

Doxee	Italy	Euronext Growth Milan	ICT
Rating: BUY (unch.)	Target Price: € 14,50 (prev. 14,30)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-8,15%	-0,80%	4,20%	100,00%
to FTSE Italia Growth	-11,45%	8,54%	7,83%	79,22%
to Euronext STAR Milan	-9,17%	14,10%	10,99%	89,97%
to FTSE All-Share	-10,58%	8,73%	6,04%	98,29%
to EUROSTOXX	-10,72%	8,74%	6,15%	101,30%
to MSCI World Index	-11,28%	4,89%	2,06%	93,71%

Stock Data	
Price	€ 12,40
Target price	€ 14,50
Upside/(Downside) potential	16,9%
Bloomberg Code	DOX IM EQUITY
Market Cap (€m)	€ 98,89
EV (€m)	€ 100,51
Free Float	18,11%
Share Outstanding	7.974.772
52-week high	€ 14,20
52-week low	€ 5,90
Average daily volumes (3m)	3.755

Key Financials (€m)	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
VoP	26,1	29,5	35,0	40,1
EBITDA	5,3	5,9	9,2	11,9
EBIT	1,7	1,5	4,5	6,9
Net Profit	1,6	1,2	4,0	6,2
EPS (€)	0,21	0,16	0,50	0,77
EBITDA margin	20,4%	20,0%	26,3%	29,7%
EBIT margin	6,6%	5,1%	12,9%	17,2%
Net Profit margin	6,3%	4,2%	11,3%	15,3%

Main Ratios	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA (x)	18,8	17,0	10,9	8,4
EV/EBIT (x)	58,4	67,0	22,3	14,6
P/E (x)	60,1	79,3	25,0	16,1

Mattia Petracca mattia.petracca@integraesim.it
Alessandro Colombo alessandro.colombo@integraesim.it

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



FY21A Results

Il VoP si attesta a € 26,13 mln, rispetto a un valore pari a € 21,99 mln registrato a fine 2020 e a € 25,60 mln stimati nel nostro precedente report. L'EBITDA, pari a € 5,33 mln, registra un significativo aumento pari all'8,0% rispetto ai € 4,93 mln dell'esercizio precedente e risulta in linea rispetto alle nostre precedenti stime pari a € 5,65 mln. L'EBITDA Margin, pari al 20,4%, risulta in leggera diminuzione rispetto al 22,4% del 2020 e rispetto anche alle nostre aspettative, pari al 22,1%. L'Utile Netto si attesta a € 1,65 mln rispetto a € 0,93 mln registrato nel 2020A e a € 2,02 mln atteso. La NFP passa da € 2,91 mln a € 1,62 mln.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il 2021A, modifichiamo le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo un valore della produzione 2022E pari a € 29,5 mln ed un EBITDA pari a € 5,9 mln, corrispondente ad un EBITDA margin del 20,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 45,2 mln (CAGR 21A-25E: 14,68%) nel 2025E, con EBITDA pari a € 14,30 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 31,6%), in crescita rispetto a € 5,33 mln del 2021A (corrispondente ad un EBITDA margin del 20,4%).

