

Data produzione: 03 Aprile 2020 - h 18.30

Data pubblicazione: 06 Aprile 2020 - h 7.00

Doxee	Italy	FTSE AIM Italia	ICT
Rating: BUY (unch.)	Target Price: € 6,10 (prev. 6,30)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-6,31%	-16,13%	N/A	N/A
to FTSE AIM Italia	2,13%	-0,42%	N/A	N/A
to FTSE STAR Italia	10,16%	9,29%	N/A	N/A
to FTSE All-Share	15,58%	13,17%	N/A	N/A
to EUROSTOXX	13,17%	12,15%	N/A	N/A
to MSCI World Index	12,17%	7,96%	N/A	N/A

Stock Data

Price	€ 3,12
Target price	€ 6,10
Upside/(Downside) potential	95,5%
Bloomberg Code	DOX IM EQUITY
Market Cap (€m)	€ 22,44
EV (€m)	€ 24,74
Free Float	23,17%
Share Outstanding	7.191.500
52-week high	€ 4,06
52-week low	€ 2,40
Average daily volumes (3m)	9.000

Key Financials (€m)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
VoP	20,9	21,8	25,6	30,6
EBITDA	5,0	5,5	6,7	9,2
EBIT	2,3	2,8	4,0	6,4
Net Profit	2,3	2,0	2,8	4,5
EPS (€)	0,32	0,28	0,40	0,63
EBITDA margin	24,0%	25,2%	26,2%	30,1%
EBIT margin	10,8%	12,8%	15,6%	20,9%
Net Profit margin	11,0%	9,2%	11,1%	14,9%

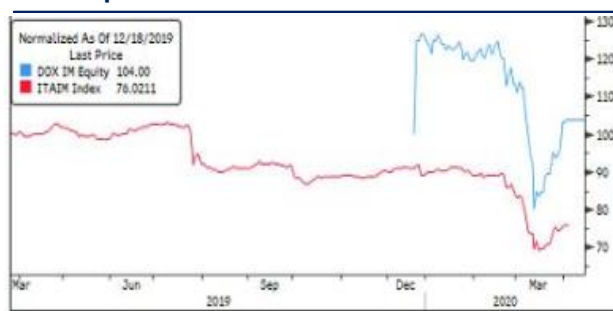
Main Ratios	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	4,9	4,5	3,7	2,7
EV/EBIT (x)	10,9	8,8	6,2	3,9
P/E (x)	9,8	11,2	7,9	4,9

Mattia Petracca

+39 02 87208 765

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



FY19A Results

I risultati FY19A sono stati positivi: i ricavi delle vendite, pari a € 15,5 mln, registrano una significativa crescita del +12,8% rispetto a € 13,7 mln nel 2018 e rimangono sostanzialmente in linea con le stime del nostro precedente report (€15,8 mln). Il totale del Valore della Produzione risulta in crescita sia rispetto alle nostre precedenti stime sia rispetto al 2018 (+24,7% sul 2018), grazie anche al contributo della voce "altri ricavi" (FY19A pari a € 5,4 mln, FY18A pari a € 3,0 mln). Migliora notevolmente anche l'EBITDA Margin che passa dal 18,8% del 2018 al 24,0%.

Estimates Update

Nonostante il reale impatto dell'emergenza legata alla diffusione dell'epidemia di Covid-19 non sia al momento ragionevolmente prevedibile e quantificabile con esattezza, Doxee pertanto è al momento in grado di garantire la normale operatività e l'erogazione dei propri prodotti e servizi, nonché l'assistenza ai suoi clienti.

Crediamo che la Società sarà in grado di continuare a crescere in termini di valore della produzione, passando da € 20,9 mln del 2019A a € 30,6 mln del 2022E (CAGR 19A-22E: 18,84%) e continuando il processo di crescita della marginalità.

