

Doxee	Italy	Euronext Growth Milan	ICT
Rating: BUY (unch.)	Target Price: € 14,00 (prev. 14,50)	Update	Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	-0,20%	-12,29%	-19,84%	-18,50%
to FTSE Italia Growth	5,64%	-7,07%	-3,62%	0,61%
to Euronext STAR Milan	8,94%	-0,64%	4,27%	11,56%
to FTSE All-Share	4,93%	-6,02%	-3,80%	0,77%
to EUROSTOXX	6,38%	-6,26%	-5,64%	-0,67%
to MSCI World Index	9,72%	-5,31%	1,65%	2,23%

Stock Data

Price	€ 9,78
Target price	€ 14,00
Upside/(Downside) potential	43,2%
Bloomberg Code	DOX IM EQUITY
Market Cap (€m)	€ 77,99
EV (€m)	€ 79,61
Free Float	18,11%
Share Outstanding	7.974.772
52-week high	€ 14,20
52-week low	€ 9,54
Average daily volumes (3m)	625

Key Financials (€m)	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
VoP	26,1	30,0	40,0	47,1
EBITDA	5,3	5,8	9,9	13,0
EBIT	1,7	1,5	5,2	8,0
Net Profit	1,6	1,0	3,6	5,6
EPS (€)	0,21	0,13	0,45	0,70
EBITDA margin	20,4%	19,3%	24,6%	27,6%
EBIT margin	6,6%	5,0%	12,9%	17,0%
Net Profit margin	6,3%	3,5%	9,0%	11,9%

Main Ratios	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA (x)	14,9	13,7	8,1	6,1
EV/EBIT (x)	46,3	53,1	15,5	10,0
P/E (x)	47,4	74,5	21,7	13,9

Mattia Petracca

mattia.petracca@integraesim.it

Alessandro Colombo

alessandro.colombo@integraesim.it

Stocks performance vs FTSE Italia Growth



1H22A Results

Il valore della produzione del Gruppo si attesta a € 14,69 mln in aumento del 27,0% rispetto ai dati semestrali del periodo precedente (€ 11,57 mln). L'EBITDA di periodo risulta pari a € 1,60 mln, in aumento del 4,0% rispetto agli € 1,54 mln del 1H21A. L'EBITDA margin, tuttavia, diminuisce del 2,4% passando dal 13,3% del 1H21A al 10,9% del 1H22A. L'EBIT è pari a € - 0,15 mln, in diminuzione rispetto agli € 0,25 mln del 1H21A. Il Net Income, infine, si attesta a € 0,14 mln, in diminuzione rispetto al periodo precedente (€ 0,25 mln). La NFP risulta pari a € 1,91 mln, in peggioramento rispetto agli 1,62 mln del 31 dicembre 2021.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H22A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo un valore della produzione per il FY22E pari a € 30,00 mln ed un EBITDA stimato pari a € 5,80 mln, corrispondente ad una marginalità del 19,3%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 54,20 mln (CAGR 21A-25E: 20,0%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 16,30 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 30,1%), in crescita rispetto a € 5,33 mln del FY21A (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 €129,0 mln. L'equity value di Doxee, utilizzando il market multiple EV/EBITDA risulta essere pari a €94,3 mln. Ne risulta un equity value medio pari a €111,7 mln. Il target price è quindi di € 14,00 (prev. €14,50). 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	25,00	35,00	42,00	49,00
Other Revenues	4,29	5,29	5,00	5,00	5,10	5,20
Value of Production	21,99	26,13	30,00	40,00	47,10	54,20
COGS	0,55	0,40	0,30	0,65	0,70	0,80
Use of Asset owned by Others	0,35	0,32	0,50	0,80	0,80	0,80
Services	8,81	11,75	13,50	16,00	18,20	20,30
Employees	7,00	8,00	9,50	12,00	13,70	15,20
Other Operating Expenses	0,35	0,34	0,40	0,70	0,70	0,80
EBITDA	4,93	5,33	5,80	9,85	13,00	16,30
<i>EBITDA Margin</i>	<i>22,4%</i>	<i>20,4%</i>	<i>19,3%</i>	<i>24,6%</i>	<i>27,6%</i>	<i>30,1%</i>
D&A	2,78	3,61	4,30	4,70	5,00	5,30
EBIT	2,16	1,72	1,50	5,15	8,00	11,00
<i>EBIT Margin</i>	<i>9,8%</i>	<i>6,6%</i>	<i>5,0%</i>	<i>12,9%</i>	<i>17,0%</i>	<i>20,3%</i>
Financial Management	(0,64)	0,11	(0,10)	(0,10)	(0,10)	(0,10)
EBT	1,52	1,83	1,40	5,05	7,90	10,90
Taxes	0,59	0,18	0,35	1,45	2,30	3,20
Net Income	0,93	1,65	1,05	3,60	5,60	7,70

