

UPDATE

EQUITY RESEARCH

ISIM
INTEGRÆ

Doxee

Euronext Growth Milan | ICT | Italy

Produzione 06/04/2023, h. 18:30

Pubblicazione 11/04/2023, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 13,00

prev. €14,00

Risk



Medium

Upside potential

44,5%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 9,00
Target price	€ 13,00
Upside/(Downside) potential	44,5%
Ticker	DOX IM
Market Cap (€/mln)	€ 77,61
EV (€/mln)	€ 92,09
Free Float	18,97%
Share Outstanding	8.623.807
52-week high	€ 13,20
52-week low	€ 8,60
Average daily volumes (3 months)	880

Key Financials (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
VoP	28,7	33,0	40,5	47,5
EBITDA	4,9	6,7	10,0	12,6
EBIT	1,8	1,6	4,0	6,5
Net Income	1,3	0,9	2,8	4,7
EPS (€)	0,14	0,10	0,32	0,54
EBITDA margin	17,2%	20,2%	24,6%	26,4%
EBIT margin	6,3%	4,7%	9,8%	13,6%
Net Income margin	4,3%	2,7%	6,8%	9,8%

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it

Alessandro Colombo | alessandro.colombo@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-2,39%	-7,79%	-7,79%	-25,93%
to FTSE Italia Growth	-1,62%	-7,13%	-13,00%	-16,39%
to Euronext STAR Milan	0,47%	-8,29%	-23,31%	-17,11%
to FTSE All-Share	-0,33%	-14,69%	-37,12%	-36,72%
to EUROSTOXX	-3,10%	-13,71%	-35,46%	-39,27%
to MSCI World Index	-4,78%	-12,55%	-23,19%	-18,49%

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	18,7 x	13,8 x	9,3 x	7,3 x
EV/EBIT	51,1 x	59,4 x	23,3 x	14,3 x
P/E	62,1 x	86,2 x	28,2 x	16,7 x

FY22A Results

I Ricavi risultano pari a € 25,46 mln, mostrando quindi una crescita del 22,2% rispetto al valore di € 20,85 mln registrato nell'esercizio precedente. L'EBITDA, pari a € 4,93 mln, registra una lieve flessione pari al 10,1% rispetto ai € 5,49 mln dell'esercizio precedente. Di conseguenza, l'EBITDA margin passa dal 23,2% nel FY21A al 17,2% nel FY22A. L'EBIT è pari a € 1,80 mln (€ 1,94 mln nel 2021), dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 3,13 mln. Il Net Income risulta pari a € 1,25 mln, in decrescita rispetto al valore di € 1,77 mln dell'esercizio precedente.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY22A e dell'applicazione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS, modifichiamo le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 33,00 mln ed un EBITDA pari a € 6,65 mln, corrispondente ad una marginalità del 20,2%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 53,50 mln (CAGR 22A-26E: 16,8%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 15,30 mln (corrispondente ad una marginalità del 28,6%), in crescita rispetto a € 4,93 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 17,2%). A livello patrimoniale, stimiamo per il FY26E una NFP cash *positive* pari a € 4,28 mln.

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 € 115,0 mln. L'equity value di Doxee utilizzando i market multiples risulta essere pari € 109,3 mln (inclusendo un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 112,1 mln. Il target price è di € 13,00, rating BUY e rischio MEDIUM.

