

Doxee	Italy	FTSE AIM Italia	ICT
Rating: BUY (unch.)	Target Price: € 14,30 (prev. 8,25)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	0,82%	40,57%	162,82%	277,30%
to FTSE AIM Italia	0,63%	27,52%	130,32%	208,55%
to FTSE STAR Italia	-1,45%	29,19%	133,81%	215,99%
to FTSE All-Share	0,99%	38,19%	154,50%	239,54%
to EUROSTOXX	1,29%	39,70%	154,32%	245,69%
to MSCI World Index	1,32%	37,48%	150,56%	242,26%

Stock Data

Price	€ 12,30
Target price	€ 14,30
Upside/(Downside) potential	16,2%
Bloomberg Code	DOX IM EQUITY
Market Cap (€m)	€ 88,57
EV (€m)	€ 91,03
Free Float	23,28%
Share Outstanding	7.201.100
52-week high	€ 13,60
52-week low	€ 3,15
Average daily volumes (3m)	11.000

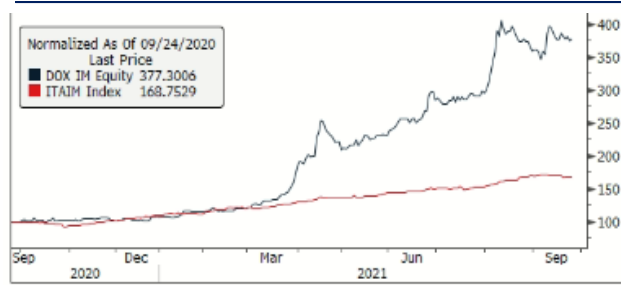
Key Financials (€m)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
VoP	20,9	22,8	25,6	30,6
EBITDA	5,0	5,6	5,7	7,5
EBIT	2,3	2,9	2,9	4,3
Net Profit	1,7	1,6	2,0	3,0
EPS (€)	0,24	0,23	0,28	0,42
EBITDA margin	24,0%	24,7%	22,1%	24,5%
EBIT margin	10,9%	13,0%	11,1%	14,1%
Net Profit margin	8,1%	7,1%	7,9%	10,0%

Main Ratios	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	18,1	16,2	16,1	12,1
EV/EBIT (x)	40,1	30,9	31,9	21,2
P/E (x)	52,2	54,6	43,9	29,1

Mattia Petracca

mattia.petracca@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



1H21A Results

Il Valore della Produzione si attesta pari a € 11,57 mln, in aumento del 19,8% rispetto ai dati semestrali dell'anno precedente (€ 9,66 mln). I dati confermano il trend in crescita registrato negli ultimi anni, riconducibile alla interoperabilità delle tre linee di prodotto document experience, paperless experience e interactive experience. L'EBITDA risulta pari a € 1,54 mln, registrando una leggera flessione rispetto ai € 1,64 mln del primo semestre 2020 (-6,3%). La variazione è principalmente dovuta a costi indiretti e a significativi investimenti in ricerca e sviluppo sostenuti dal Gruppo. L'EBITDA Margin (13,3%) registra un decremento di 3,7 punti percentuali rispetto al primo semestre dell'anno precedente (17%).

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H21A, modifichiamo parzialmente le nostre stime per l'anno in corso e per i prossimi anni. In particolare, confermiamo valore della produzione FY21E pari a € 25,60 mln ed un EBITDA stimato pari a € 5,7 mln, con una marginalità del 22,1%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 45,2 mln (CAGR 20A-25E: 14,71%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 14,30 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 31,6%), in crescita rispetto a € 5,61 mln del 2020A (corrispondente ad un EBITDA margin del 18,8%).