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mIn)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Fixed Asset	10,88	12,25	12,95	12,75	12,00	10,20
Account receivable	7,58	9,70	10,60	12,20	14,40	16,80
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	5,75	7,30
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	4,75	6,40
Severance Indemnities & Provision	1,35	1,52	2,00	2,20	2,40	2,60
NET INVESTED CAPITAL	9,60	12,00	12,95	13,95	14,35	14,00
Share Capital	1,60	1,77	1,77	1,77	1,77	1,77
Reserves and Retained Profits	4,16	6,96	8,61	9,65	13,25	18,85
Net Profit	0,93	1,65	1,05	3,60	5,60	7,70
Equity	6,69	10,38	11,42	15,02	20,62	28,32
Cash and Cash Equivalent	3,17	5,82	6,87	10,37	16,77	26,52
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	1,53	(1,07)	(6,27)	(14,32)
TOTAL SOURCES	9,60	12,00	12,95	13,95	14,35	14,00

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mIn)	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT	1,72	1,50	5,15	8,00	11,00
Taxes	0,18	0,35	1,45	2,30	3,20
NOPAT	1,54	1,15	3,70	5,70	7,80
D&A	3,61	4,30	4,70	5,00	5,30
Change in receivable	(2,12)	(0,90)	(1,60)	(2,20)	(2,40)
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)	(1,35)	(1,65)
Change in Provision	0,18	0,48	0,20	0,20	0,20
OPERATING CASH FLOW	4,13	5,19	7,20	9,55	11,65
Capex	(4,99)	(5,00)	(4,50)	(4,25)	(3,50)
FREE CASH FLOW	(0,86)	0,20	2,70	5,30	8,15
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	1,05	3,50	6,40	9,75

Source: Doxee and Integrae SIM estimates

1.1 1H22A Results

Table 2 – 1H22A vs 1H21A

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H22A	14,69	1,60	10,9%	-0,15	0,14	1,91
1H21A	11,57	1,54	13,3%	0,25	0,25	1,62*
Change	27,0%	4,0%	-2,4%	-158,0%	-45,2%	N.A