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 €148,9 mln. L'equity value di Doxee, utilizzando il market multiple EV/EBITDA risulta essere pari a €82,3 mln. Ne risulta un equity value medio pari a €115,6 mln. Il target price è quindi di € 14,50 (prev. €14,30). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mIn)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Sales	17,71	20,85	24,50	30,00	35,00	40,00
Other Revenues	4,29	5,29	5,00	5,00	5,10	5,20
Value of Production	21,99	26,13	29,50	35,00	40,10	45,20
COGS	0,55	0,40	0,50	0,55	0,60	0,65
Use of Asset owned by Others	0,35	0,32	0,60	0,70	0,70	0,70
Services	8,81	11,75	12,50	13,50	15,00	16,50
Employees	7,00	8,00	9,50	10,50	11,30	12,40
Other Operating Expenses	0,35	0,34	0,50	0,55	0,60	0,65
EBITDA	4,93	5,33	5,90	9,20	11,90	14,30
<i>EBITDA Margin</i>	<i>22,4%</i>	<i>20,4%</i>	<i>20,0%</i>	<i>26,3%</i>	<i>29,7%</i>	<i>31,6%</i>
D&A	2,78	3,61	4,40	4,70	5,00	5,30
EBIT	2,16	1,72	1,50	4,50	6,90	9,00
<i>EBIT Margin</i>	<i>9,8%</i>	<i>6,6%</i>	<i>5,1%</i>	<i>12,9%</i>	<i>17,2%</i>	<i>19,9%</i>
Financial Management	(0,64)	0,11	(0,10)	(0,10)	(0,10)	(0,10)
EBT	1,52	1,83	1,40	4,40	6,80	8,90
Taxes	0,59	0,18	0,15	0,45	0,65	0,85
Net Income	0,93	1,65	1,25	3,95	6,15	8,05
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mIn)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Fixed Asset	10,88	12,25	12,35	12,15	11,40	9,60
Account receivable	7,58	9,70	10,60	12,20	14,20	16,30
Account payable	5,44	6,77	7,20	7,80	8,65	9,50
Operating Working Capital	2,14	2,93	3,40	4,40	5,55	6,80
Other Receivable	2,36	3,05	3,60	4,40	5,00	5,70
Other Payable	4,43	4,71	5,00	5,40	6,00	6,60
Net Working Capital	0,07	1,27	2,00	3,40	4,55	5,90
Severance Indemnities & Provision	1,35	1,52	2,00	2,20	2,40	2,60
NET INVESTED CAPITAL	9,60	12,00	12,35	13,35	13,55	12,90
Share Capital	1,60	1,77	1,77	1,77	1,77	1,77
Reserves and Retained Profits	4,16	6,96	8,61	9,85	13,80	19,95
Net Profit	0,93	1,65	1,25	3,95	6,15	8,05
Equity	6,69	10,38	11,62	15,57	21,72	29,77
Cash and Cash Equivalent	3,17	5,82	7,67	11,52	18,67	29,07
Short-Term Financial debt	2,78	2,46	2,90	3,50	4,10	4,70
ML Term Financial Debt	3,30	4,99	5,50	5,80	6,40	7,50
Net Financial Position	2,91	1,62	0,73	(2,22)	(8,17)	(16,87)
TOTAL SOURCES	9,60	12,00	12,35	13,35	13,55	12,90
CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mIn)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT		1,72	1,50	4,50	6,90	9,00
Taxes		0,18	0,15	0,45	0,65	0,85
NOPAT		1,54	1,35	4,05	6,25	8,15
D&A		3,61	4,40	4,70	5,00	5,30
Change in receivable		(2,12)	(0,90)	(1,60)	(2,00)	(2,10)
Change in payable		1,32	0,43	0,60	0,85	0,85
Other Changes		(0,41)	(0,26)	(0,40)	0,00	(0,10)
Change in NWC		(1,20)	(0,73)	(1,40)	(1,15)	(1,35)
Change in Provision		0,18	0,48	0,20	0,20	0,20
OPERATING CASH FLOW		4,13	5,49	7,55	10,30	12,30
Investments		(4,99)	(4,50)	(4,50)	(4,25)	(3,50)
FREE CASH FLOW		(0,86)	1,00	3,05	6,05	8,80
Financial Management		0,11	(0,10)	(0,10)	(0,10)	(0,10)
Change in Payable to Banks		1,37	0,95	0,90	1,20	1,70
Change in Equity		2,04	0,00	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)		2,66	1,85	3,85	7,15	10,40

Source: Doxee and Integrae SIM estimates

1.1 FY21A Results

Table 2 – Actual VS Estimates FY21A

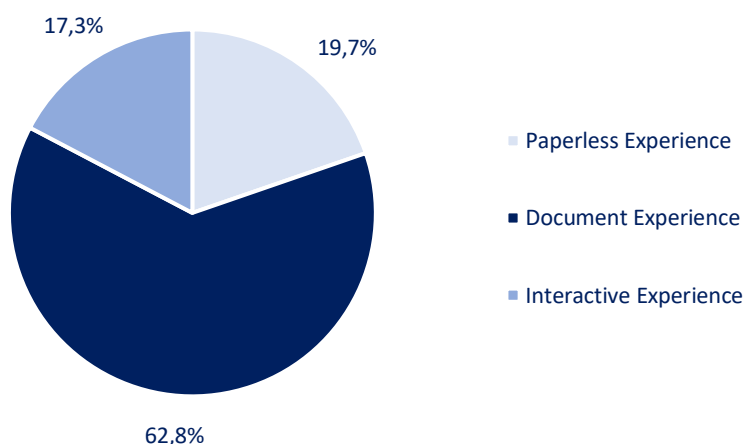
€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY21A	26,13	5,33	20,4%	1,72	1,65	1,62
FY21E	25,60	5,65	22,1%	2,85	2,02	2,52
Change	2,1%	-5,6%	-1,7%	-39,7%	-18,4%	N.A