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 €102,5 mln. L'equity value di Doxee, utilizzando i market multiple EV/EBITDA e EV/EBIT risulta essere pari a €103,4 mln. Ne risulta un equity value medio pari a €103 mln. Il target price è quindi di € 14,30 (prev. €8,25). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mIn)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Sales	13,74	15,49	17,71	21,50	26,00	30,00	35,00	40,00
Other Revenues	3,01	5,39	5,05	4,10	4,60	4,80	5,00	5,20
Value of Production	16,75	20,88	22,76	25,60	30,60	34,80	40,00	45,20
COGS	0,29	0,30	0,55	0,40	0,50	0,55	0,60	0,65
Use of Asset owned by Others	0,38	0,44	0,44	0,45	0,60	0,70	0,70	0,70
Services	7,58	8,75	8,81	10,20	12,00	13,50	15,00	16,50
Employees	5,07	6,02	7,00	8,50	9,50	10,50	11,30	12,40
Other Operating Expenses	0,28	0,36	0,35	0,40	0,50	0,55	0,60	0,65
EBITDA	3,14	5,02	5,61	5,65	7,50	9,00	11,80	14,30
<i>EBITDA Margin</i>	<i>18,8%</i>	<i>24,0%</i>	<i>24,7%</i>	<i>22,1%</i>	<i>24,5%</i>	<i>25,9%</i>	<i>29,5%</i>	<i>31,6%</i>
D&A	2,11	2,75	2,67	2,80	3,20	3,40	3,70	4,00
EBIT	1,03	2,27	2,95	2,85	4,30	5,60	8,10	10,30
<i>EBIT Margin</i>	<i>6,2%</i>	<i>10,9%</i>	<i>13,0%</i>	<i>11,1%</i>	<i>14,1%</i>	<i>16,1%</i>	<i>20,3%</i>	<i>22,8%</i>
Financial Management	(0,04)	(0,16)	(0,63)	(0,13)	(0,10)	(0,10)	(0,10)	(0,10)
EBT	1,00	2,11	2,31	2,72	4,20	5,50	8,00	10,20
Taxes	0,40	0,41	0,69	0,70	1,15	1,60	2,30	3,00
Net Income	0,60	1,70	1,62	2,02	3,05	3,90	5,70	7,20
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mIn)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Fixed Asset	7,37	8,61	10,49	11,80	13,00	14,00	15,00	16,00
Account receivable	6,44	6,30	7,58	8,80	10,60	12,20	14,20	16,30
Account payable	4,55	4,60	5,44	5,50	6,50	7,30	8,10	8,90
Operating Working Capital	1,89	1,71	2,14	3,30	4,10	4,90	6,10	7,40
Other Receivable	1,39	2,06	2,08	2,80	3,30	3,90	4,60	5,20
Other Payable	1,91	2,05	2,34	3,00	3,10	3,40	3,80	4,20
Net Working Capital	1,37	1,72	1,87	3,10	4,30	5,40	6,90	8,40
Severance Indemnities & Provision	1,00	1,49	1,34	1,80	2,00	2,20	2,40	2,60
NET INVESTED CAPITAL	7,75	8,83	11,02	13,10	15,30	17,20	19,50	21,80
Share Capital	1,00	1,60	1,60	1,60	1,60	1,60	1,60	1,60
Reserves and Retained Profits	(1,18)	3,23	5,34	6,97	8,98	12,03	15,93	21,63
Net Profit	0,60	1,70	1,62	2,02	3,05	3,90	5,70	7,20
Equity	0,42	6,53	8,56	10,58	13,63	17,53	23,23	30,43
Cash and Cash Equivalent	0,54	3,75	3,21	5,78	7,33	10,13	14,83	20,83
Short-Term Financial debt	4,54	3,41	2,68	3,60	4,10	4,50	4,90	5,10
ML Term Financial Debt	3,32	2,65	2,99	4,70	4,90	5,30	6,20	7,10
Net Financial Position	7,32	2,31	2,46	2,52	1,67	(0,33)	(3,73)	(8,63)
TOTAL SOURCES	7,75	8,83	11,02	13,10	15,30	17,20	19,50	21,80
CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mIn)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	
EBIT	2,27	2,95	2,85	4,30	5,60	8,10	10,30	
Taxes	0,41	0,69	0,70	1,15	1,60	2,30	3,00	
NOPAT	1,86	2,26	2,15	3,15	4,00	5,80	7,30	
D&A	2,75	2,67	2,80	3,20	3,40	3,70	4,00	
Change in receivable	0,14	(1,28)	(1,22)	(1,80)	(1,60)	(2,00)	(2,10)	
Change in payable	0,05	0,85	0,06	1,00	0,80	0,80	0,80	
Other Changes	(0,54)	0,28	(0,07)	(0,40)	(0,30)	(0,30)	(0,20)	
Change in NWC	(0,35)	(0,15)	(1,23)	(1,20)	(1,10)	(1,50)	(1,50)	
Change in Provision	0,50	(0,15)	0,46	0,20	0,20	0,20	0,20	
OPERATING CASH FLOW	4,75	4,62	4,18	5,35	6,50	8,20	10,00	
Investments	(3,98)	(4,55)	(4,11)	(4,40)	(4,40)	(4,70)	(5,00)	
FREE CASH FLOW	0,77	0,07	0,07	0,95	2,10	3,50	5,00	
Financial Management	(0,16)	(0,63)	(0,13)	(0,10)	(0,10)	(0,10)	(0,10)	
Change in Payable to Banks	(1,80)	(0,39)	2,63	0,70	0,80	1,30	1,10	
Change in Equity	4,40	0,42	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	3,21	(0,54)	2,57	1,55	2,80	4,70	6,00	