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
Sales	20,85	25,46	31,00	38,50	45,50	51,50
Other Revenues	2,77	3,28	2,00	2,00	2,00	2,00
Value of Production	23,62	28,75	33,00	40,50	47,50	53,50
COGS	0,40	0,01	0,05	0,05	0,05	0,05
Services	9,36	13,27	13,60	15,00	17,00	18,50
Employees	7,97	10,12	12,30	15,10	17,50	19,25
Other Operating Expenses	0,40	0,41	0,40	0,40	0,40	0,40
EBITDA	5,49	4,93	6,65	9,95	12,55	15,30
<i>EBITDA Margin</i>	<i>23,2%</i>	<i>17,2%</i>	<i>20,2%</i>	<i>24,6%</i>	<i>26,4%</i>	<i>28,6%</i>
D&A	3,55	3,13	5,10	6,00	6,10	5,60
EBIT	1,94	1,80	1,55	3,95	6,45	9,70
<i>EBIT Margin</i>	<i>8,2%</i>	<i>6,3%</i>	<i>4,7%</i>	<i>9,8%</i>	<i>13,6%</i>	<i>18,1%</i>
Financial Management	0,06	(0,17)	(0,40)	(0,40)	(0,40)	(0,40)
EBT	2,00	1,63	1,15	3,55	6,05	9,30
Taxes	0,23	0,38	0,25	0,80	1,40	2,15
Net Income	1,77	1,25	0,90	2,75	4,65	7,15

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
Fixed Asset	13,01	28,95	27,35	24,85	22,25	20,15
Account receivable	9,83	11,81	14,40	17,70	20,80	24,30
Account payable	8,56	10,44	12,00	14,40	15,60	17,30
Operating Working Capital	1,27	1,37	2,40	3,30	5,20	7,00
Other Receivable	2,48	2,75	3,10	3,50	4,00	4,50
Other Payable	2,94	3,30	3,50	3,70	4,30	4,50
Net Working Capital	0,81	0,82	2,00	3,10	4,90	7,00
Severance Indemnities & Provisions	1,72	1,81	2,20	2,30	2,40	2,50
NET INVESTED CAPITAL	12,10	27,96	27,15	25,65	24,75	24,65

Share Capital	1,77	1,91	1,91	1,91	1,91	1,91
Reserves and Retained Profits	5,24	10,32	11,57	12,47	15,22	19,87
Net Profit	1,77	1,25	0,90	2,75	4,65	7,15
Equity	8,78	13,48	14,38	17,13	21,78	28,93
Cash and Cash Equivalent	5,85	2,59	2,23	3,48	6,03	10,28
Short-Term Financial debt	2,65	4,65	5,00	4,50	4,00	3,50
ML Term Financial Debt	6,51	12,41	10,00	7,50	5,00	2,50
Net Financial Position	3,32	14,47	12,77	8,52	2,97	(4,28)
TOTAL SOURCES	12,10	27,96	27,15	25,65	24,75	24,65

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
EBIT	1,80	1,55	3,95	6,45	9,70
Taxes	0,38	0,25	0,80	1,40	2,15
NOPAT	1,42	1,30	3,15	5,05	7,55
D&A	3,13	5,10	6,00	6,10	5,60
Change in receivable	(1,98)	(2,59)	(3,30)	(3,10)	(3,50)
Change in payable	1,88	1,56	2,40	1,20	1,70
Other Changes	0,09	(0,15)	(0,20)	0,10	(0,30)
Change in NWC	(0,01)	(1,18)	(1,10)	(1,80)	(2,10)
Change in Provision	0,10	0,39	0,10	0,10	0,10
OPERATING CASH FLOW	4,64	5,60	8,15	9,45	11,15
Capex	(19,08)	(3,50)	(3,50)	(3,50)	(3,50)
FREE CASH FLOW	(14,43)	2,11	4,65	5,95	7,65
Financial Management	(0,17)	(0,40)	(0,40)	(0,40)	(0,40)
Change in Payable to Banks	7,90	(2,06)	(3,00)	(3,00)	(3,00)
Change in Equity	3,45	0,00	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	(3,26)	(0,36)	1,25	2,55	4,25

Source: Doxee and Integrae SIM estimates

Company Overview

Doxee è una società specializzata nel campo dell'alta tecnologica ed è leader nei mercati del Customer Communications Management (CCM), del Paperless e della Digital Customer Experience (DCX). L'Emittente offre alle imprese e, in modo particolare, alle imprese del segmento Enterprise (Grandi Imprese) prodotti tecnologici, che vengono erogati in modalità Cloud su un'unica piattaforma brevettata di cui il Gruppo è proprietaria (Doxee Platform).