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati annuali, dichiara che: *“Il 2021 è stato per Doxee un anno di crescita con ricavi in aumento del 18%, a testimonianza del corretto posizionamento della Società sul mercato della digitalizzazione dei processi di comunicazione per aziende e pubbliche amministrazioni. Forti di questi risultati, nel 2021 abbiamo effettuato investimenti strategici in R&D e HR, ambiti che, per il mercato altamente innovativo e competitivo in cui operiamo, riteniamo fondamentali per il propedeutico rafforzamento della struttura organizzativa, in ottica di scalabilità a sostegno della crescita organica e tramite M&A. In particolare, nel corso dell’anno, in base alla roadmap predefinita, abbiamo investito su due principali driver di sviluppo: la nuova release della Doxee Platform®, l’asset tecnologico che abilita l’intera offerta dei nostri prodotti, e il rafforzamento della struttura commerciale e dei servizi alla clientela oltre che della struttura interna, a supporto dei processi gestionali. [...] Con queste operazioni riteniamo di aver posto le basi per fare di Doxee sempre più una realtà capace di giocare da protagonista a livello europeo nel mondo della trasformazione digitale, con un’offerta scalabile e un piano di crescita – organica e per linee esterne - sostenibile e profittevole, nonché coerente con le strategie di sviluppo che caratterizzano il mercato di riferimento”.*

Il valore della produzione si attesta a € 26,13 mln, rispetto a un valore pari a € 21,99 mln registrato a fine 2020 e a € 25,60 mln stimati nel nostro precedente *report*. Tale risultato è stato possibile soprattutto grazie alla crescita delle linee di prodotto **document experience** e **interactive experience**. La crescita è stata altresì sostenuta dalla spinta del PNRR, che ha permesso di aumentare i ricavi derivanti dal settore della Pubblica Amministrazione del 17%, anche tramite la collaborazione con alcuni partner e l’aggiudicazione di importanti gare. Il Gruppo è stato inoltre in grado di consolidare il proprio posizionamento nei settori Utilities e Finance, con un incremento di ricavi rispettivamente pari al 26% e 9%.

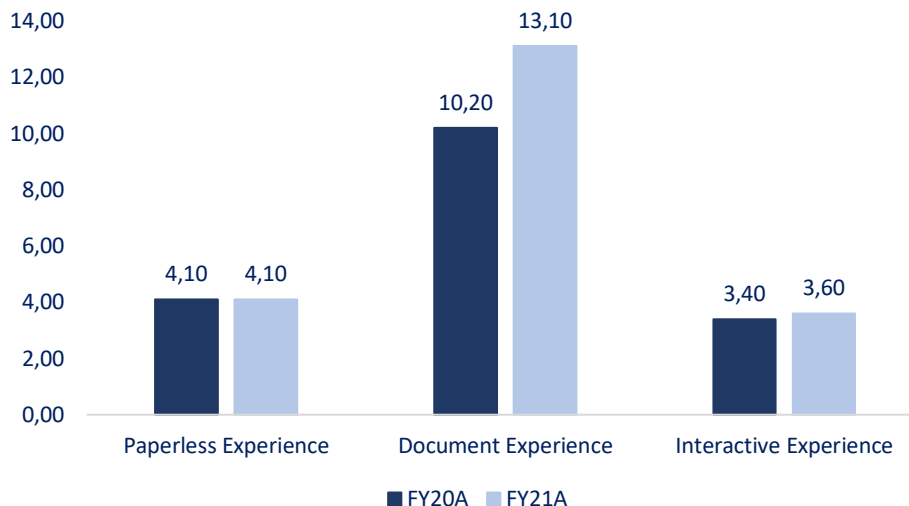
Chart 1 – Revenues Breakdown by Segment



Source: Doxee

La principale fonte di ricavo, nel corso del 2021A, è stata la linea di prodotto **document experience** ha generato una quota di ricavi pari al 62,8% circa. I restanti ricavi sono così suddivisi: 19,7% dalla linea **paperless experience** e 17,3% dalla linea **interactive experience**.

Chart 2 – Revenues by Business Unit FY20A vs FY21A



Source: Doxee

Le linee di prodotto che maggiormente hanno contribuito all'incremento dei ricavi sono state: la **document experience**, che si attesta a € 13,10 mln, con un aumento del 28,4% rispetto a € 10,20 mln del 2020 e la **interactive experience**, che registra ricavi pari a € 3,60 mln (in crescita dell'5,9% rispetto a € 3,40 mln del 2020). La linea **paperless experience** rimane sostanzialmente in linea con l'anno precedente, confermandosi a circa € 4,10 mln.