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 €46,2 mln. L'equity value di Doxee utilizzando i market multiples risulta essere pari €41,5 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 43,9 mln. Il target price è di € 6,10, confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM invariato.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Sales	11,05	13,74	15,49	18,20	21,50	26,00
Other Revenues	2,96	3,01	5,39	3,60	4,10	4,60
Value of Production	14,01	16,75	20,88	21,80	25,60	30,60
COGS	0,31	0,29	0,30	0,30	0,35	0,40
Use of Asset owned by Others	0,37	0,38	0,44	0,40	0,50	0,60
Services	6,82	7,58	8,75	8,80	10,00	11,40
Employees	4,79	5,07	6,02	6,40	7,60	8,50
Other Operating Expenses	0,28	0,28	0,37	0,40	0,45	0,50
EBITDA	1,44	3,14	5,01	5,50	6,70	9,20
EBITDA Margin	10,3%	18,8%	24,0%	25,2%	26,2%	30,1%
D&A	1,86	2,11	2,75	2,70	2,70	2,80
EBIT	(0,42)	1,03	2,27	2,80	4,00	6,40
EBIT Margin	-3,0%	6,2%	10,8%	12,8%	15,6%	20,9%
Financial Management	1,31	(0,04)	0,44	(0,14)	(0,13)	(0,10)
EBT	0,89	1,00	2,71	2,66	3,87	6,30
Taxes	0,12	0,40	0,41	0,66	1,02	1,75
Net Income	0,77	0,60	2,30	2,00	2,85	4,55
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Fixed Asset	7,00	7,37	8,61	8,40	8,40	8,60
Account receivable	5,42	6,44	6,30	7,40	8,75	10,60
Account payable	4,02	4,55	4,60	4,65	5,30	6,10
Operating Working Capital	1,40	1,89	1,71	2,75	3,45	4,50
Other Receivable	1,04	1,39	2,06	2,40	2,80	3,30
Other Payable	1,59	1,91	2,05	2,05	2,35	2,70
Net Working Capital	0,85	1,37	1,72	3,10	3,90	5,10
Severance Indemnities & Provision	1,24	1,00	1,51	1,30	1,50	1,70
NET INVESTED CAPITAL	6,61	7,75	8,82	10,20	10,80	12,00
Share Capital	1,00	1,00	1,60	1,60	1,60	1,60
Reserves and Retained Profits	(1,76)	(1,18)	2,63	4,93	6,92	9,77
Net Profit	0,77	0,60	2,30	2,00	2,85	4,55
Equity	0,01	0,42	6,52	8,52	11,36	15,91
Cash and Cash Equivalent	0,34	0,54	3,75	5,42	8,86	13,51
Short-Term Financial debt	2,90	4,54	3,41	4,00	4,70	5,40
ML Term Financial Debt	4,04	3,32	2,64	3,10	3,60	4,20
Net Financial Position	6,60	7,33	2,30	1,68	(0,56)	(3,91)
TOTAL SOURCES	6,61	7,75	8,82	10,20	10,80	12,00
CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	
EBIT	1,03	2,27	2,80	4,00	6,40	
Taxes	0,40	0,41	0,66	1,02	1,75	
NOPAT	0,63	1,86	2,14	2,98	4,65	
D&A	2,11	2,75	2,70	2,70	2,80	
Change in receivable	(1,02)	0,14	(1,10)	(1,35)	(1,85)	
Change in payable	0,53	0,05	0,06	0,65	0,80	
Other Changes	(0,02)	(0,54)	(0,33)	(0,10)	(0,15)	
Change in NWC	(0,52)	(0,35)	(1,38)	(0,80)	(1,20)	
Change in Provision	(0,24)	0,51	(0,21)	0,20	0,20	
OPERATING CASH FLOW	1,98	4,76	3,26	5,08	6,45	
Investments	(2,48)	(3,98)	(2,49)	(2,70)	(3,00)	
FREE CASH FLOW	(0,50)	0,78	0,76	2,38	3,45	
Financial Management	(0,04)	0,44	(0,14)	(0,13)	(0,10)	
Change in Payable to Banks	0,93	(1,82)	1,05	1,20	1,30	
Change in Equity	(0,19)	3,80	0,00	0,00	0,00	
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	0,20	3,20	1,67	3,45	4,65	

