Communications Management Software*”, sulla base dell’abilità di esecuzione del *software* e della completezza della visione in un’ottica di potenziale a lungo termine. All’interno di tale matrice, Doxee si posiziona come un “*niche player*”, ovvero come un operatore caratterizzato da un’ampia offerta di servizi di CCM, ma con una base clienti non troppo allargata. In tale circostanza, Gartner riconosce a Doxee un ruolo di pioniere nei servizi CCM in cloud.
- **Forrester:** nella pubblicazione del 2019, Doxee viene citata come uno dei pochi *player* attivi nel mercato globale dei “video personalizzati”, considerato tecnologia “*To invest in*”, in quanto caratterizzato da bassa maturità e alto valore del mercato. Forrester ha citato inoltre Doxee come *player* di riferimento del mercato CCM globale, grazie alla tecnologia cloud e alle componenti di forte personalizzazione.
- **Aspire:** Secondo la *Aspire-Leaderboard*, Doxee è posizionata in prossimità di *vendor* molto noti nel settore, quali OpenText, Pitney Bowes, Quadient ed Elixir, proprio per l’ampiezza funzionale della piattaforma proprietaria, la scalabilità delle prestazioni e la capacità di integrare la produzione documentale con i prodotti digitali interattivi.

## 1.6 Unique Selling Proposition

*Doxee Platform* è una piattaforma *cloud* proprietaria che consente l’acquisizione di diverse categorie di dati aziendali di larghe *customer base* (dati relativi ai clienti, alla fatturazione, alla rendicontazione, dati di pagamento, di consumo, ecc) e la loro elaborazione attraverso algoritmi complessi e successiva trasformazione in comunicazioni personalizzate, allo scopo di fornire un’offerta integrata di prodotti innovativi nelle tre linee *ix*, *dx* e *px* per intercettare le esigenze dei clienti in modo completo, flessibile e scalabile.

Chart 4 – Unique Selling Proposition



Source: Doxee

Tale *unique selling proposition* risponde a tre esigenze principali:

- **Costruzione di esperienze personalizzate:** ogni dato raccolto viene valorizzato e sfruttato al fine di produrre comunicazioni multicanali e video personalizzati

in base alle esigenze del destinatario, in quanto l'interazione con lo stesso permette una migliore conoscenza delle abitudini di acquisto, consumo e preferenze degli utenti finali;

- Possibilità di disporre di un prodotto interoperabile tramite *API Platform*, per essere integrato con i principali *system of records* (ad es. ERP) e garantire compatibilità e conformità agli standard del sistema Paese (ad es. Fatturazione Elettronica);
- Architettura dei prodotti *cloud* nativa con il vantaggio di essere scalabile, senza necessità di particolari *capex* da parte dei clienti, in grado di fornire un *time-to-market* accelerato, in modo da rispondere alle esigenze dei vari business.

### 1.6.1 Linee di prodotto

Le tre linee di prodotto sono:

1. **document experience (dx)**: è la linea di prodotti di Doxee rivolta ad aziende che desiderano digitalizzare i propri processi di produzione, consegna e archiviazione documentale (es. fatturazione, solleciti e CRM di telco, media, utilities, comunicazioni bancarie e assicurative).
2. **paperless experience (px)**: è la linea di prodotti di Doxee rivolta ad aziende che desiderano digitalizzare i propri processi documentali, in particolare per la gestione della fatturazione elettronica attiva e passiva, della conservazione digitale a norma e dell'ordine elettronico.
3. **interactive experience (ix)**: è la linea di prodotti dedicata alle aziende e alle Pubbliche Amministrazioni che vogliono costruire relazioni digitali interattive verso ciascun cliente e cittadino caratterizzate da alto livello di personalizzazione e bidirezionalità. Nata dall'esperienza Doxee nella gestione dei dati, la linea di prodotti ix utilizza la potenza di *Doxee Pvideo*<sup>®</sup> (video personalizzato) e *Doxee Pweb*<sup>®</sup> (microsito web interattivo) per supportare ogni passo del *customer journey*. La tecnologia di **Pvideo** è brevettata e combina capacità di elaborazione dati, HTML5, Text-to-Speech, per realizzare il video direttamente sul dispositivo di destinazione partendo dai dati del singolo cliente e riducendo drasticamente velocità di caricamento per l'utilizzatore finale, costi di erogazione e tempi di realizzazione rispetto alla concorrenza.

### 1.6.2 Modalità di erogazione dei prodotti

I tre prodotti sono erogati in tre differenti modalità:

1. **SaaS**: il modello *Software-as-a-Service* consiste nell'erogazione del prodotto come servizio standard *in cloud*. I clienti pagano una sottoscrizione fissa e una *fee* variabile in base all'uso;
2. **PaaS**: il modello *Platform-as-a-Service* consiste nell'erogazione del prodotto come Piattaforma *software in cloud* utilizzata dalle aziende come base per la realizzazione e erogazione di servizi SaaS. I clienti pagano una sottoscrizione fissa e una *fee* variabile in base all'uso;
3. **On-Premise**: il modello consiste nella cessione dei diritti di utilizzo delle tecnologie Doxee in licenza. I clienti pagano in proporzione alle funzionalità attivate sul prodotto fornito e in base alla capacità della piattaforma.

### Chart 5 – Linee di ricavo



Source: Doxee

A livello di **linee di ricavo**, Doxee fattura principalmente vendendo in modalità **SaaS circa il 90% dei ricavi (70% ricorrenti)** e la restante parte per le modalità **PaaS e On-Premise**.

### Doxee Platform

La Doxee Platform è l'Asset più importante di Doxee. Una piattaforma proprietaria con cui vengono erogati le tre linee di prodotto (dx, px, ix) in grado di trasformare i dati in comunicazioni personalizzate e di inviarle in logica multicanale sulla base di processi data driven. Essa infatti, mediante la modellazione visuale dei dati e del processo insieme al disegno grafico delle comunicazioni si configura come:

- Console di gestione del processo: produzione automatica e distribuzione delle comunicazioni;
- Console di accesso al documentale: archiviazione documentale e conservazione digitale a norma;
- Console di monitoraggio e *analytics*: con analisi e monitoraggio di tutti i dati raccolti.

Le principali caratteristiche del *software* sono:

### Chart 6 – Architettura software



Source: Doxee

Ne risulta quindi una piattaforma di prodotti *cloud* interoperabili e combinabili tra loro, che definisce in modo standard tutte le funzionalità comuni, con l'eventuale aggiunta di funzionalità ad applicazioni esistenti in tempi molto rapidi.

Le linee di prodotto Doxee (dx, px, ix) sono basate quindi su un'unica piattaforma che definisce in modo standard tutte le funzionalità comuni. Ciò consente di perseguire un'attività sinergica sulla produzione, monitoraggio e supporto volti al contenimento dei costi, non a discapito della qualità.

La trasformazione in *cloud* abilitata dai prodotti Doxee consiste nel trasferire *software* tradizionalmente gestiti su infrastrutture proprie, su infrastrutture *cloud* più performanti e con modelli di costo variabile. Inoltre, invece di essere trasferiti, alcuni *software* vengono completamente dismessi e sostituiti con servizi gestiti in cui il server provider si fa carico direttamente della gestione dell'infrastruttura, degli aggiornamenti software e della sicurezza, riducendone sensibilmente i costi di gestione.