L'EBITDA, pari a € 5,33 mln, registra un significativo aumento pari all'8,0% rispetto ai € 4,93 mln dell'esercizio precedente e risulta in linea rispetto alle nostre precedenti stime pari a € 5,65 mln. L'EBITDA Margin, pari al 20,4%, risulta in leggera diminuzione rispetto al 22,4% del 2020 e rispetto anche alle nostre aspettative, pari al 22,1%. La differenza di marginalità è dovuta principalmente ai cospicui investimenti realizzati durante l'esercizio che hanno comportato un incremento dei costi indiretti e di R&D rispetto al 2020. In particolare, gli investimenti in R&D risultano pari a € 4,30 mln e corrispondono a circa il 16,3% del valore della produzione nel 2021, a conferma degli obiettivi strategici del Gruppo in materia di innovazione di prodotto e di processo.

L'EBIT è pari a € 1,72 mln (€ 2,16 mln nel 2020), dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 3,61 mln derivanti prevalentemente dagli investimenti in sviluppo tecnologico. L'EBIT Margin è pari al 6,6%, rispetto ad una marginalità pari al 9,8% al 31/12/2020. L'Utile Netto si attesta a € 1,65 mln rispetto a € 0,93 mln registrato nel 2020A e a € 2,02 mln atteso.

La NFP passa da € 2,91 mln a € 1,62 mln. Il valore della NFP risulta molto significativo considerando gli importanti investimenti sostenuti nel corso dell'anno. Una buona parte degli investimenti è riconducibile ad attività di Ricerca e Sviluppo, principalmente dovuti alla progressiva realizzazione e adozione della nuova release della Doxee Platform® e alla sempre maggiore rilevanza del programma API avviato nel 2021. Inoltre, la Società ha voluto potenziare la struttura in ambito vendite, *product management*, *operations* e Amministrazione Finanza e Controllo, con conseguente adozione di strumenti a supporto dei relativi processi per perseguire i propri obiettivi di sviluppo triennale.

1.2 FY22E – FY25E Estimates

Table 3 – Estimates Updates FY22E-25E

€/mln	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
VoP				
New	29,5	35,0	40,1	45,2
Old	30,6	34,8	40,0	45,2
Change	-3,6%	0,6%	0,3%	0,0%
EBITDA				
New	5,9	9,2	11,9	14,3
Old	7,5	9,0	11,8	14,3
Change	-21,3%	2,2%	0,8%	0,0%
EBITDA %				
New	20,0%	26,3%	29,7%	31,6%
Old	24,5%	25,9%	29,5%	31,6%
Change	-4,5%	0,4%	0,2%	0,0%
EBIT				
New	1,5	4,5	6,9	9,0
Old	4,3	5,6	8,1	10,3
Change	-65,1%	-19,6%	-14,8%	-12,6%
Net Income				
New	1,2	4,0	6,2	8,1
Old	3,0	3,9	5,7	7,2
Change	-59,1%	1,3%	7,9%	11,8%
NFP				
New	0,7	(2,2)	(8,2)	(16,9)
Old	1,7	(0,3)	(3,7)	(8,6)
Change	N/A	N/A	N/A	N/A

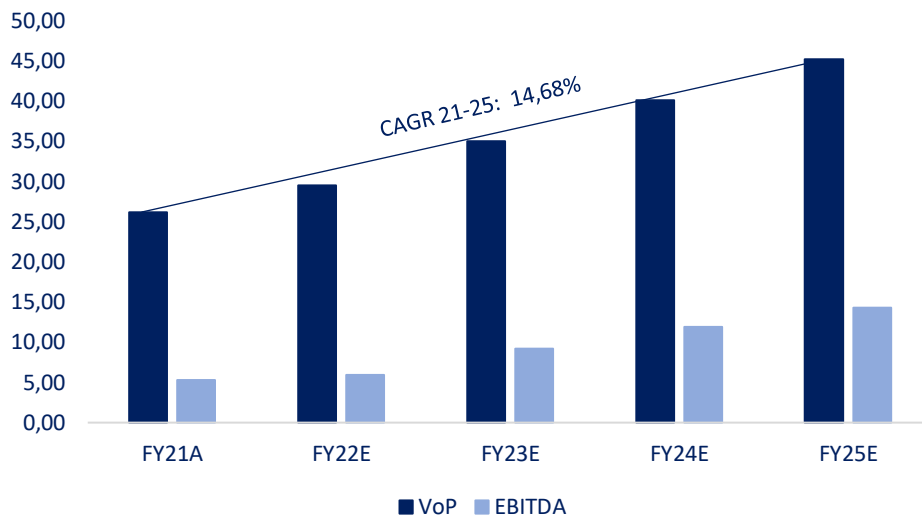
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il 2021A, modifichiamo le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo un valore della produzione 2022E pari a € 29,50 mln ed un EBITDA pari a € 5,90 mln, corrispondente ad un EBITDA margin del 20,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 45,20 mln (CAGR 21A-25E: 14,68%) nel 2025E, con EBITDA pari a € 14,30 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 31,6%), in crescita rispetto a € 5,33 mln del 2021A (corrispondente ad un EBITDA margin del 20,4%).