Source: Doxee and Integrae SIM estimates

1.1 1H21A Results

Table 2 – 1H21A vs 1H20A

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H21A	11,57	1,54	13,3%	0,25	0,25	1,54
1H20A	9,66	1,64	17,0%	0,53	0,28	2,46*
Change	19,8%	-6,3%	-3,7%	-52,6%	-10,4%	N.A

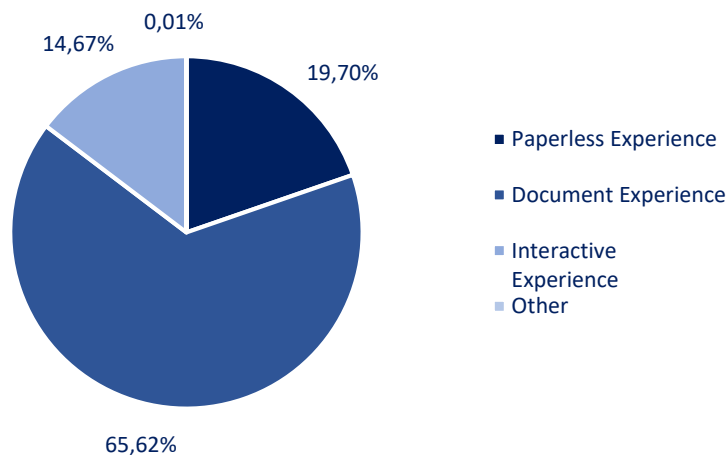
Source: Integrae SIM

*NFP al 31/12/2020

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati semestrali, dichiara che: *“La spinta del PNRR aprirà ulteriori opportunità già nel corso del secondo semestre 2021. Ci aspettiamo importanti sviluppi, vista l’attenzione della Pubblica Amministrazione verso l’evoluzione della comunicazione con i cittadini, laddove le nostre tecnologie della linea ix (con i prodotti Doxee Pvideo® e Doxee Pweb®) hanno già dimostrato di essere un fattore critico di successo per supportare la forte spinta alla digitalizzazione della PA italiana. La progressiva adozione del Cloud da parte di molte aziende ci apre a ulteriori potenzialità di business, come nel settore Finance, in cui stiamo consolidando il nostro posizionamento come player di riferimento attraverso la proposizione dei prodotti delle linee document experience e interactive experience. Anche al fine di cogliere al meglio queste opportunità di mercato, ci stiamo attrezzando attraverso il propedeutico rafforzamento della struttura organizzativa, in ottica di scalabilità a sostegno della crescita organica. Inoltre, stiamo investendo per favorire la nostra crescita a livello internazionale con la ricerca di partnership e con l’individuazione di potenziali target di acquisizione, nell’area DACH e IBERIA. [...] Inoltre, un tema rilevante di cui andiamo particolarmente fieri è il percorso di Corporate Social Responsibility che ci ha portato ad ottenere lo status di Società Benefit a luglio 2021, in continuità con l’impegno iniziato con la pubblicazione del primo Bilancio di Sostenibilità relativo all’esercizio 2020”.*

Il Valore della Produzione si attesta pari a € 11,57 mln, in aumento del 19,8% rispetto ai dati semestrali dell’anno precedente (€ 9,66 mln). I dati confermano il trend in crescita registrato negli ultimi anni ed è riconducibile alla interoperabilità delle tre linee di prodotto *document experience*, *paperless experience* e *interactive experience*. In particolare, la crescita dei ricavi è guidata dalla business line *document experience*, grazie alla forte domanda di digitalizzazione e dematerializzazione dei processi. Si ricorda, inoltre, che l’attività economica del gruppo è caratterizzata da una stagionalità che si concentra nel secondo semestre dell’esercizio.