Source: Doxee and Integræ SIM estimates

1.1 FY19A Results

Table 2 – Actual VS Estimates FY19A

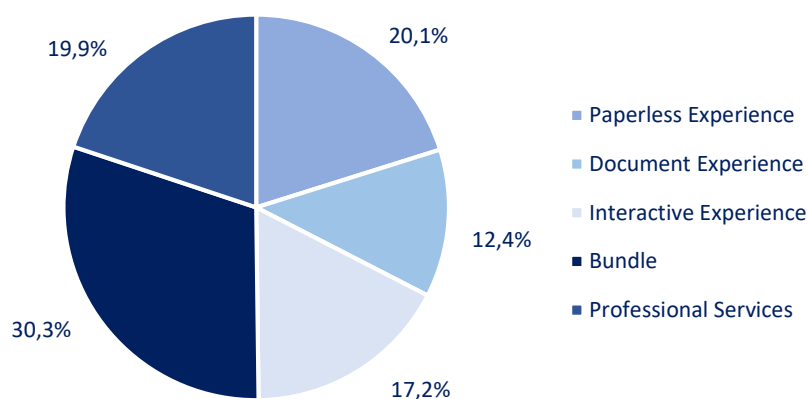
€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY19A	20,88	5,01	24,0%	2,27	2,30	2,30
FY19E	19,50	4,65	23,8%	2,10	1,34	2,33
<i>Change</i>	<i>7,1%</i>	<i>7,7%</i>	<i>0,2%</i>	<i>7,8%</i>	<i>71,7%</i>	<i>N.A</i>

Source: Integrae SIM

I risultati FY19A sono stati positivi: i ricavi delle vendite, pari a € 15,5 mln, registrano una significativa crescita del +12,8% rispetto a € 13,7 mln del 2018 e rimangono sostanzialmente in linea con le stime del nostro precedente report (€15,8 mln). La differenza tra stime e ricavi effettivi pari a circa € 0,3 mln è dovuta a commesse che sono state iniziate sul finire dell'anno 2019 e che hanno avuto riscontro, in termini di fatturazione, nei primi mesi dell'anno in corso.

Il totale del Valore della Produzione risulta in crescita sia rispetto alle nostre precedenti stime sia rispetto al 2018 (+24,7% sul 2018), grazie anche al contributo della voce “altri ricavi” pari a € 5,4 mln (FY19E pari a € 3,7 mln, FY18A pari a € 3,0 mln). Tale voce contiene: costi capitalizzati per R&D pari a circa € 2,8, costi capitalizzati per IPO pari a circa € 0,86 mln (con componente legata a *success fee* pari a € 0,59 mln), costi capitalizzati legati allo sviluppo del sito web pari a circa € 0,11 mln, crediti di imposta per IPO pari a circa € 0,43 mln, crediti di imposta per R&D pari a circa € 0,48 mln e contributi per ricerca finanziata su bando MISE pari a circa € 0,5 mln.