## 1.7 R&D e Brevetti

Da sempre Doxee si è caratterizzata per l'offerta ad alto valore innovativo per la *Digital Customer Experience*, con oltre 18 anni di *expertise e know-how* nello studio, progettazione e sviluppo delle migliori tecnologie al servizio dei processi di comunicazione nel mercato *enterprise*.

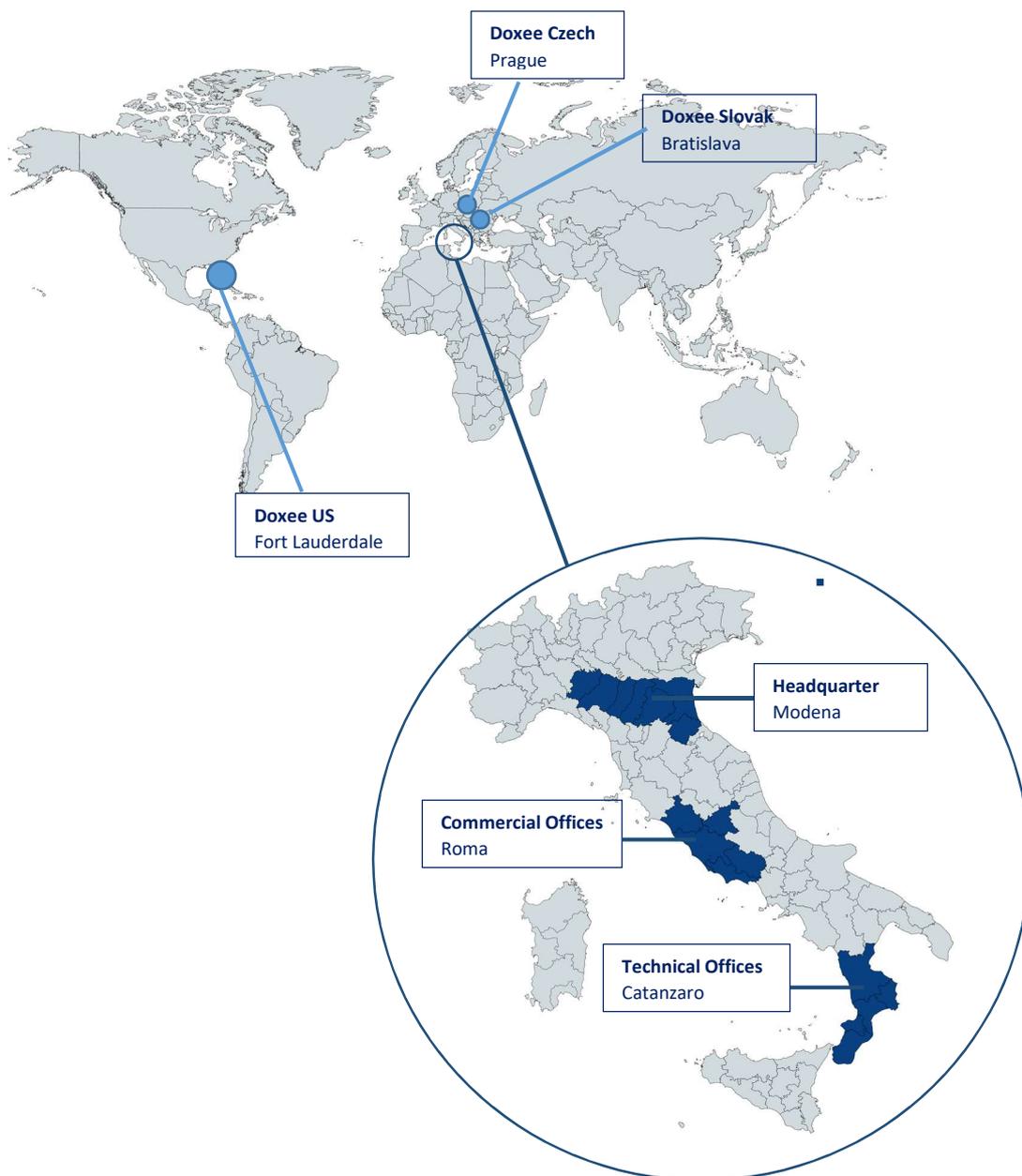
Dal 2005 la Società ha mediamente investito il 13% dei ricavi annui in progetti di Ricerca e Sviluppo. A conferma dell'ingente impegno in tali attività, a partire dal 2016 sono stati depositati diversi diritti di proprietà intellettuale. In particolare:

- Sistema e metodo per la generazione di contenuti audiovisivi digitali personalizzati con sintesi vocale: ottenuta la certificazione italiana nel 2019;
- Sistema e metodo per la riproduzione di contenuti audiovisivi digitali comprendenti almeno un'animazione: ottenuta la certificazione italiana nel 2019;
- Sistema e metodo per la generazione di contenuti audiovisivi digitali personalizzati con componente vocale umana preregistrata: depositato nel 2018 in Italia, e nel 2019 in Europa (in attesa di approvazione).

Si evidenzia poi:

- Certificazione ISO/IEC 27001:2013: "progettazione, fornitura, installazione, sviluppo ed implementazione di soluzioni ed erogazione di servizi gestiti in modalità SaaS e PaaS in ambito *Customer Communications Management, Customer Experience Management, Fatturazione Elettronica, Conservazione Digitale a Norma e Conservazione a Lungo Termine*" con estensioni ISO/IEC 27017 e ISO/IEC 27018 (Information technology — Security techniques).
- Accreditamento AgID: accreditamento a svolgere la conservazione dei documenti informatici di cui all'art. 44-bis comma 1 del d. lgs. 82/2005 e s.m.i. e iscrizione nell'elenco dei conservatori accreditati di cui all'art.1 della Circolare AgID 65/2014;
- Qualificazione e qualificazione di Doxee Pvideo® da parte di AgID nel catalogo prodotti Cloud SaaS certificati per la Pubblica Amministrazione (Circolari AgID n. 2 e n.3 del 9 aprile 2018).