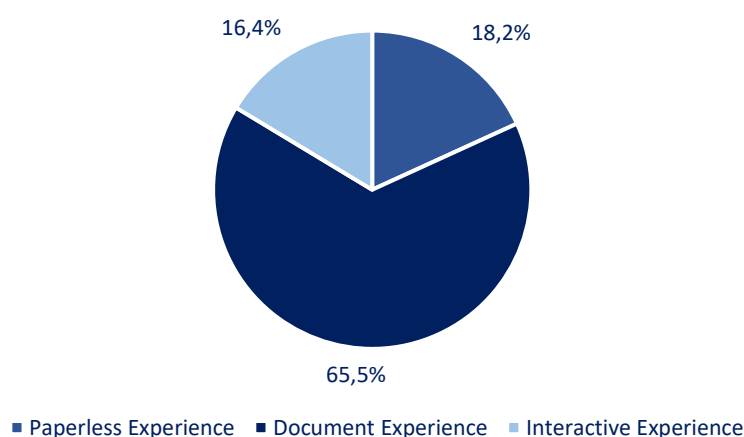
Source: Integrae SIM

*NFP al 31/12/2021

Tramite comunicato stampa, il Gruppo, commentando i risultati semestrali, dichiara che: *“Nel primo semestre del 2022, Doxee ha continuato ad operare come player di riferimento nei processi di digitalizzazione per aziende e pubbliche amministrazioni, acquisendo nuovi clienti e conducendo con successo iniziative di upselling che le hanno consentito di incrementare il valore della produzione di oltre il 25% rispetto allo stesso periodo dell’anno precedente. Forti dei risultati ottenuti in questi primi sei mesi dell’esercizio, abbiamo ulteriormente incrementato gli investimenti strategici in R&D e HR, ambiti che riteniamo chiave – in particolar modo considerando il mercato altamente innovativo in cui operiamo – per il rafforzamento della struttura organizzativa e l’efficientamento dei processi interni. In termini di R&D, nel corso del primo semestre 2022, l’attività si è focalizzata sul prosieguo del percorso di sviluppo, coerentemente con la roadmap definita, della terza release della Doxee Platform®, l’asset tecnologico che abilita l’intera offerta dei nostri prodotti. Abbiamo inoltre sostenuto ulteriori investimenti per l’integrazione dei sistemi interni e per il rafforzamento del team Sales. Grazie a queste attività proseguiamo il nostro percorso di crescita, coerentemente con la strategia di sviluppo, sia tramite crescita organica sia attraverso M&A, con l’obiettivo di diventare uno dei player di riferimento europei nella digitalizzazione in ambito CCM. Nei prossimi mesi saremo inoltre impegnati, dopo avere finalizzato l’operazione relativa all’acquisizione del 90% di Infinica GmbH (società austriaca attiva nel CCM), nella relativa integrazione tecnologica e nello sviluppo del mercato DACH e CEE, con la convinzione del valore accrescitivo su Doxee di tale operazione, grazie alle molteplici e rilevanti sinergie individuate”.*

Il valore della produzione del Gruppo si attesta a € 14,69 mln in aumento del 27,0% rispetto ai dati semestrali del periodo precedente (€ 11,57 mln). Responsabili di tale crescita sono certamente: l’andamento positivo e l’interoperabilità di tutte e 3 le *business unit*, nonché l’aumento di richieste di progetti in ambito di digitalizzazione e dematerializzazione dei processi da parte dei clienti.

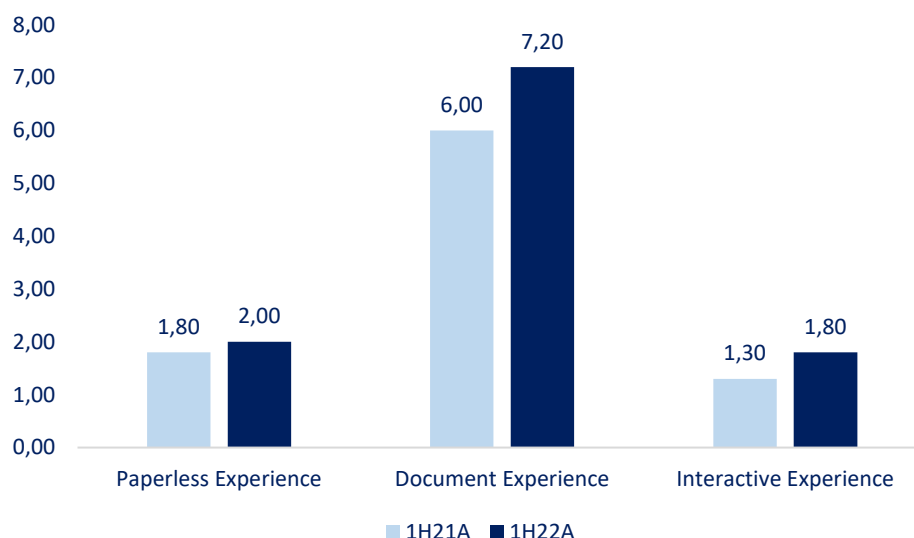
Chart 1 – Revenues Breakdown by Segment



Source: Doxee

La principale fonte di ricavo, nel corso dei primi sei mesi del 2022, è stata la *product line document experience* che ha generato una quota di ricavi pari al 65,5% circa del fatturato 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 18,2% e al 16,4%.