Chart 1 – Sales Breakdown by Revenue Lines

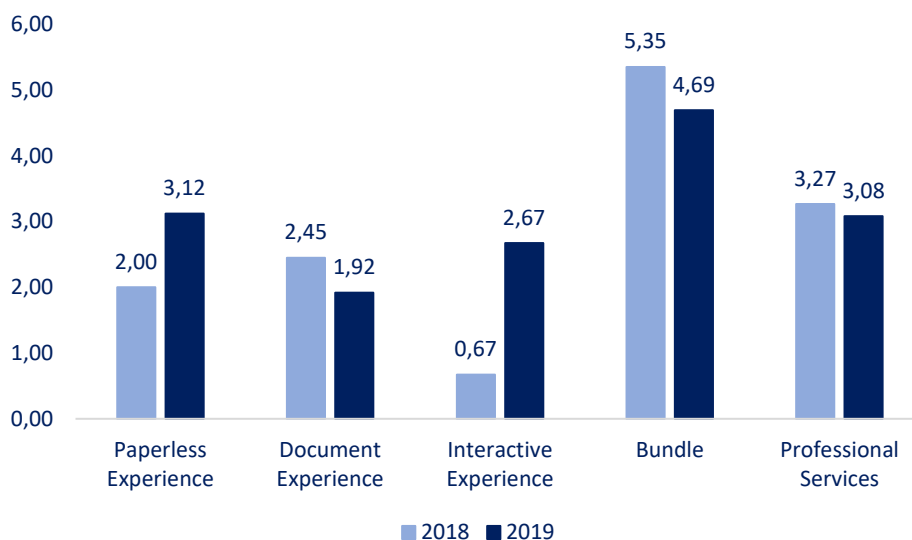


Source: Integrae SIM

Le quote di ricavi per segmento sul valore della produzione registrano alcune importanti differenze: la linea Bundle rimane la principale fonte di ricavo con incidenza intorno al 30% (rispetto al 39% del 2018), la seconda classe di ricavo in termini di importanza diventa la linea Paperless Experience con una quota vicina al 20% (rispetto al 15% del 2018). A seguire, in termini di quota di fatturato, ci sono: Professional Services con 19,9% (rispetto al 24% del 2018) e Interactive Experience con 17,2%, in netta crescita rispetto al 4,9% dell'anno

precedente. Infine, la linea Document Experience genera il 12,4% dei ricavi (rispetto al 18% del 2018).

Chart 2 – Revenue Lines



Source: Integrae SIM

Le linee di prodotto che maggiormente hanno contribuito all'incremento dei ricavi sono state l'Interactive Experience, che si attesta a € 2,7 mln, con un aumento del +298,7% rispetto a € 0,7 mln del 2018 e la Paperless Experience, che registra ricavi pari a € 3,1 mln (in crescita del +56,0% rispetto a € 2,0 mln del 2018). Per quanto riguarda la linea di prodotto Document Experience, la contrazione di ricavi rispetto allo scorso esercizio (€ 1,9 mln nel 2019 vs € 2,5 mln nel 2018) è dovuta principalmente alla riduzione della componente On Premise a beneficio di quella in SaaS. In contrazione anche le linee Professional Service (€ 3,1 mln nel 2019 vs € 3,3 mln nel 2018) e Bundle (€ 4,7 mln nel 2019 vs € 5,4 mln nel 2018). La percentuale di Ricavi ricorrenti è pari al 70%.

L'EBITDA si attesta € 5,0 mln e registra una significativa crescita del +59,5% (€ 3,1 mln nel 2018). Migliora anche l'EBITDA Margin che passa dal 18,8% del 2018 al 24,0%, grazie alla maggior incidenza delle linee di prodotto più redditizie e al miglioramento dell'efficienza operativa. La marginalità è in linea con le nostre stime.

Rispetto alle stime contenute del precedente *report*, si registrano differenze nei costi per servizi e nei costi per personale. I primi sono aumentati principalmente in ragione di costi legati all'operazione di IPO, i secondi, invece, sono cresciuti in ragione dell'aumento della forza lavoro.

L'EBIT è pari a € 2,3 mln, in forte miglioramento del +118,9% rispetto al 2018 (€ 1,0 mln), dopo ammortamenti, svalutazioni e accantonamenti pari a € 2,7 mln (€ 2,1 mln nel 2018) derivanti prevalentemente dagli investimenti in R&D. Migliora anche l'EBIT Margin che passa da 6,2% a 10,8%, in linea con le nostre aspettative.