**Chart 7 – Commercial Network**



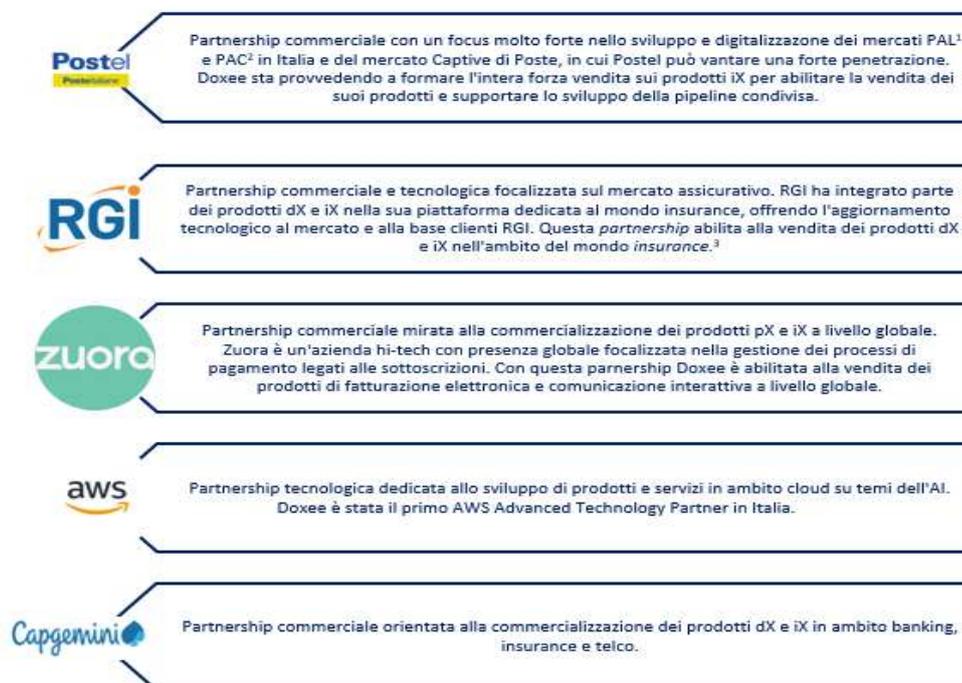
Source: Doxee

La rete di vendita italiana di Doxee è composta da 8 *Sales Executive* ed è organizzata secondo una divisione per territorio e segmenti verticali (ca. 150) tra *Utility, Telco & Media, Banking & Insurance, Travel & Leisure, Manufacturing e Pubblica Amministrazione*.

Le principali aree geografiche servite sono: Centro Sud e Isole, Nord Ovest, Centro Nord, Nord Est. In Italia, uno stesso *Sales Executive* può ricoprire più aree geografiche. Inoltre, 3 addetti *Sales* compongono il canale indiretto italiano e internazionale.

## 1.9 Partnership Strategiche

Nel corso degli anni, Doxee ha avviato una serie di partnership commerciali e tecnologiche:



<sup>1</sup>Pubblica Amministrazione Locale

<sup>2</sup>Pubblica Amministrazione Centrale

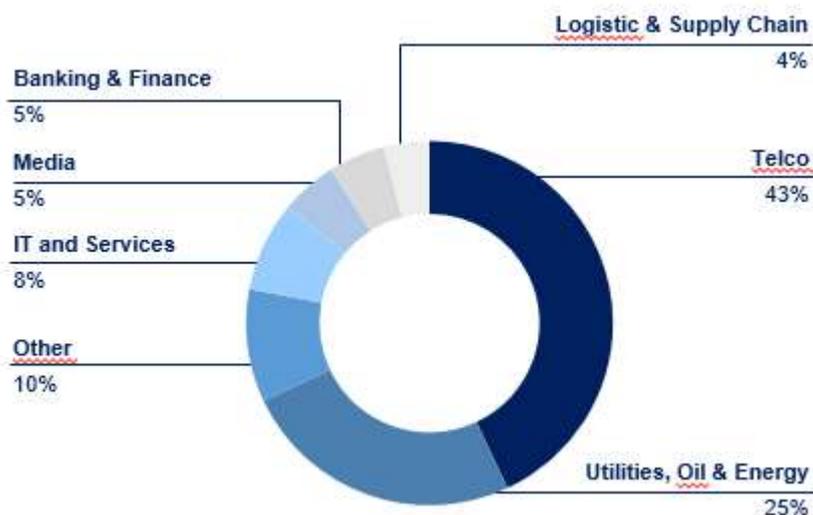
<sup>3</sup>Accordo in fase di signing

## 2. Clienti e Fornitori

### 2.1 I Clienti

Doxee opera con più di 200 aziende *enterprise, su scale globale* e ha raggiunto una quota di mercato considerevole in settori come Utility, Telco e Media.

**Chart 8 – Client Industries – Consolidated revenues FY18A**



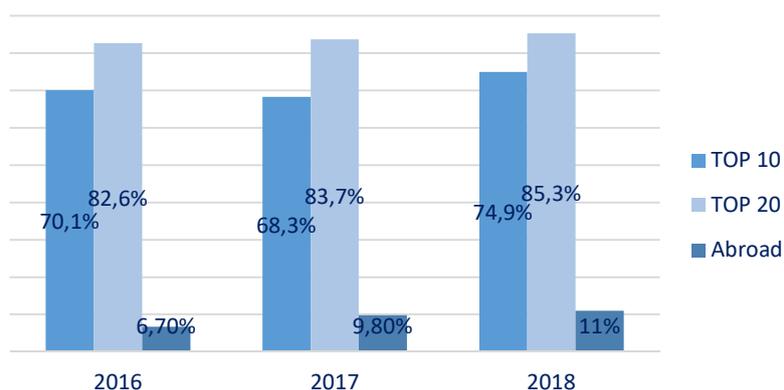
Source: Doxee

Il 43% (ca. €5,9 mln) del fatturato complessivo FY18A è realizzato con clienti del settore *Telco*, seguiti dal 25% (ca. €3,5 mln) rappresentato dalle *Utilities*; le quote restanti sono molto frammentate all'interno degli altri settori.

L'ingresso in nuovi mercati, tra cui *Public Sector* e *Healthcare*, entrambi in forte crescita, è stato facilitato dalla linea di prodotto ix.

Il fatturato estero incide per il 11% sul totale, dato in crescita nell'ultimo triennio.

**Chart 9 – Main Doxee S.p.A. Clients**



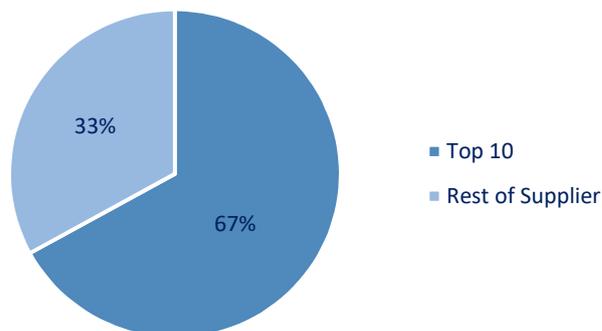
Source: Doxee

## 2.2 I Fornitori

Considerando i primi dieci fornitori nel 2018, non vi sono evidenze di casi di *lock-in* e/o particolare dipendenza strategica da un singolo fornitore, anche se più del 50% degli acquisti viene effettuato con i primi due fornitori.

Considerando il totale dei costi per servizi, la dipendenza dai primi 10 fornitori è pari al 67%, con il primo fornitore e il secondo fornitore con un'incidenza rispettivamente pari al 25% e 12%.

**Chart 10 – Top 10 Suppliers (FY18A)**



Source: Doxee

### 3. Mercato e Posizionamento Competitivo

#### 3.1 Customer Communications Management Software (dx)

Il *Customer Communications Management Software* (CCM) è il mercato di riferimento per la **dx**, quindi produzione distribuzione e archiviazione digitale di documenti. Esso si focalizza sulla composizione, personalizzazione e distribuzione di comunicazioni tra le aziende e i propri clienti, *prospect* e *partner*, quindi è utilizzato principalmente dalle organizzazioni per comunicare con i propri clienti.