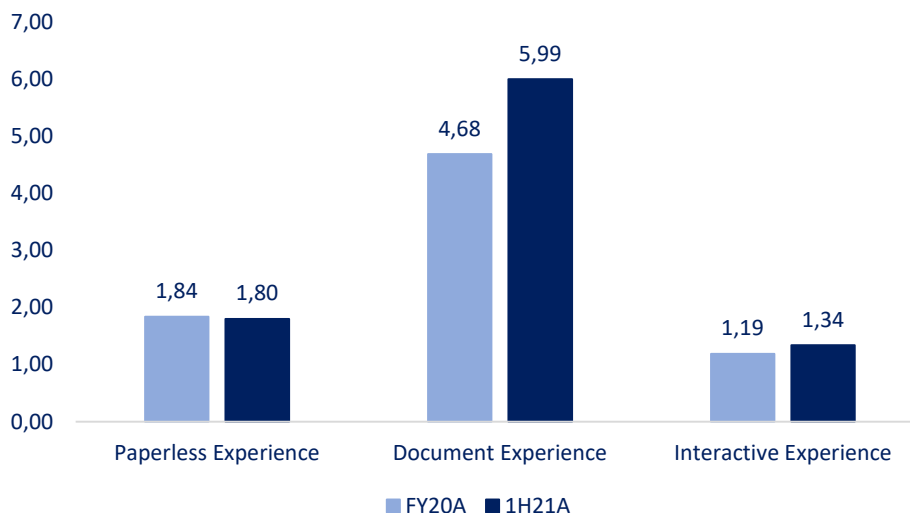
Chart 1 – Revenues Breakdown by Segment



Source: Doxee

La principale fonte di ricavo, nel corso dei primi sei mesi del 2021, è stata la business line *document experience* che ha generato una quota di ricavi pari al 65,62 % circa del totale. I restanti ricavi sono suddivisi tra le linee di prodotto *paperless experience* e *interactive experience*, che hanno generato rispettivamente quote di ricavi pari al 19,70% e al 14,67%.

Chart 2 – Revenues by Business Unit FY20A vs 1H21A



Source: Doxee

La linea di prodotto che maggiormente ha contribuito all'incremento dei ricavi è stata la *document experience*, che si attesta a € 5,99 mln, con un aumento del 28% rispetto a € 4,68 mln del FY20A. Le business line *paperless experience* e *interactive experience* hanno registrato dei valori di ricavo sostanzialmente in linea con i risultati dell'anno precedente. In particolare, la *paperless experience* ha registrato ricavi per € 1,80 mln e l'*interactive experience* ha generato ricavi che si attestano pari a € 1,34 mln.

L'EBITDA risulta pari a € 1,54 mln, registrando una leggera flessione rispetto ai € 1,64 mln del primo semestre 2020 (-6,3%). La variazione è principalmente dovuta a costi indiretti e a significativi investimenti in ricerca e sviluppo sostenuti dal Gruppo, finalizzati al rafforzamento della struttura organizzativa, attraverso l'incremento del personale indiretto, e all'adozione di strumenti idonei a supporto dei processi interni.

L'EBITDA Margin (13,3%) registra un decremento di 3,7 punti percentuali rispetto al primo semestre dell'anno precedente (17%). Il calo della marginalità è riconducibile anche al rilascio parziale dell'importante progetto di *release* della nuova Doxee Platform 3.0, che ha coinvolto risorse appartenenti a diverse unità organizzative, portando ad un'accelerazione rispetto alle scadenze programmate.

L'EBIT è pari a € 0,25 mln (€ 0,53 mln al 30 giugno 2020), dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 1,29 mln derivanti prevalentemente dagli investimenti in sviluppo tecnologico.