Il Risultato Netto, pari a € 2,3 mln, migliora del +283,3% rispetto all'anno precedente (€ 0,6 mln nel 2018), soprattutto grazie all'aumento della marginalità, ad un'efficiente gestione finanziaria e alla presenza di componenti straordinarie di carattere tributario (legate a crediti di imposta e a plusvalenze per vendita di azioni proprie).

La Posizione Finanziaria Netta si attesta a € 2,3 mln, in miglioramento rispetto a € 7,3 mln al del 2018 ed in linea con le nostre precedenti stime. Tale variazione è riconducibile principalmente alla raccolta dei capitali derivanti dall' IPO (per circa € 4,5 mln, compresa la

vendita di azioni proprie) e al miglioramento della gestione del circolante (netto miglioramento nei giorni medi di incasso). A livello di circolante, osserviamo un aumento della voce “altri crediti”, dovuto a crediti di imposta per l’operazione di IPO e per R&D e ad altre attività nei confronti del MISE.

A livello di Capex, si registra un aumento di circa € 1,5 mln rispetto allo scorso anno (da € 2,48 mln del 2018 a 3,98 mln nel 2019) e di oltre € 1,0 mln rispetto alle nostre precedenti stime (pari a € 2,83 mln). L’aumento degli investimenti rispetto al precedente report è collegato ad oneri pluriennali per IPO e a progetti di R&D non ancora conclusi.

1.2 FY20E – FY22E Estimates

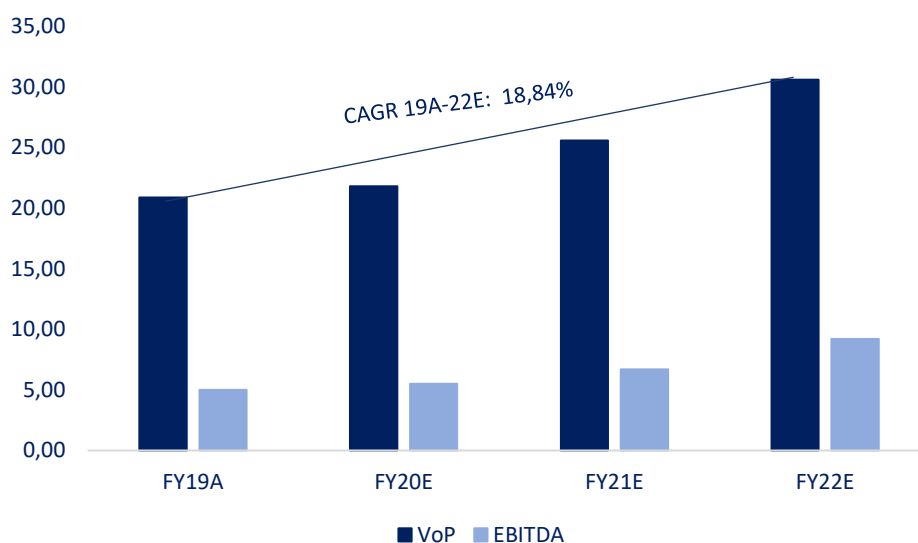
Nonostante il reale impatto dell'emergenza legata alla diffusione dell'epidemia di Covid-19 non sia al momento ragionevolmente prevedibile e quantificabile con esattezza, Doxee, come comunicato in data 23 marzo 2020, rientra fra le aziende i cui servizi sono ritenuti essenziali e strategici ai sensi del Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 22 marzo 2020, pertanto è al momento in grado di garantire la normale operatività e l'erogazione dei propri prodotti e servizi, nonché l'assistenza ai suoi clienti, grazie alla sua piattaforma proprietaria in cloud, con la totalità della forza lavoro in *smart-working* e grazie ai processi consolidati e certificati da tempo. Doxee possiede una *customer base* di riferimento concentrata in settori tipicamente anticiclici come Utility, Telco e Finance.