Il segmento *software* di tale mercato si apre ad un modello di comunicazione più dinamico e interattivo, le sue applicazioni ad oggi infatti creano comunicazioni personalizzate e *on-demand* attraverso una molteplicità di canali (*Mobile, Social, Chat*), promuovendo una relazione istantanea con i clienti nelle fasi di promozione e vendita di prodotti e servizi.

Il mercato statunitense del CCM, stimato rappresentativo del 25% del mercato globale, si è attestato a ca. \$423,1 mln nel 2016. Entro il 2025, con un CAGR atteso dell'11%, si prevede che il mercato possa raggiungere \$1,1 mld.

Sulla base delle proiezioni del mercato statunitense e nell'ipotesi di una crescita costante, si stima che il mercato mondiale possa sfiorare i \$4,0 mld entro il 2025.

##### 3.1.1. Drivers e Trend Futuri

Nel mercato del CCM, sono considerati ad alto potenziale di sviluppo futuro:

- *Empowerment* degli utenti aziendali: diversi *tasks* (design dei *template*, creazione di documenti complessi) possono essere realizzati direttamente dai dipendenti mediante interfaccia utente progettate ad-hoc per i non esperti;
- Comunicazione *inbound*: l'acquisizione di dati da formati elettronici, SMS, email sono alcune delle funzionalità di gestione della risposta offerte per le comunicazioni *inbound*. Alcuni *player* hanno integrato tali dati con quelli delle comunicazioni in uscita;
- Integrazione con i sistemi di *core processing*: la raccolta di dati *real-time* nel momento in cui si genera la comunicazione è supportata dall'utilizzo di servizi web che consentono la consegna ad altri canali;
- Tecnologia *cloud*: nei settori come *Utility, Manufacturing* e *Telco* l'adozione di tali tecnologie è già avvenuta. In fase di adattamento sono i settori regolamentati, quali *healthcare, insurance, financial services* e *government*;
- Video personalizzati: recentemente diventata parte integrante delle soluzioni aziendali, anche a seguito dei cospicui investimenti destinati.

##### 3.1.2. Posizionamento Competitivo

Secondo una ricerca di *Forrester*, "Now Tech: Customer Communication Management, Q1 2019", gli operatori del mercato CCM sono segmentati in base alla loro dimensione.

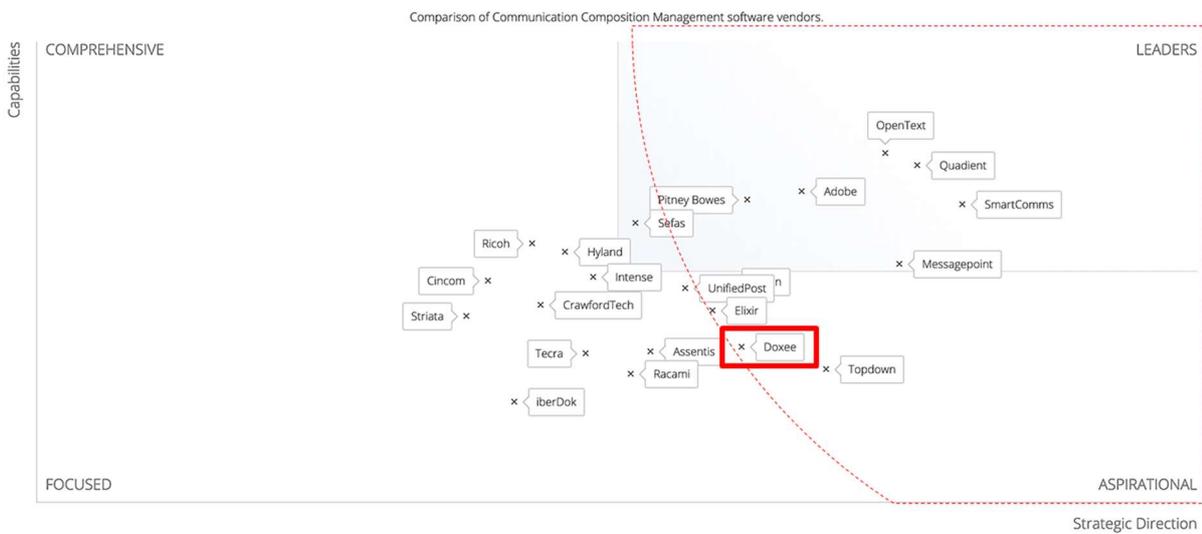
Gli operatori di maggiori dimensioni (OpenText, Quadient, ecc) sono organizzazioni focalizzate sulla vendita di tecnologie per l'elaborazione di documenti, e, in Italia, sono rappresentate da aziende operanti nel mondo digitale e nella fornitura di servizi alle imprese di medio-grande dimensione.

Gli operatori di media dimensione sono tipicamente concentrati su casi d'uso o mercati specifici in cui hanno costruito particolare esperienza.

Gli operatori minori, tra cui ritroviamo Doxee, sono noti per la forte presenza e competenza territoriale e sono più adatti per l'implementazione di casi d'uso innovativi in quanto generalmente forniti di strutture di sviluppo più flessibili per interpretare i requisiti in rapido mutamento.

Secondo la *Aspire-Leaderboard*, Doxee è posizionata in prossimità di *vendor* molto noti nel settore, quali OpenText, Pitney Bowes, Quadient ed Elixir, proprio per l'ampiezza funzionale della piattaforma proprietaria, la scalabilità delle prestazioni e la capacità di integrare la produzione documentale con i prodotti digitali interattivi.

**Chart 11 – Aspire Leaderboard**



Source: Aspire Leaderboard 2019

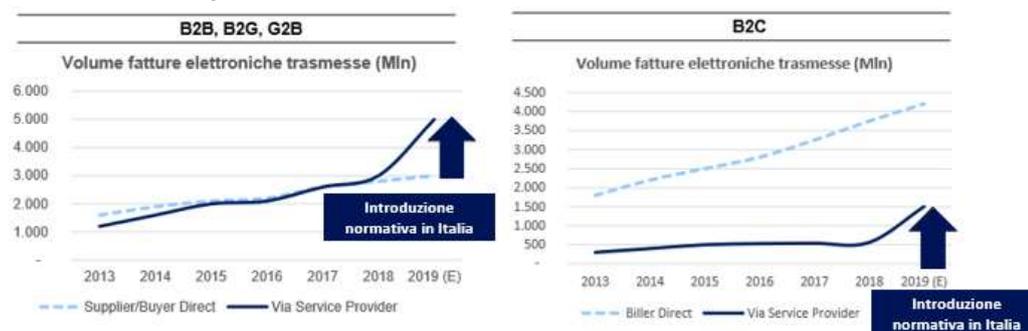
### 3.2 Paperless

Il *Paperless* è il mercato di riferimento per la linea di prodotti **px** o **paperless experience**, ossia della fatturazione elettronica e conservazione a norma, mercato considerato in crescita sia per una questione di *compliance* regolamentare, sia per i cambiamenti in atto nella gestione della documentazione.

Alcune direttive UE in corso, infatti, tenderanno ad imporre a oltre 300.000 amministrazioni pubbliche di essere “*e-invoicing and e-procurement ready*” al più tardi entro il 2020.