Il Net Income si attesta a € 0,25 mln, in decremento del 6,7% rispetto all'1H20A (€ 0,28 mln).

La NFP risulta pari a € 1,54, in miglioramento rispetto a € 2,46 mln al 31 dicembre 2020. Tale variazione positiva è riconducibile principalmente al miglioramento della gestione del capitale circolante commerciale.

1.2 FY21E – FY25E Estimates

Table 3 – Estimates Updates FY21E-25E

€/mln	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
VoP					
New	25,6	30,6	34,8	40,0	45,2
Old	25,6	30,6	34,8	N/A	N/A
Change	0,0%	0,0%	0,0%	N/A	N/A
EBITDA					
New	5,7	7,5	9,0	11,8	14,3
Old	6,7	9,2	10,6	N/A	N/A
Change	-15,7%	-18,5%	-15,1%	N/A	N/A
EBITDA %					
New	22,1%	24,5%	25,9%	29,5%	31,6%
Old	26,2%	30,1%	30,5%	N/A	N/A
Change	-4,1%	-5,6%	-4,6%	N/A	N/A
EBIT					
New	2,9	4,3	5,6	8,1	10,3
Old	4,0	6,4	7,7	N/A	N/A
Change	-28,7%	-32,8%	-27,3%	N/A	N/A
Net Income					
New	2,0	3,0	3,9	5,7	7,2
Old	2,8	4,5	5,3	N/A	N/A
Change	-29,2%	-33,0%	-26,4%	N/A	N/A
NFP					
New	2,5	1,7	(0,3)	(3,7)	(8,6)
Old	1,3	(2,1)	(5,9)	N/A	N/A
Change	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

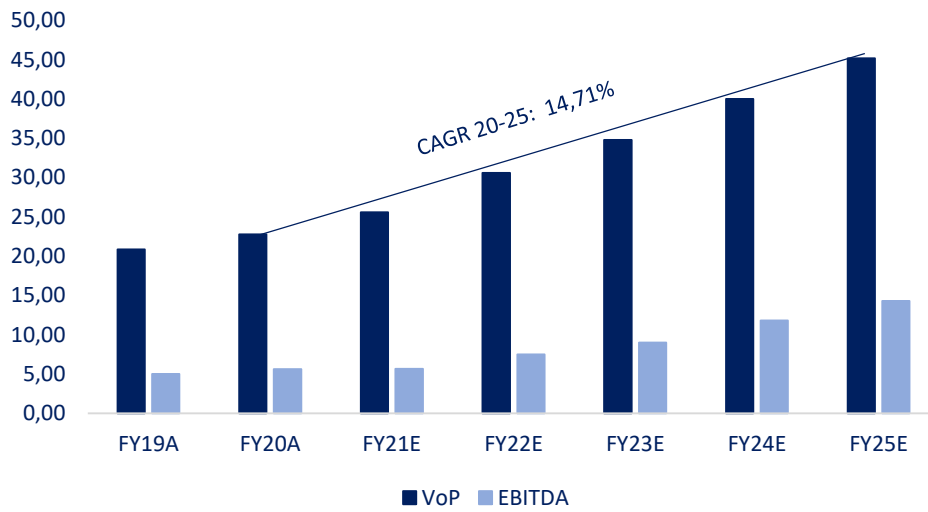
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H21A, modifichiamo parzialmente le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, confermiamo valore della produzione FY21E pari a € 25,60 mln ed un EBITDA stimato pari a € 5,7 mln, corrispondente ad una marginalità del 22,1%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 45,2 mln (CAGR 20A-25E: 14,71%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 14,30 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 31,6%), in crescita rispetto a € 5,61 mln del FY20A (corrispondente ad un EBITDA margin del 27,7%).