Chart 2 – Revenues by Business Unit 1H22A 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 € 7,20 mln, con un aumento del 20,4% rispetto ai € 6,00 mln del 1H21A. Segue la linea *interactive experience* che, con una crescita del +36,9%, è passata da un fatturato di € 1,30 mln nel 1H21A a € 1,80 mln nel 1H22A. Infine, la linea *paperless experience* ha generato ricavi per € 2,00 mln con una crescita dell'11,2% rispetto al fatturato di € 1,80 mln del 1H21A.

L'EBITDA di periodo risulta pari a € 1,60 mln, in aumento del 4,0% rispetto agli € 1,54 mln del 1H21A. L'EBITDA *margin*, tuttavia, diminuisce del 2,4% passando dal 13,3% del 1H21A al 10,9% del 1H22A. La variazione è principalmente dovuta ai maggiori costi sostenuti per l'incremento del personale indiretto e per l'adozione di strumenti idonei a supporto dei processi interni. Tramite l'aumento dei costi indiretti e i significativi investimenti in ricerca e sviluppo, il Gruppo mira infatti ad accelerare la propria crescita e ad affermarsi come *player* di riferimento a livello europeo nell'ambito della *digital customer experience* e del *customer communications management* ("CCM").

L'EBIT è pari a € - 0,15 mln, in diminuzione rispetto agli € 0,25 mln del 1H21A. Responsabili di tale variazione sono principalmente gli ammortamenti e le svalutazioni (€ 1,74 mln), cresciuti rispetto al 30 giugno 2021 in ragione della parte degli investimenti in ricerca e sviluppo capitalizzata.

Il Net Income, infine, si attesta a € 0,14 mln, in diminuzione rispetto al periodo precedente (€ 0,25 mln) ma positivo grazie all'impatto dei proventi finanziari derivanti da utili su cambi relativi alla Società Doxee USA.

La NFP risulta pari a € 1,91 mln, in peggioramento rispetto agli 1,62 mln del 31 dicembre 2021 a causa degli investimenti in progetti R&D che hanno assorbito liquidità.

1.2 FY22E – FY25E Estimates

Table 3 – Estimates Updates FY22E-25E

€/mln	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
VoP				
New	30,0	40,0	47,1	54,2
Old	29,5	35,0	40,1	45,2
Change	1,7%	14,3%	17,5%	19,9%
EBITDA				
New	5,8	9,9	13,0	16,3
Old	5,9	9,2	11,9	14,3
Change	-1,7%	7,1%	9,2%	14,0%
EBITDA %				
New	19,3%	24,6%	27,6%	30,1%
Old	20,0%	26,3%	29,7%	31,6%
Change	-0,7%	-1,7%	-2,1%	-1,6%
EBIT				
New	1,5	5,2	8,0	11,0
Old	1,5	4,5	6,9	9,0
Change	0,0%	14,4%	15,9%	22,2%
Net Income				
New	1,0	3,6	5,6	7,7
Old	1,2	4,0	6,2	8,1
Change	-16,0%	-8,9%	-8,9%	-4,3%
NFP				
New	1,5	(1,1)	(6,3)	(14,3)
Old	0,7	(2,2)	(8,2)	(16,9)
Change	N/A	N/A	N/A	N/A