In questa fase determinata da difficoltà oggettive nei servizi di comunicazioni basati sul ciclo della carta, Doxee si sta affermando come un partner in grado di accelerare la trasformazione digitale delle aziende, supportando la digitalizzazione dei processi *mission-critical* delle aziende clienti.

Table 3 – Estimates Updates FY20E-22E

€/mln	FY20E	FY21E	FY22E
VoP			
New	21,8	25,6	30,6
Old	23,1	26,9	31,7
Change	-5,6%	-4,7%	-3,5%
EBITDA			
New	5,5	6,7	9,2
Old	6,0	7,7	9,9
Change	-8,3%	-13,0%	-7,1%
EBITDA %			
New	25,2%	26,2%	30,1%
Old	26,0%	28,7%	31,2%
Change	-0,7%	-2,5%	-1,2%
EBIT			
New	2,8	4,0	6,4
Old	3,1	4,8	7,1
Change	-9,6%	-16,7%	-9,9%
Net Income			
New	2,0	2,8	4,5
Old	2,2	3,4	4,8
Change	-9,5%	-15,4%	-5,2%
NFP			
New	1,7	(0,6)	(3,9)
Old	0,6	(1,0)	(4,4)
Change	N.A	N.A	N.A

Source: Integrae SIM

Chart 3 – Sales and EBITDA FY19A-22E


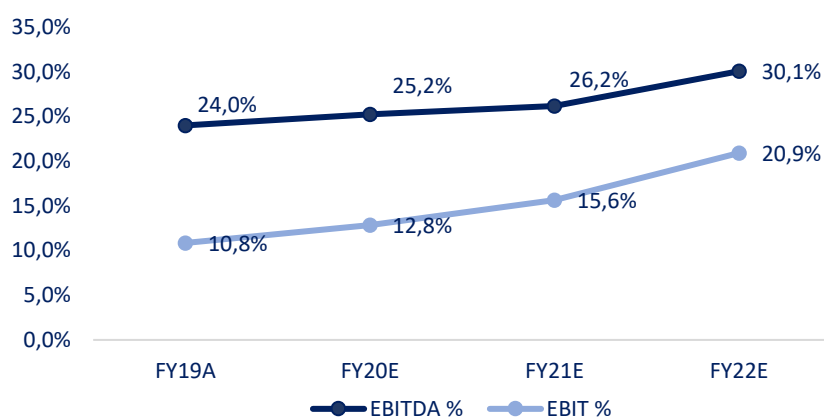
Source: Integrae SIM

Per quanto riguarda le stime del Valore della Produzione, preferiamo mantenere un approccio molto conservativo, andando a rivedere leggermente al ribasso le aspettative del precedente report in ragione dell'incertezza causata dall'epidemia Covid-19. Tuttavia, è importante sottolineare come la Società, ad oggi, non abbia riscontrato alcuna difficoltà nelle commesse e nelle partnership in corso.

Stimiamo che le uniche criticità possano attribuirsi al rallentamento nell'acquisizione di nuovi clienti in particolare nei settori *travel* e *hospitality* e nel *manufacturing*, a causa della cancellazione di alcune iniziative di tipo fieristico e convegnistico previste nella prima metà del 2020 e a causa della chiusura imposta ad alcune società. Tuttavia, storicamente, Doxee tende a generare nuove opportunità, grazie anche ad attività di *upselling* e *cross selling*, nell'ultima parte dell'anno, periodo per il quale crediamo che la situazione possa tornare alla normalità. Inoltre, l'emergenza Covid-19 riporta al centro degli obiettivi delle aziende clienti il tema della digitalizzazione, consentendo a Doxee di poter dare un contributo significativo nell'ambito della comunicazione digitale. Soprattutto settori quali la Pubblica Amministrazione Locale e Centrale, Utility, Telco e Finance (settori già presidiati).

Alla luce di questa analisi, crediamo che la Società sarà in grado di continuare a crescere in termini di Valore della Produzione, passando da € 20,9 mln del 2019A a € 30,6 mln del 2022E (CAGR 19A-22E: 18,84%).