I prodotti offerti, capaci di rendere la comunicazione interattiva e fortemente personalizzata, sono un potente strumento di marketing per le imprese, in quanto concorrono a sviluppare il loro business. Il Gruppo ha fortemente innovato i mercati del CCM, Paperless e DCX, ideando tre linee di prodotti fruibili attraverso tre differenti modelli di erogazione (SaaS, PaaS e Op) che permettono ai propri clienti di migliorare notevolmente l'efficienza operativa dei processi Mission-critical.

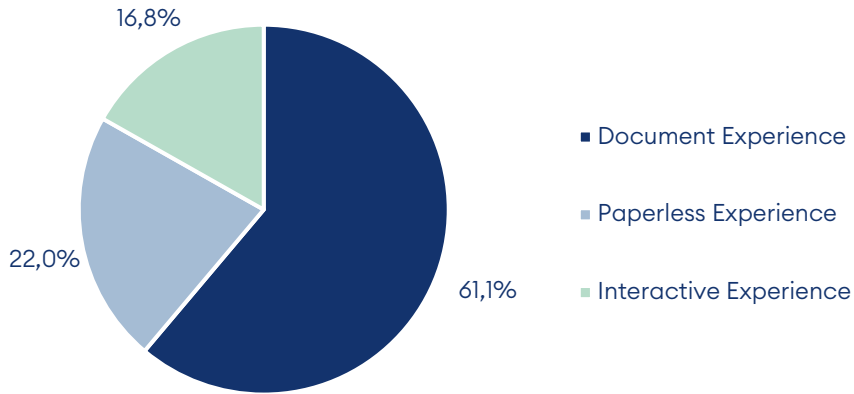
FY22A Results

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati annuali, dichiara: “Il 2022 è stato per noi un anno importante, nel quale abbiamo voluto mettere le basi per accelerare ulteriormente il percorso di sviluppo intrapreso fino ad ora, anche grazie all’opportunità di effettuare un’acquisizione strategica che inizierà a produrre i benefici attesi già a partire dall’esercizio in corso. In termini di risultati, nel 2022 il Gruppo Doxee ha registrato una crescita dei ricavi che supera il 22% rispetto all’esercizio 2021, testimoniando il corretto posizionamento del Gruppo sui mercati internazionali della digitalizzazione dei processi di comunicazione per le aziende e per la pubblica amministrazione. Questa crescita ci ha permesso di imprimere un’ulteriore accelerazione agli investimenti strategici, in linea con la nostra roadmap. Primo fra tutti l’investimento nell’operazione di acquisizione di Infinica GmbH la quale, grazie alla sua consolidata base clienti e alla possibilità di integrare i prodotti cloud in un unico portfolio di offerta dedicato a supportare la Digital Customer Experience di clienti Enterprise e SME, permetterà l’estensione commerciale del Gruppo verso le aree DACH ed Est Europa. Importanti sono stati inoltre gli investimenti in R&D e nel potenziamento della struttura organizzativa, in particolare nel team sales per lo sviluppo di nuovi mercati, anche attraverso l’estensione del network di Partner, il cui rafforzamento è fondamentale per sostenere la crescita organica in ottica di scalabilità del modello di business del Gruppo. Il 2022 ha rappresentato un altro anno importante per lo sviluppo dell’asset tecnologico Doxee Platform® grazie al quale continueremo a crescere non solo in termini di volume d’affari ma anche in redditività ed efficienza. A partire dal 2023 ci aspettiamo importanti sinergie dall’integrazione con Infinica GmbH sia in termini di cross-selling e up-selling, ma anche di sviluppo in ottica di innovazione congiunta di prodotto della piattaforma stessa, grazie alla focalizzazione sulle rispettive eccellenze e specializzazioni, con una forte accelerazione sulla roadmap definita.”