Italia, Belgio e Paesi Scandinavi sono i più all’avanguardia nel segmento B2G, con oltre il 40% delle fatture che viene emesso in maniera elettronica.

**Chart 12 – Industry Trends**



Source: Billentis 2019

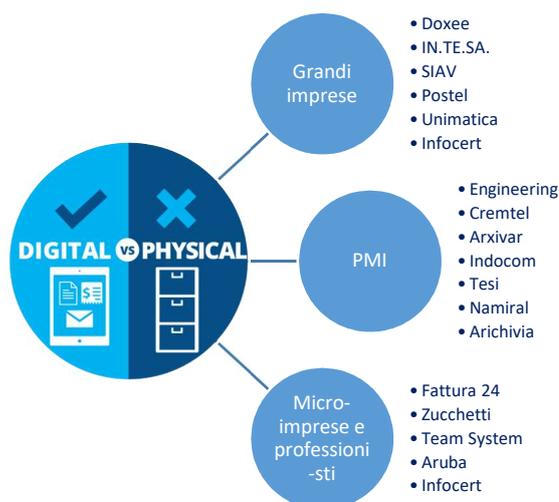
I settori *Business & Government* risultano molto sviluppati in termini di volumi assoluti di fatturazione, con un trend in costante aumento tra il 2013 e il 2018, per entrambi i canali di fatturazione. Nel 2019 si prevede un netto superamento della fatturazione elettronica rispetto ai canali tradizionali, con un incremento esponenziale dei volumi.

Il settore *Consumer* presente un ordine di grandezza di gran lunga inferiore in termini di volumi assoluti di fatturazione, con una netta preferenza per i canali tradizionali rispetto alla fatturazione elettronica. In tale segmento quindi le opportunità di crescita potrebbero risultare superiori per le aziende che vi operano, dal momento che i margini di manovra per sfruttare l’incremento esponenziale previsto risultano molto ampi.

#### 3.1.3. Posizionamento Competitivo

In Italia, le aziende operanti nel mercato *paperless* vengono suddivise sulla base dei clienti serviti. In particolare, Doxee è ricompresa tra quelle che si rivolgono alle grandi imprese, categoria in cui ritroviamo IN.TE.SA., SIAV, Postel, Unimatica.

**Chart 13 – Posizionamento competitivo**



Source: elaborazioni Integrae SIM

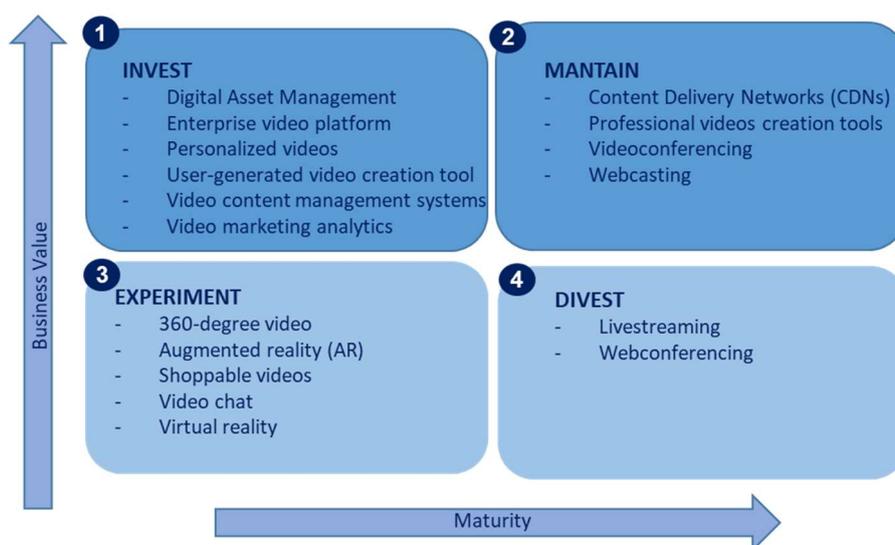
### 3.3 Digital Customer Experience

Il *Digital Customer Experience* è il mercato di riferimento della linea di prodotti ix o interactive experience, che ricomprende i segmenti: *Personalized Videos, Digital Marketing, Online ADV, Technology e Professional Services*, che nel 2018 hanno fatto registrare un volume d'affari pari a €25 mld.

Per quanto riguarda l'Italia, il mercato del *video marketing* risulta in forte crescita (nel 2018 +14% medio YoY). Si stima che entro il 2023 possa raggiungere i €4,4 mld, con un CAGR 18-23F dell'8%.

In particolare il mercato del Video dedicato all'enterprise è stato recentemente analizzato, da Forrester.

**Chart 14 – ix Technologies General Map**



Source: *The Forrester Tech Tide™: Video Technologies, For Customer And Employee Experience, Q1 2019*

Secondo *“Video Technologies, For Customer And Employee Experience, Q1 2019”* da *The Forrester Tech Tide*, i video personalizzati rientrano nelle tecnologie in cui investire, in quanto ad alto potenziale di crescita perché non ancora mature, ma che possono produrre elevati ritorni per il business

### 3.3.1 Posizionamento Competitivo

I prodotti della linea **ix** (video personalizzati e altri strumenti di *digital marketing* diretto) rientrano nel più ampio contesto della *Digital Experience*. In quest'ambito, Forrester classifica tre tipologie di *player*:

- Fornitori di servizi di tecnologia: *player* con radici tecnologiche, con esperienza nel settore, buona comprensione delle strategie e delle sue applicazioni tecnologiche. Sono ad esempio consulenti, sviluppatori di sistema e di siti web e *mobile*, che sviluppano legami forti con dirigenti C-level;
- Fornitori di servizi marketing: *player* con radici di marketing, ristrutturati ma ancora con carenza di tecnologia e rigore nell'implementazione, i cui clienti cercano concetti creativi e innovativi a fini pubblicitari, limitando gli investimenti in tecnologia;
- Fornitori di servizi di *business*: *player* come consulenti di *business* o di *management*, molto utili per ridefinire la strategia. Hanno acquisito aziende creative, di ricerca sui clienti, di design e di sviluppo.

Doxee, in questo contesto, si posiziona tra i fornitori di servizi di tecnologia ed è stata inclusa assieme a Sunday Sky, Idomoo e altri come *player* di riferimento in questo settore.

### 3.4 SWOT Analysis

#### Strengths:

- Qualità del prodotto e dell'azienda riconosciuta a livello nazionale e come *player* internazionale su **ix** e **dx**;
- Numerosi premi e riconoscimenti ottenuti da istituti TIER1;
- Brevetti che permettono di godere di strumenti unici ed esclusivi;
- Consolidata esperienza decennale e forte *know-how*;
- Forte presenza e competenza sul territorio;
- Flessibilità operativa e capacità di *execution* misurabile dai clienti;
- Capacità di gestire la crescita in un mercato in forte sviluppo;
- Ampiezza funzionale della piattaforma, scalabilità prestazionale e capacità di integrare la produzione documentale con prodotti digitali interattivi, video personalizzato e *paperless*;
- Crescente presenza internazionale;
- Clienti *enterprise* che consentono di ridurre significativamente l'ammontare di crediti insoluti/deteriorati;
- *Partnership* strategiche che permettono di ottenere significativi ritorni in termini economico-finanziari e di immagine.