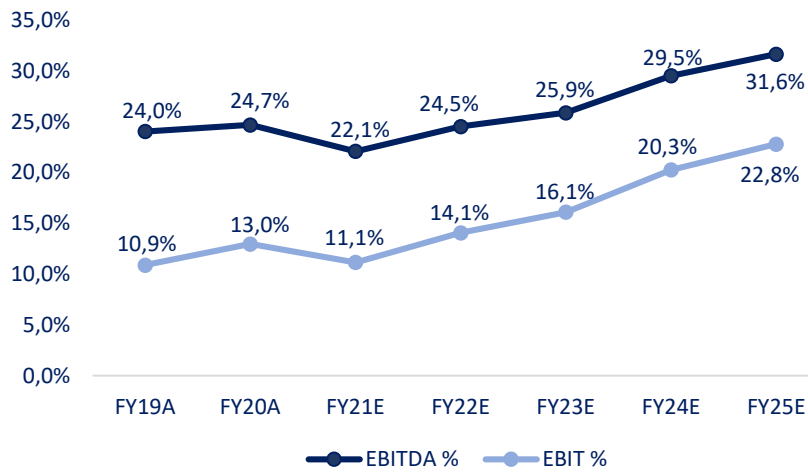
A livello patrimoniale, invece, modifichiamo le nostre precedenti stime di NFP, in ragione della migliore gestione del capitale circolante commerciale e degli investimenti in sviluppo tecnologico.