Si evidenzia come i bilanci d’esercizio e consolidato al 31 dicembre 2022 sono i primi redatti dal Gruppo in conformità ai principi contabili internazionali IAS/IFRS, emanati dall’ International Accounting Standards Board (IASB). Per Doxee, la data di prima applicazione dei suddetti principi è stata stabilita al 1 gennaio 2021. Inoltre, nel bilancio consolidato di riferimento per l’esercizio 2022, è stata consolidata la società Infinica GmbH con riferimento ai dati patrimoniali e per un periodo di tre mesi per i dati economici (ultimo trimestre del 2022). Infinica GmbH è stata acquisita in data 29 settembre 2022, ed è la società a capo del gruppo austriaco Infinica, specializzato nello sviluppo di Software nel settore del CCM.

I Ricavi risultano pari a € 25,46 mln, mostrando quindi una crescita del 22,2% rispetto al valore di € 20,85 mln registrato nell’esercizio precedente. La crescita è stata trainata principalmente dall’andamento positivo e dall’interoperabilità di tutte e 3 le Business Unit del Gruppo, confermando la validità del percorso perseguito da quest’ultimo e del suo corretto posizionamento. Si segnala, inoltre, che la società Infinica GmbH ha contribuito alla generazione dei ricavi consolidati per € 1,40 mln, considerando unicamente i ricavi realizzati nell’ultimo trimestre dell’esercizio.

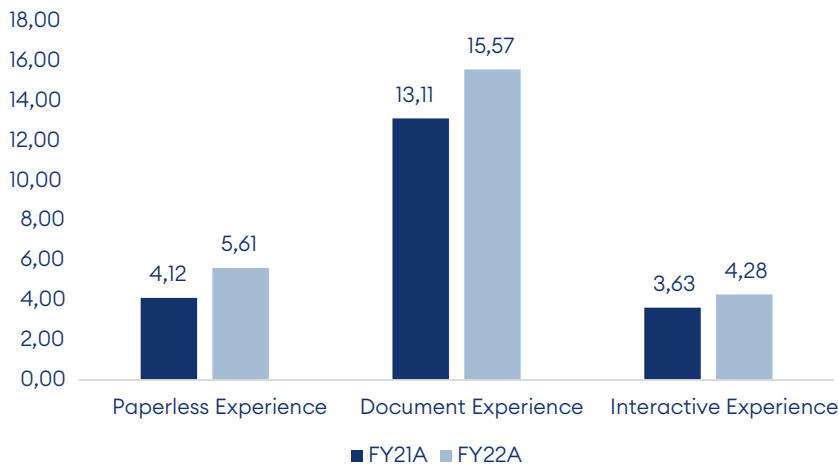
CHART 1 – REVENUES BREAKDOWN BY SEGMENT



Source: Doxee

La principale fonte di ricavo, nel corso del FY22A, è derivante dalla *product line document experience*, che ha generato una quota di ricavi pari al 61,1%. I restanti ricavi sono suddivisi tra le linee di prodotto *paperless experience* (22,0%) e *interactive experience* (16,8%).

CHART 2 – REVENUES BREAKDOWN BY BU FY21A VS FY22A



Source: Doxee

Le linee di prodotto che hanno contribuito maggiormente a questo risultato sono state la *document experience*, con ricavi che ammontano a € 15,57 mln, rispetto a € 13,11 mln del 2021 (+18,8%), seguita dalla *paperless experience*, con ricavi per € 5,61 mln rispetto a € 4,12 mln del 2021 (+36,4%) e infine la *interactive experience*, che presenta ricavi pari a € 4,28 mln, rispetto a € 3,63 mln dell'esercizio precedente (+18,1%).