#### Weaknesses:

- Dimensione ancora nazionale;
- Rete commerciale estera ancora da sviluppare;
- Capacità produttiva sotto utilizzata;
- Forte dipendenza da un cliente, anche se decrescente negli ultimi anni
- Le *big enterprises* generalmente hanno *iter* molto lunghi per evadere le commesse.

#### Opportunities:

- Mercato globale in forte crescita;
- *Leadership* italiana scalabile in Europa;
- Possibilità di M&A per integrazioni orizzontali e verticali;
- Modello di business velocemente scalabile;
- Possibile espansione del *business*;
- Approccio idoneo per casi d'uso innovativi, in quanto godono di strutture di sviluppo più flessibili, rispetto ai grandi *player*, per interpretare requisiti in rapido mutamento, modificando il proprio *asset* più velocemente;
- Mercato **ix** molto *appealing* e funzionale a più applicazioni.

#### Threats:

- Possibile target di acquisizione da *player* internazionali in fase di crescita;
- Potenziale difficoltà nell'evoluzione in operatore su scala globale;
- Pressioni competitive da *player* più grandi e differenziati nel mercato della **dx**.

## 4. Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Sales	11,05	13,74	15,80	19,80	23,50	27,90
Other Revenues	2,96	3,01	3,70	3,30	3,35	3,80
<b>Value of Production</b>	<b>14,01</b>	<b>16,75</b>	<b>19,50</b>	<b>23,10</b>	<b>26,85</b>	<b>31,70</b>
COGS	0,31	0,29	0,30	0,30	0,35	0,40
Use of Asset owned by Others	0,37	0,38	0,45	0,60	0,75	0,90
Services	6,82	7,58	8,00	9,00	10,00	11,50
Employees	4,79	5,07	5,75	6,80	7,60	8,50
Other Operating Expenses	0,28	0,28	0,35	0,40	0,45	0,50
<b>EBITDA</b>	<b>1,44</b>	<b>3,14</b>	<b>4,65</b>	<b>6,00</b>	<b>7,70</b>	<b>9,90</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>10,3%</i>	<i>18,8%</i>	<i>23,8%</i>	<i>26,0%</i>	<i>28,7%</i>	<i>31,2%</i>
Provisions	0,00	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00
D&A	1,86	2,08	2,55	2,90	2,90	2,80
<b>EBIT</b>	<b>(0,42)</b>	<b>1,04</b>	<b>2,10</b>	<b>3,10</b>	<b>4,80</b>	<b>7,10</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>-3,0%</i>	<i>6,2%</i>	<i>10,8%</i>	<i>13,4%</i>	<i>17,9%</i>	<i>22,4%</i>
Financial Management	1,38	(0,02)	(0,02)	(0,05)	(0,04)	(0,01)
Extraordinary Management	(0,07)	(0,02)	(0,09)	(0,09)	(0,09)	(0,09)
<b>EBT</b>	<b>0,89</b>	<b>1,00</b>	<b>1,99</b>	<b>2,96</b>	<b>4,67</b>	<b>7,00</b>
Taxes	0,12	0,40	0,65	0,75	1,30	2,20
<b>Net Income</b>	<b>0,77</b>	<b>0,60</b>	<b>1,34</b>	<b>2,21</b>	<b>3,37</b>	<b>4,80</b>

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
<b>Fixed Asset</b>	<b>7,00</b>	<b>7,37</b>	<b>7,65</b>	<b>7,20</b>	<b>7,05</b>	<b>7,30</b>
Account receivable	5,42	6,44	7,10	8,50	9,80	11,30
Account payable	4,02	4,55	4,80	4,90	4,50	4,80
<b>Operating Working Capital</b>	<b>1,40</b>	<b>1,89</b>	<b>2,30</b>	<b>3,60</b>	<b>5,30</b>	<b>6,50</b>
Other Receivable	1,04	1,39	1,45	2,00	2,80	3,50
Other Payable	1,59	1,91	2,05	2,80	3,20	3,70
<b>Net Working Capital</b>	<b>0,85</b>	<b>1,37</b>	<b>1,70</b>	<b>2,80</b>	<b>4,90</b>	<b>6,30</b>
Severance Indemnities & Provision	1,24	1,00	1,10	1,30	1,50	1,70
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>6,61</b>	<b>7,75</b>	<b>8,25</b>	<b>8,70</b>	<b>10,45</b>	<b>11,90</b>
Share Capital	1,00	1,00	1,60	1,60	1,60	1,60
Reserves and Retained Profits	(1,76)	(1,18)	2,98	4,32	6,53	9,89
Net Profit	0,77	0,60	1,34	2,21	3,37	4,80
<b>Equity</b>	<b>0,01</b>	<b>0,43</b>	<b>5,92</b>	<b>8,13</b>	<b>11,49</b>	<b>16,29</b>
Cash and Cash Equivalent	0,34	0,54	4,57	4,73	4,64	6,09
Short-Term Financial debt	2,90	4,54	3,00	2,60	2,00	1,00
ML Term Financial Debt	4,04	3,32	3,90	2,70	1,60	0,70
<b>Net Financial Position</b>	<b>6,60</b>	<b>7,32</b>	<b>2,33</b>	<b>0,57</b>	<b>(1,04)</b>	<b>(4,39)</b>
<b>TOTAL SOURCES</b>	<b>6,61</b>	<b>7,75</b>	<b>8,25</b>	<b>8,70</b>	<b>10,45</b>	<b>11,90</b>

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
<b>EBIT</b>	<b>1,04</b>	<b>2,10</b>	<b>3,10</b>	<b>4,80</b>	<b>7,10</b>
Taxes	0,40	0,65	0,75	1,30	2,20
<b>NOPAT</b>	<b>0,64</b>	<b>1,45</b>	<b>2,35</b>	<b>3,50</b>	<b>4,90</b>
D&A	2,08	2,55	2,90	2,90	2,80
Change in receivable	(1,02)	(0,66)	(1,40)	(1,30)	(1,50)
Change in payable	0,53	0,25	0,10	(0,40)	0,30
Other Changes	(0,02)	0,07	0,20	(0,40)	(0,20)
<b>Change in NWC</b>	<b>(0,52)</b>	<b>(0,33)</b>	<b>(1,10)</b>	<b>(2,10)</b>	<b>(1,40)</b>
Change in Provision	(0,24)	0,10	0,20	0,20	0,20
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>1,95</b>	<b>3,77</b>	<b>4,35</b>	<b>4,50</b>	<b>6,50</b>
Investments	(2,45)	(2,83)	(2,45)	(2,75)	(3,05)
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>(0,50)</b>	<b>0,95</b>	<b>1,90</b>	<b>1,75</b>	<b>3,45</b>
Financial Management	(0,02)	(0,02)	(0,05)	(0,04)	(0,01)
Extraordinary Management	(0,02)	(0,09)	(0,09)	(0,09)	(0,09)
Change in Payable to Banks	0,93	(0,97)	(1,60)	(1,70)	(1,90)
Change in Equity	(0,19)	4,15	0,00	0,00	0,00
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)</b>	<b>0,20</b>	<b>4,02</b>	<b>0,16</b>	<b>(0,08)</b>	<b>1,45</b>

N.B.: non sono stati inclusi i costi sostenuti per il processo di IPO.