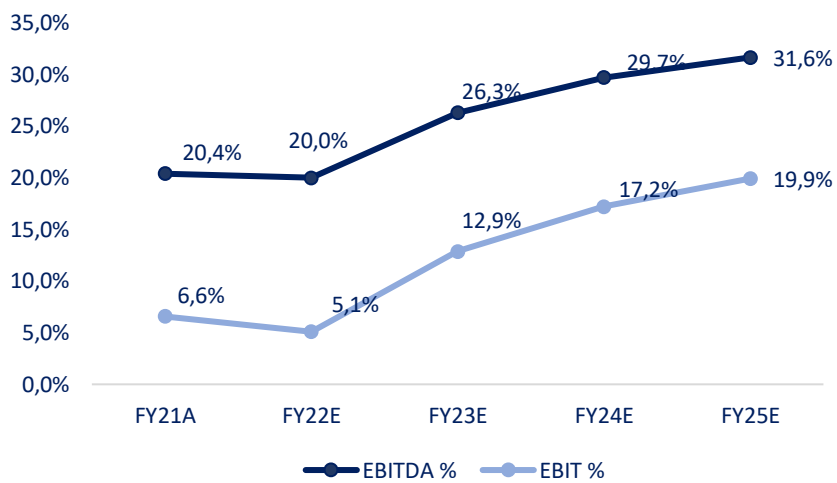
A livello patrimoniale, invece, stimiamo per il FY25E una NFP *cash positive* pari a € 16,87 mln.