Chart 3 – Value of Production and EBITDA FY19A-25E



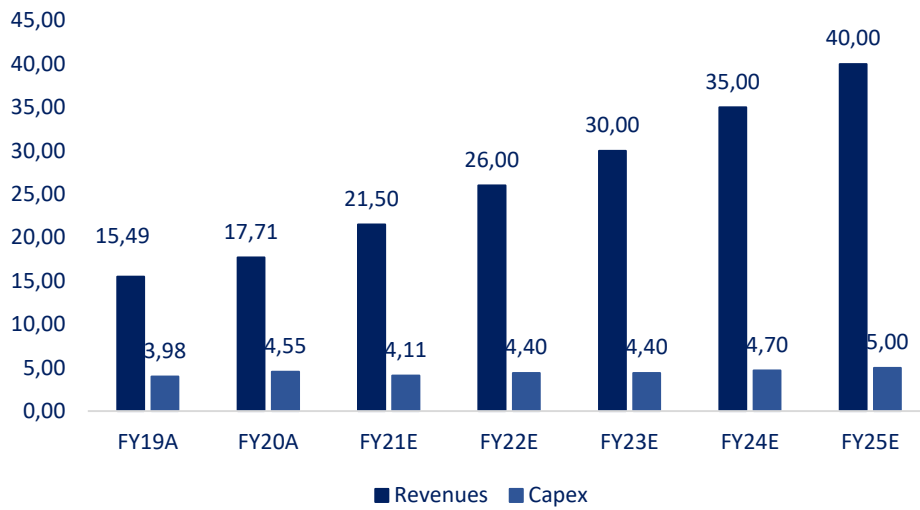
Source: Integrae SIM

Chart 4 – Margin FY19A-25E



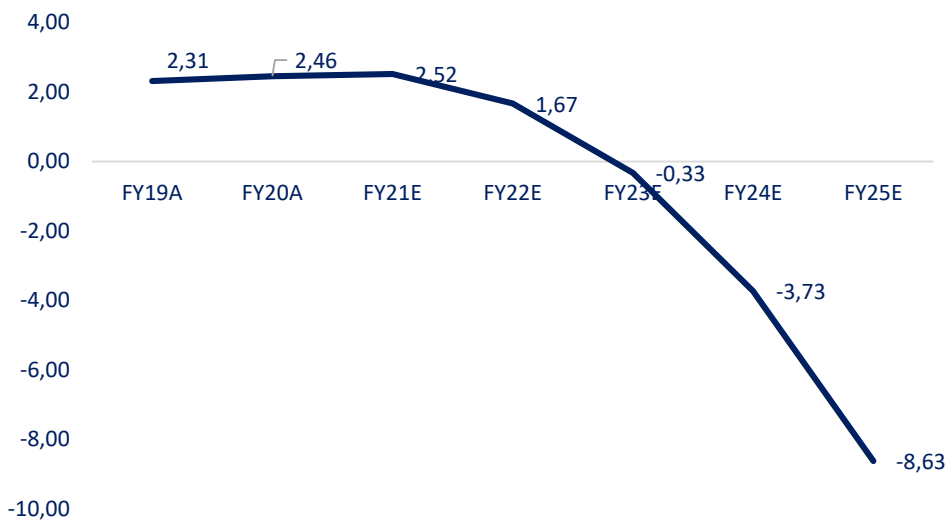
Source: Integrae SIM

Chart 5 – Capex FY19A-25E



Source: Integrae SIM

Chart 6 – NFP FY19A-25E



Source: Integrae SIM

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		5,34%
Risk Free Rate	-0,19% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,85% Beta Adjusted	0,69
D/E (average)	42,86% Beta Relevered	0,90
Ke	7,01% Kd	2,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 5,34%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		102,5
FCFO actualized	9,9	9%
TV actualized DCF	95,1	91%
Enterprise Value	104,9	100%
NFP (FY20A)	2,5	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un ***equity value* di €102,5 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%	334,7	241,0	187,4	152,7	128,4	110,4	96,6
	2,0%	245,9	191,2	155,8	131,0	112,6	98,5	87,4
	1,5%	195,1	158,9	133,6	114,9	100,5	89,1	79,8
	1,0%	162,1	136,3	117,2	102,5	90,9	81,4	73,6
	0,5%	139,0	119,5	104,5	92,7	83,0	75,0	68,3
	0,0%	122,0	106,7	94,5	84,7	76,5	69,7	63,8
	-0,5%	108,8	96,4	86,4	78,1	71,1	65,1	60,0

Source: Integrae SIM

2.2 Market multiples

Il nostro *panel* è formato da società operanti nello stesso settore di Doxee. 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)			EV / EBIT (x)		
	FY21E	FY22E	FY23E	FY21E	FY22E	FY23E
Neosperience SpA	10,08	7,71	5,66	50,58	20,61	10,56
Piteco SpA	16,73	15,26	13,90	26,20	22,60	21,46
Alkemy SpA	11,59	10,94	9,45	14,85	12,99	12,23
Esker SA	63,59	50,65	42,49	99,88	79,58	64,80
Unifiedpost Group SA	92,27	19,11	10,75	N/M	N/M	107,03
Median	16,7x	15,3x	10,8x	38,4x	21,6x	21,5x

Source: Infinancials

Table 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	2021E	2022E	2023E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	94,5	114,5	96,8
EV/EBIT	109,4	92,9	120,2
Equity Value			
EV/EBITDA	92,0	112,8	97,1
EV/EBIT	106,9	91,2	120,5
Average	99,5	102,0	108,8

Source: Integrae SIM

L'equity value di Doxee, utilizzando i market multiple EV/EBITDA e EV/EBIT risulta essere **pari a €103,4 mln.**

2.3 Equity Value

Table 9 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	103,0
Equity Value DCF (€/mln)	102,5
Equity Value multiples (€/mln)	103,4
Target Price (€)	14,30

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a €103,0 mln. Il **target price** è quindi di **€ 14,30 (prev. €8,25)**. Confermiamo rating **BUY** e rischio **MEDIUM**.

Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20A	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	18,8x	18,7x	14,1x
EV/EBIT	35,8x	37,0x	24,5x

Source: Integrae SIM

Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20A	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	16,2x	16,1x	12,1x
EV/EBIT	30,9x	31,9x	21,2x

Source: Integrae SIM

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

Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integrae SIM's current Head of Research, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalists guild. Mattia Petracca is 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
02/10/2020	3,31	Buy	6,00	Medium	Update
29/03/2021	4,88	Buy	8,25	Medium	Update

The list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integrae SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integrae SIM website.

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRAE SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRAE SIM SpA shall not be directly and/or indirectly held liable for the correctness or completeness of said sources.

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present

publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

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

Rating system (long term horizon: 12 months)

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the expected total return (ETR – absolute performance in the 12 months following the publication of the analysis, including the ordinary dividend paid by the company), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the expected total return may temporarily fall outside the proposed range

Equity Total Return (ETR) for different risk categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR >= 7.5%	ETR >= 10%	ETR >= 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR <= -5%	ETR <= -5%	ETR <= 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that 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, 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:

- Integræ 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 SpA;
- Integræ 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 SpA;
- Integræ SIM S.p.A. It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Doxee SpA;
- In the IPO phase, Integræ SIM played the role of global coordinator.

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