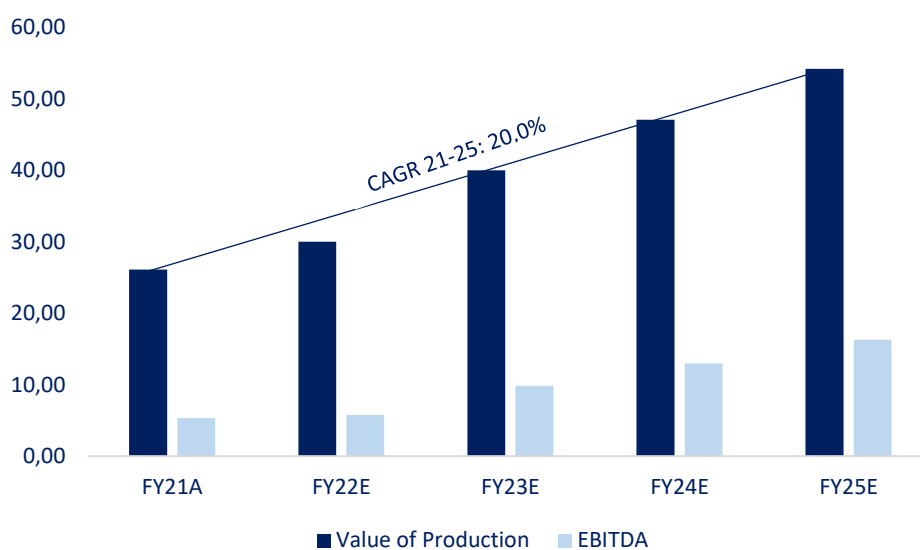
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per il 1H22A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. L'aggiornamento tiene anche in considerazione l'acquisizione di Infinica GmbH, stipulata in data 13 settembre 2022, per cui il closing è previsto entro ottobre 2022.

In particolare, stimiamo un valore della produzione per il FY22E pari a € 30,00 mln ed un EBITDA stimato pari a € 5,80 mln, corrispondente ad una marginalità del 19,3%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 54,20 mln (CAGR 21A-25E: 20,0%) nel FY25E, con EBITDA pari a € 16,30 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 30,1%), in crescita rispetto a € 5,33 mln del FY21A (corrispondente ad un EBITDA margin del 20,4%).

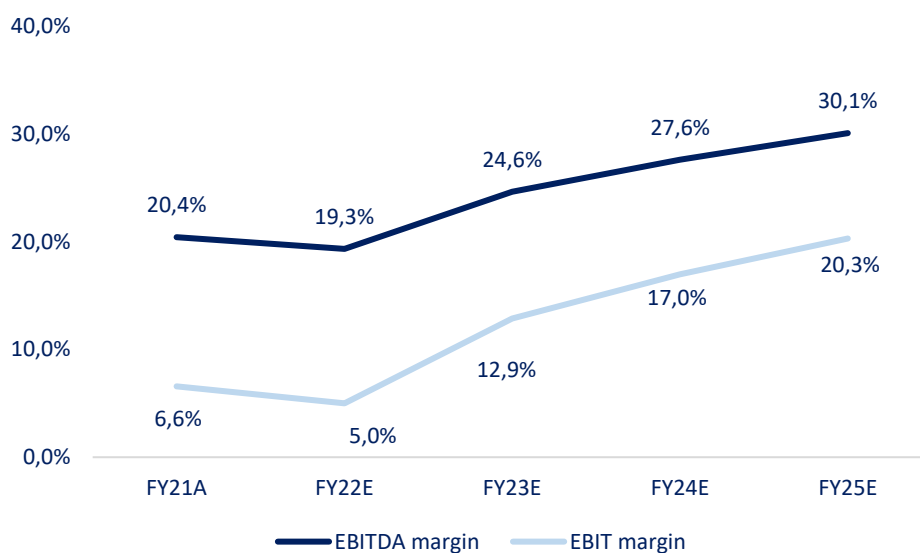
A livello patrimoniale, stimiamo per il FY25E una NFP *cash positive* e pari a € 14,32 mln.