L'EBITDA, pari a € 4,93 mln, registra una lieve flessione pari al 10,1% rispetto ai € 5,49 mln dell'esercizio precedente. Di conseguenza, l'EBITDA *margin* passa dal 23,2% nel FY21A al

17,2% nel FY22A. Questa riduzione è il riflesso degli investimenti effettuati nel corso del 2022, volti all'accelerazione della *roadmap*, comportando un incremento dei costi indiretti e di R&D. Questi ultimi, risultano pari a € 6,30 mln (rispetto ai € 4,30 mln del FY21A) e corrispondono a circa il 22,0% del Valore della Produzione del FY22A. Di questi, € 2,10 mln vengono esposti a conto economico, mentre € 4,20 mln, riconducibili a costi per consulenze esterne, vengono capitalizzati a stato patrimoniale per effetto dell'applicazione dei principi IAS/IFRS. L'attività di R&D che è stata concentrata principalmente sull'avanzamento della nuova Doxee Platform®, piattaforma *cloud-native*, interamente progettata su paradigmi architetturali *multi-cloud* e in grado di supportare i clienti nell'offrire esperienze interattive in completa omnicanalità e su scala globale. La piattaforma si stima che possa essere completata per la fine del 2023. Inoltre, la riduzione dell'EBITDA è stata determinata anche da un aumento dei costi del personale, dovuto ad un aumento dell'organico (da n. 142 dipendenti nel 2021 a n. 152 dipendenti), a cui si aggiunge l'inserimento di n. 29 specialisti di Infinica GmbH a seguito del processo di acquisizione.

L'EBIT è pari a € 1,80 mln (€ 1,94 mln nel 2021), dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 3,13 mln. Il Net Income risulta pari a € 1,25 mln, in decrescita rispetto al valore di € 1,77 mln dell'esercizio precedente.

La NFP passa da € 3,32 mln nel FY21A a € 14,47 mln di debito nel FY22A. L'incremento della NFP è causato principalmente dal finanziamento dell'acquisizione finalizzata a settembre 2022 di Infinica, la quale ha comportato un esborso di *cash* pari a € 8,30 mln. A contribuire al peggioramento della NFP del Gruppo è anche il passaggio ai Principi IAS/IFRS. Questo passaggio è quantificabile in € 4,80 mln, di cui € 1,30 mln relativi all'applicazione per il primo esercizio del principio contabile IFRS 16 relativo alla riclassificazione del *leasing* finanziario e € 3,50 mln relativi all'applicazione del principio contabile IFRS 9 relativo alla riclassificazione come debiti finanziari dell'esercizio dell'opzione *put&call* sul 10,0% del capitale sociale di Infinica GmbH e sul 49,0% del capitale sociale di Doxee USA Inc.. La NFP, infine, è influenzata positivamente dall'esercizio di n. 3.245.175 *warrant*, che ha permesso la sottoscrizione di n. 649.035 azioni di nuova emissione, per un controvalore complessivo pari a circa € 2,59 mln.

FY23E – FY26E Estimates

TABLE 2 – ESTIMATES UPDATES FY23E-26E

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
VoP				
New	33,00	40,50	47,50	53,50
Old	40,00	47,10	54,20	N/A
Change	-17,5%	-14,0%	-12,4%	N/A
EBITDA				
New	6,65	9,95	12,55	15,30
Old	9,85	13,00	16,30	N/A
Change	-32,5%	-23,5%	-23,0%	N/A
EBITDA %				
New	20,2%	24,6%	26,4%	28,6%
Old	24,6%	27,6%	30,1%	N/A
Change	-4,5%	-3,0%	-3,7%	N/A
EBIT				
New	1,55	3,95	6,45	9,70
Old	5,15	8,00	11,00	N/A
Change	-69,9%	-50,6%	-41,4%	N/A
Net Income				
New	0,90	2,75	4,65	7,15
Old	3,60	5,60	7,70	N/A
Change	-75,0%	-50,9%	-39,6%	N/A
NFP				
New	12,77	8,52	2,97	(4,28)
Old	(1,07)	(6,27)	(14,32)	N/A
Change	N/A	N/A	N/A	N/A