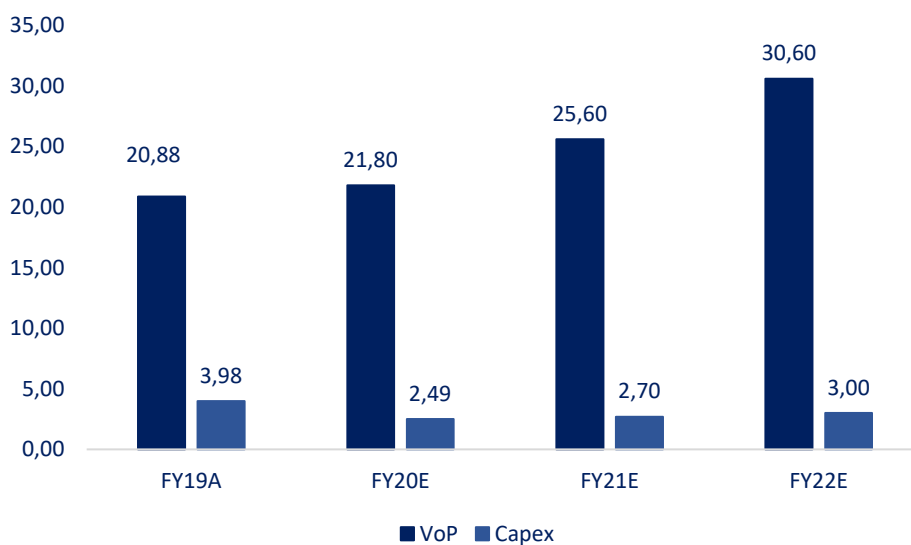
Chart 4 – Estimates Margin FY19A-22E



Source: Integrae SIM

Considerando che le commesse e le partnership in corso, ad oggi, non hanno registrato alcun tipo di rallentamento, crediamo che la Società sarà in grado di continuare il processo di crescita in termini di marginalità, sia nell'anno in corso, sia nei prossimi anni.

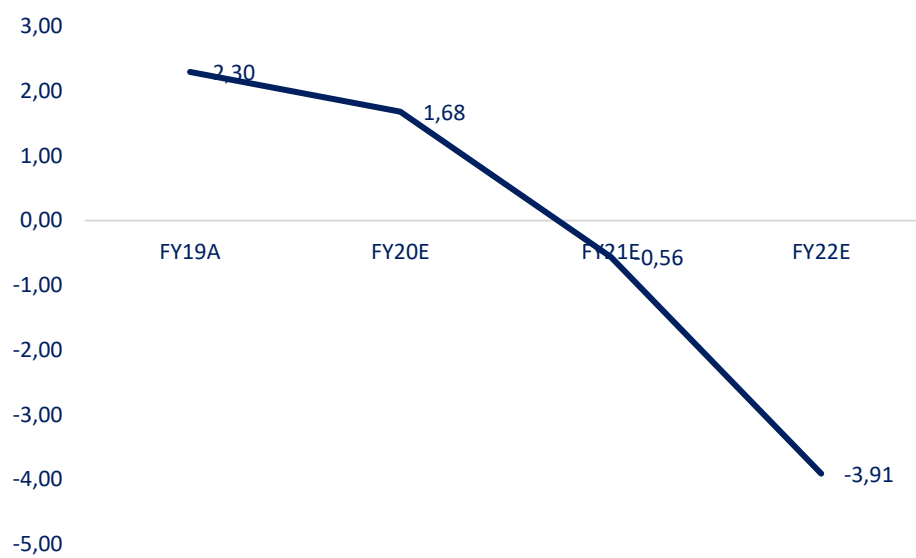
Chart 5 – Estimates Capex FY19A-22E



Source: Integrae SIM

A livello di Capex, confermiamo le nostre stime del precedente *report*, crediamo infatti che la Società sarà in grado di continuare ad investire con decisione nei prossimi anni, con particolare focus sul segmento R&D. Sottolineiamo come la Società, negli ultimi due anni, abbia avuto un rapporto Capex/VoP pari a circa 17%.