Chart 3 – VoP and EBITDA FY21A-25E



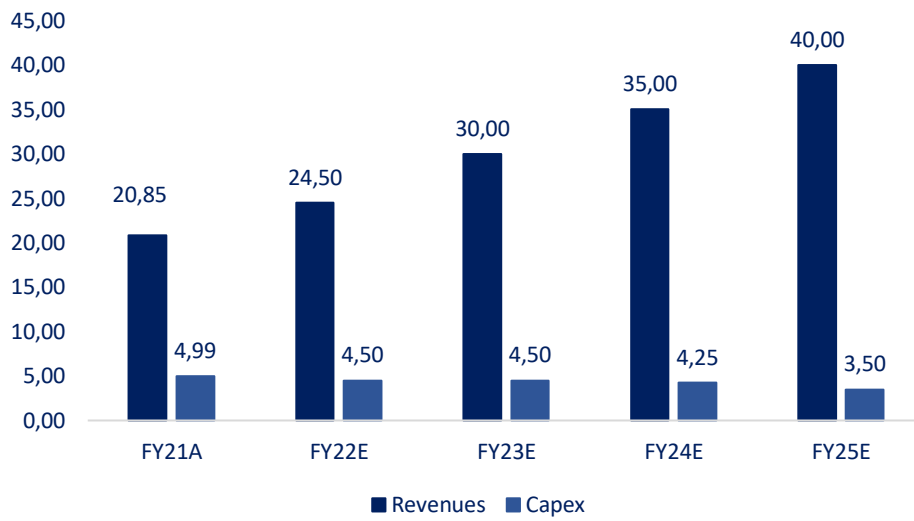
Source: Integrae SIM

Chart 4 – Margin FY21A-25E



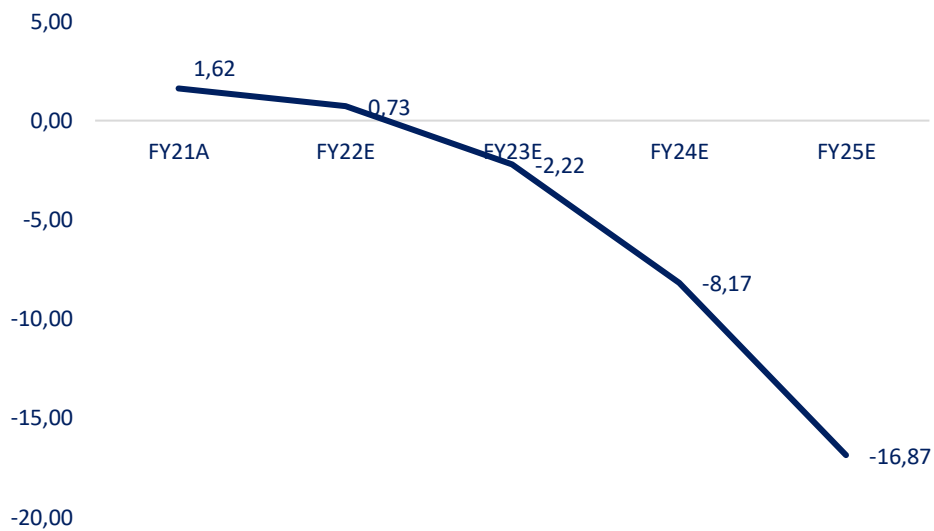
Source: Integrae SIM

Chart 5 – Capex FY21A-25E



Source: Integrae SIM

Chart 6 – NFP FY21A-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		5,29%
Risk Free Rate	0,80% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,42% Beta Adjusted	0,57
D/E (average)	42,86% Beta Relevered	0,74
Ke	6,94% Kd	2,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 5,29%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		148,9
FCFO actualized	12,8	9%
TV actualized DCF	137,7	91%
Enterprise Value	150,5	100%
NFP (FY21A)	1,6	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un *equity value* di €148,9 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%	494,1	353,2	273,8	222,9	187,5	161,4	141,4
	2,0%	359,5	278,7	226,8	190,8	164,2	143,9	127,8
	1,5%	283,6	230,8	194,1	167,1	146,4	130,0	116,7
	1,0%	234,9	197,5	170,0	148,9	132,2	118,7	107,6
	0,5%	201,0	173,0	151,5	134,5	120,8	109,4	99,9
	0,0%	176,0	154,2	136,9	122,9	111,3	101,6	93,3
	-0,5%	156,9	139,3	125,0	113,2	103,3	94,9	87,7

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)		
	FY22E	FY23E	FY24E
Neosperience SpA	6,7x	4,9x	N/A
Piteco SpA	12,7x	11,2x	10,3x
Alkemy SpA	8,1x	6,9x	6,3x
Esker SA	30,5x	25,8x	21,0x
Unifiedpost Group SA	47,6x	3,5x	2,0x
Median	12,7x	6,9x	8,3x

Source: Infinancials

Table 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	2022E	2023E	2024E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	75,0	63,8	98,4
Equity Value			
EV/EBITDA	74,3	66,0	106,5
Average	74,3	66,0	106,5

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di Doxee, utilizzando il *market multiple* EV/EBITDA risulta essere **pari a € 82,3 mln**.

2.3 Equity Value

Table 9 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	115,6
Equity Value DCF (€/mln)	148,9
Equity Value multiples (€/mln)	82,3
Target Price (€)	14,50

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a €115,6 mln. Il **target price** è quindi di **€ 14,50 (prev. €14,30)**. Confermiamo rating **BUY** e rischio **MEDIUM**.

Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	22,0x	19,9x	12,7x	9,9x
EV/EBIT	68,2x	78,1x	26,0x	17,0x

Source: Integrae SIM

Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	18,8x	17,0x	10,9x	8,4x
EV/EBIT	58,4x	67,0x	22,3x	14,6x

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, Giuseppe Riviello and Alessandro Colombo are the current financial analysts.

Disclaimer

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

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

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

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

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

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
29/03/2021	4,88	Buy	8,25	Medium	Update
27/04/2021	7,40	Buy	8,25	Medium	Flash Note
27/09/2021	12,30	Buy	14,30	Medium	Update
11/01/2022	12,50	Buy	14,30	Medium	Flash Note
14/01/2022	13,10	Buy	14,30	Medium	Flash Note
20/01/2022	13,20	Buy	14,30	Medium	Flash Note

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

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

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM

SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

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

Rating system (long term horizon: 12 months)

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

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

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

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

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

Conflict of interest

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

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