Chart 3 – Value of Production and EBITDA FY21A-25E



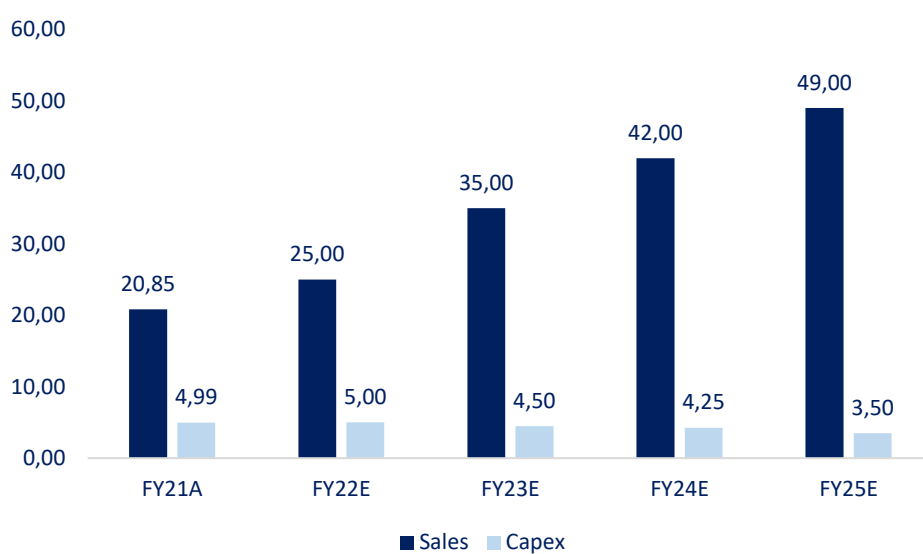
Source: Integrae SIM

Chart 4 – Margin FY21A-25E



Source: Integrae SIM

Chart 5 – Revenues and 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		6,77%
Risk Free Rate	2,18% α (specific risk)	2,50%
Market Premium	9,08% Beta Adjusted	0,55
D/E (average)	81,82% Beta Relevered	0,82
Ke	9,68% Kd	2,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 6,77%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		129,0
FCFO actualized	14,0	11%
TV actualized DCF	116,6	89%
Enterprise Value	130,6	100%
NFP (FY19E)	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 €129,0 mln.

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		5,3%	5,8%	6,3%	6,8%	7,3%	7,8%	8,3%
Growth rate (g)	2,5%	266,8	224,6	193,6	169,9	151,2	136,0	123,5
	2,0%	228,0	196,5	172,4	153,4	138,0	125,3	114,6
	1,5%	199,5	175,0	155,7	140,0	127,1	116,3	107,0
	1,0%	177,6	158,0	142,1	129,0	118,0	108,6	100,5
	0,5%	160,4	144,2	130,9	119,7	110,2	101,9	94,8
	0,0%	146,4	132,8	121,5	111,8	103,4	96,2	89,8
	-0,5%	134,8	123,3	113,4	104,9	97,6	91,1	85,3

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
Alkemy SpA	5,6x	4,9x	4,3x
Esker SA	18,0x	17,1x	14,2x
Unifiedpost Group SA	69,5x	4,5x	2,5x
Objective Corp. Ltd.	31,3x	24,9x	21,1x
Median	24,7x	11,0x	9,2x

Source: Infinancials

Table 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	2022E	2023E	2024E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	143,1	108,3	120,1
Equity Value			
EV/EBITDA	141,6	109,4	126,3
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	106,2	82,0	94,7
Average	106,2	82,0	94,7

Source: Integrae SIM

L'equity value di Doxee, utilizzando il *market multiple* EV/EBITDA risulta essere pari a € 125,8 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. Pertanto, ne risulta un **equity value di € 94,3 mln.**

2.3 Equity Value

Table 9 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	111,7
Equity Value DCF (€/mln)	129,0
Equity Value multiples (€/mln)	94,3
Target Price (€)	14,00

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a €111,7 mln. Il **target price** è quindi di € 14,00 (prev. €14,50). Confermiamo rating **BUY** e rischio **MEDIUM**.

Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	21,2x	19,5x	11,5x	8,7x
EV/EBIT	65,9x	75,5x	22,0x	14,2x

Source: Integrae SIM

Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
EV/EBITDA	14,9x	13,7x	8,1x	6,1x
EV/EBIT	46,3x	53,1x	15,5x	10,0x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Mattia Petracca is Integrae SIM's current Head of Research. Giuseppe Riviello, Alessandro Colombo and Edoardo Luigi Pezzella 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
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
04/04/2022	12,40	Buy	14,50	Medium	Update
14/09/2022	9,80	Buy	14,50	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 conflict of interest 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 Doxee SpA;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Doxee SpA;
- It plays, or has played in the last 12 months, the role of broker in charge of the share buyback activity of Doxee SpA;
- In the IPO phase, It played the role of Global Coordinator.