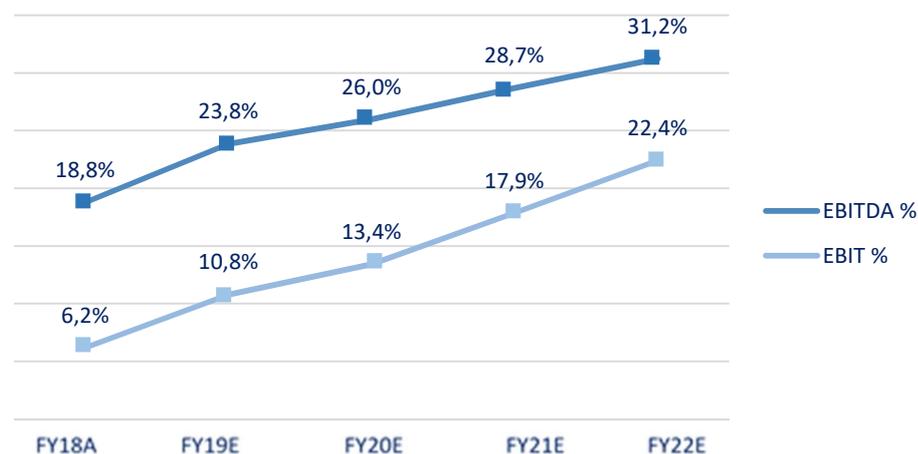
Source: Doxee e elaborazioni Integrae SIM

**Chart 15 – VoP 19E-22E Trend**



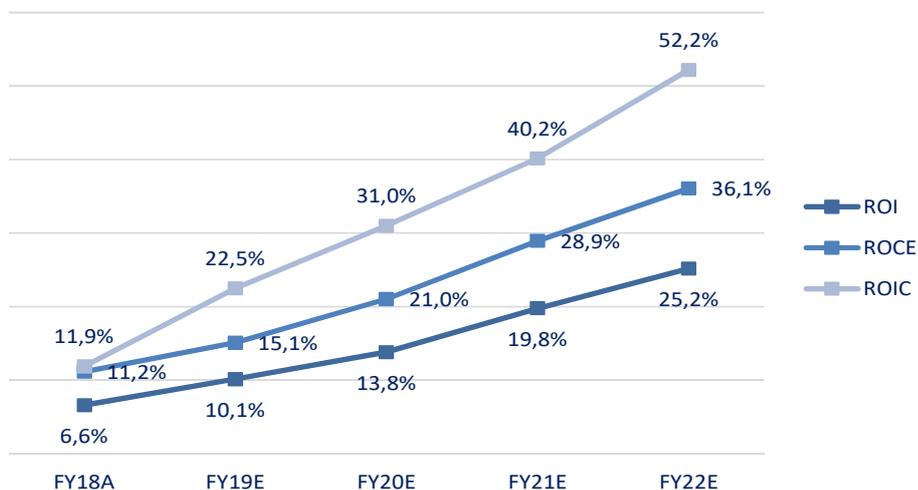
Source: Doxee e elaborazioni Integrae SIM

**Chart 16 - EBITDA% and EBIT% 19E-22E Trends**



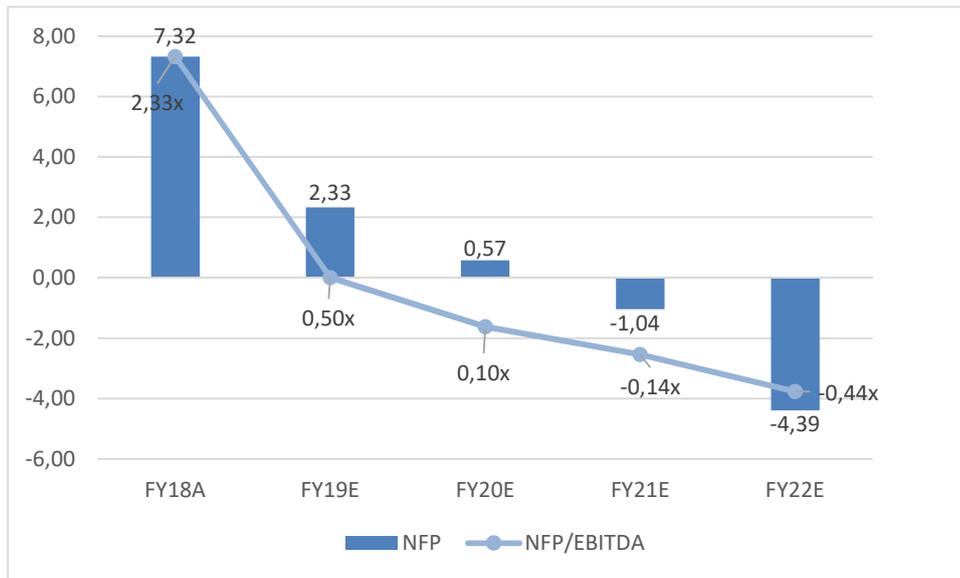
Source: Doxee e elaborazioni Integrae SIM

**Chart 17 –ROI, ROCE and ROIC 19E-22E Trends**



Source: Doxee e elaborazioni Integrae SIM

**Chart 18 – NFP and NFP/EBITDA 19E-22E Trends**



Source: Doxee e elaborazioni Integræ SIM

## 4.1 Driver di crescita

Per tutte le linee di business (**dx**, **px** e **ix**) stimiamo una maggiore penetrazione sul territorio italiano, verso clienti prevalentemente *enterprise*, operanti nei settori di *Telco, Media, Utility, Banking&Insurance* e Pubblica Amministrazione Locale e Centrale (quest'ultime esclusivamente per l'**ix**).

In particolare, per la **dx** e **px**, prevediamo:

- Il consolidamento della posizione *player px*;
- *Cross-selling* di prodotti **px** a completamento della **ix**;
- Accesso al mercato di sostituzione per prodotti *paperless*;
- Sviluppo tecnologico della piattaforma basata su API in grado di portare sul mercato funzionalità individuali;
- Adeguamento normativo e conseguente sviluppo della *Doxee Platform*;
- Accordi con *player* di prodotti *digital*.

Per la **ix**, prevediamo:

- *Cross-selling* di prodotti **ix** a completamento della **px**;
- *R&D market-driven* per estensione dei componenti esistenti (e.g. Pvideo, Pweb, Analytics);
- Adozione o integrazione di tecnologie di mercato al fine di arricchire la piattaforma;
- Formazione della forza vendita e ulteriore acquisizione di competenze digitali;
- Costruzione di una *Digital Experience Factory* per lo sviluppo di soluzioni basate su economie di scala, che coprano i momenti del *customer journey* dei mercati di riferimento.

## 5. Valutazione

Abbiamo condotto la valutazione di Doxee sulla base della metodologia DCF e dei multipli di mercato di un campione di società comparabili.