Chart 6 – Estimates NFP FY19A-22E



Source: Integrae SIM

Infine, crediamo che NFP possa continuare a migliorare per effetto di un'efficiente gestione del capitale circolante (come osservato nell'anno 2019) e dell'apporto di flussi di cassa operativi.

2. Valuation

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

2.1 DCF Method

Table 4 – WACC

WACC		5,30%
Risk Free Rate	0,83% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	7,37% Beta Adjusted	0,57
D/E (average)	53,85% Beta Relevered	0,80
Ke	7,57% Kd	1,50%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 5,30%

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		46,2
FCFO actualized	5,7	12%
TV actualized DCF	42,9	88%
Enterprise Value	48,5	100%
NFP (FY19A)	2,3	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di €46,2 mln.

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		3,8%	4,3%	4,8%	5,3%	5,8%	6,3%	6,8%
Growth Rate (g)	2,5%	151,0	108,6	84,6	69,2	58,5	50,6	44,5
	2,0%	110,0	85,7	70,1	59,2	51,2	45,1	40,2
	1,5%	86,8	71,0	60,0	51,9	45,7	40,7	36,7
	1,0%	72,0	60,8	52,6	46,2	41,2	37,2	33,8
	0,5%	61,6	53,3	46,9	41,8	37,7	34,3	31,4
	0,0%	54,0	47,5	42,3	38,2	34,7	31,8	29,3
	-0,5%	48,1	42,9	38,7	35,2	32,2	29,7	27,5

Source: Integrae SIM

2.2 Market multiples

Il nostro *panel* è formato da società operanti nello stesso settore di Doxee, ma molte hanno capitalizzazione maggiore. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il *DCF method*. Il *panel* è composto da:

Table 7 – Market Multiples

Company Name	EV / EBITDA (x)		
	FY20E	FY21E	FY22E
Maps S.p.A.	4,1x	3,3x	2,7x
Neosperience SpA	11,0x	7,6x	5,6x
Expert System SpA	13,3x	12,3x	N/A
Piteco SpA	11,5x	10,5x	9,5x
Alkemy SpA	5,9x	4,6x	N/A
Median	11,0x	7,6x	5,6x

Source: Infinitals

Table 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	2020E	2021E	2022E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	60,6	51,2	51,4
Equity Value			
EV/EBITDA	58,9	51,7	55,3
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	44,2	38,8	41,5
Average	44,2	38,8	41,5

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di Doxee, utilizzando il *market multiple* EV/EBITDA, risulta essere pari a circa €55,3 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. Pertanto, ne risulta un *equity value* di €41,5 mln.

2.3 Equity Value

Table 9 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	43,9
Equity Value DCF (€/mln)	46,2
Equity Value multiples (€/mln)	41,5
Target Price (€)	6,10

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa €43,9 mln. Il *target price* è quindi di €6,10 (prev. €6,30). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	8,4x	6,9x	5,0x
EV/EBIT	16,5x	11,5x	7,2x

Source: Integrae SIM

Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20E	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	4,5x	3,7x	2,7x
EV/EBIT	8,8x	6,2x	3,9x

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 transactions. 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 and Mattia Petracca. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Alessio Rocchi is Integrae SIM's currently Head of Equity Research. Mattia Petracca is currently a 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 29 March 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 stock on a continuing basis, according to a schedule which depends on the circumstances considered important (corporate events, changes in recommendations, etc.), or useful to its role as specialist.

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

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
20/12/2019	3,74	Buy	6,30	Medium	Initiation of coverage

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. 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 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 and/or target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRAE SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integrae SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies).

The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

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

- 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 Doxee S.p.A.;
- 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 Doxee S.p.A.;
- Integrae SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Doxee S.p.A.

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.