### 5.1 DCF Method

**Table 1 – WACC**

WACC		6,49%
Risk Free Rate	0,37% $\alpha$ (specific risk)	2,50%
Market Premium	9,02% Beta Adjusted	0,61
D/E (average)	33,33% Beta Relevered	0,76
Ke	8,42% Kd	1,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito uno *specific risk* pari a 2,5%. Ne risulta quindi, un WACC di 6,49%

**Table 2 – DCF Valuation**

DCF Equity Value		45,5
FCFO actualized	7,2	15%
TV actualized DCF	40,6	85%
<b>Enterprise Value</b>	<b>47,8</b>	100%
NFP (FY19E)	2,3	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumptions*, ne risulta un **equity value di 45,5 mln.**

**Table 3 – Equity Value – Sensitivity Analysis**

€/mln		WACC						
		5,0%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%	8,0%
Growth rate (g)	2,5%	98,5	81,7	69,7	60,7	53,8	48,2	43,6
	2,0%	82,8	70,7	61,6	54,5	48,9	44,2	40,4
	1,5%	71,7	62,5	55,3	49,5	44,8	40,9	37,6
	1,0%	63,4	56,1	50,2	45,5	41,5	38,2	35,3
	0,5%	56,9	51,0	46,1	42,1	38,7	35,8	33,2
	0,0%	51,7	46,8	42,7	39,2	36,3	33,7	31,4
	-0,5%	47,4	43,3	39,8	36,8	34,2	31,9	29,9

Source: Integrae SIM

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

		WACC						
		5,0%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%	8,0%
Growth rate (g)	2,5%	21,7x	18,1x	15,5x	13,6x	12,1x	10,9x	9,9x
	2,0%	18,3x	15,7x	13,7x	12,2x	11,0x	10,0x	9,2x
	1,5%	15,9x	13,9x	12,4x	11,2x	10,1x	9,3x	8,6x
	1,0%	14,1x	12,6x	11,3x	10,3x	9,4x	8,7x	8,1x
	0,5%	12,7x	11,5x	10,4x	9,6x	8,8x	8,2x	7,6x
	0,0%	11,6x	10,6x	9,7x	8,9x	8,3x	7,7x	7,3x
	-0,5%	10,7x	9,8x	9,1x	8,4x	7,8x	7,4x	6,9x

Source: Integrae SIM

## 5.2 Market Multiples

Il nostro *panel* è formato da società operanti nello stesso settore di Doxee, la maggior parte delle quali quotate sul FTSE AIM Italia. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il DCF *method*.

### 5.2.1 Composizione del Panel

**Maps** è una web agency di marketing interattivo, specializzata in tutti i *tools* per creare le attività ed iniziative *digital* volte alla generazione di un contatto che sia interessato proprio ai prodotti dell'azienda cliente.

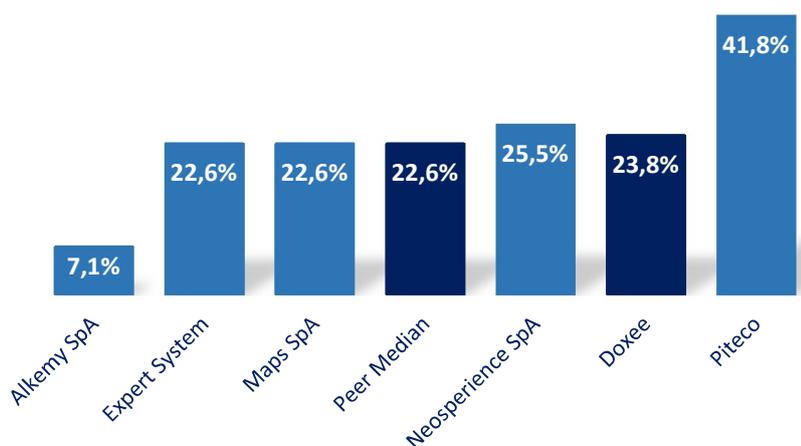
**Neosperience SpA** è una società attiva come *software vendor* nel settore *Digital Customer Experience*, grazie a una piattaforma integrata che, attraverso l'AI, permette alle aziende di offrire ai propri clienti un'esperienza digitale personalizzata ed empatica.

**Expert System SpA** è una *Technology Company* operante da oltre 15 anni nel trattamento delle informazioni non strutturate, leader mondiale nello sviluppo di *software* semantici per la comprensione e l'analisi delle informazioni.

**Piteco SpA** è una delle più importanti realtà italiane nella progettazione, sviluppo e implementazione di soluzioni gestionali in area Tesoreria, Finanza e Pianificazione finanziaria. Conta più di 2500 aziende clienti, 3 strutture operative e più di 85 professionisti altamente qualificati.

**Alkemy SpA** è una delle maggiori società italiane di tecnologie per la *digital transformation*, per mezzo dell'aggregazione di business digitali: *Advisory, eCommerce, Creativity & Brand Strategy, Content, Social, UX & Design*, ecc.

**Chart 19 – EBITDA% 19E**



Source: elaborazioni Integrae SIM

## 5.2.2 Market Multiples – Valuation

**Table 5 – Market Multiples**

Company Name	EV/EBITDA (x)			
	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
Maps S.p.A.	7,7x	6,0x	4,8x	3,9x
Neosperience SpA	14,1x	10,8x	7,5x	5,5x
Expert System SpA	23,6x	17,4x	18,9x	16,1x
Piteco SpA	12,5x	11,2x	10,2x	N/A
Alkemy SpA	11,2x	8,2x	7,0x	N/A
<b>Median</b>	<b>12,5x</b>	<b>10,8x</b>	<b>7,5x</b>	<b>5,5x</b>

Source: Infinancials

**Table 6 – Market Multiples Valuation**

€/mln	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>Enterprise Value (EV)</b>				
EV/EBITDA	58,3	65,0	57,8	54,4
<b>Equity Value</b>				
EV/EBITDA	56,0	64,4	58,9	58,7
<b>Equity Value Post Discount</b>				
EV/EBITDA	42,0	48,3	44,2	44,1
<b>Average</b>	<b>42,0</b>	<b>48,3</b>	<b>44,2</b>	<b>44,1</b>

Source: Integrae SIM

L'equity value di Doxee, utilizzando i *market multiples* EV/EBITDA risulta essere pari a circa €59,5 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità che presumibilmente caratterizzerà il titolo Doxee rispetto ai *comparables*: ne risulta un equity value di €45,1 mln.

### 5.3 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 €45,3 mln. Ne deriva un target price pari a €6,30; rating BUY, risk MEDIUM.

**Table 7 – Target Price**

<b>Average Equity Value (€/mln)</b>	<b>45,3</b>
Equity Value DCF (€/mln)	45,5
Equity Value multiples (€/mln)	45,1
<b>Target Price (€)</b>	<b>6,30</b>

Source: Integrae SIM

**Table 8 – Target Price Implied Multiples**

<b>Implied multiples</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
EV/EBITDA	10,24x	7,94x	6,19x	4,81x

Source: 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 operations. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE 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 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, ecc.), 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. 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. 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](http://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, 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 e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

#### Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRÆ SIM SpA prefers to use for 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 ecc). 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.