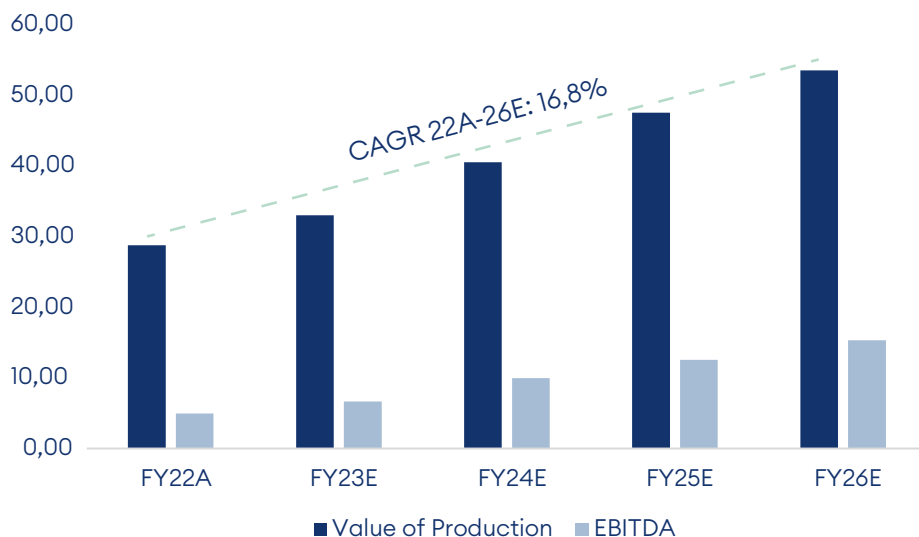
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY22A e dell'applicazione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS, modifichiamo le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 33,00 mln ed un EBITDA pari a € 6,65 mln, corrispondente ad una marginalità del 20,2%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 53,50 mln (CAGR 22A-26E: 16,8%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 15,30 mln (corrispondente ad una marginalità del 28,6%), in crescita rispetto a € 4,93 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del 17,2%).

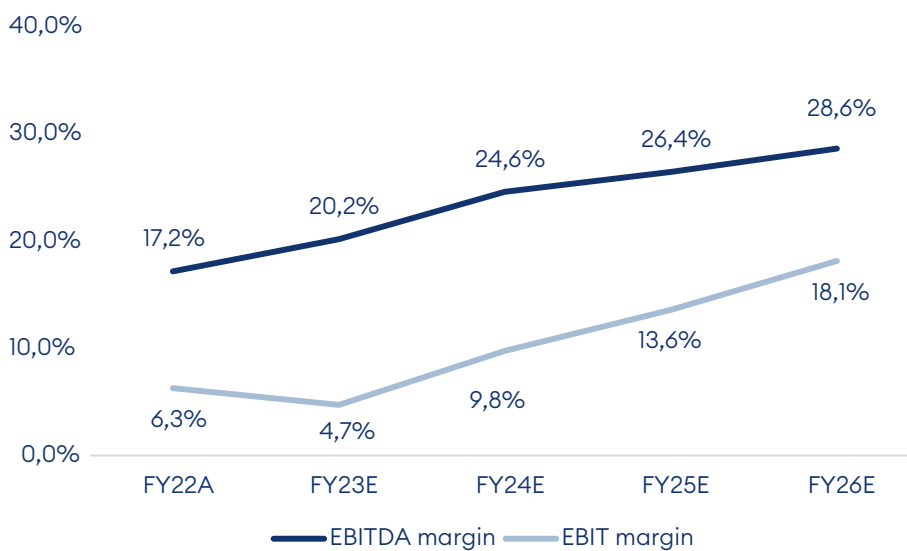
A livello patrimoniale, stimiamo per il FY26E una NFP *cash positive* pari a € 4,28 mln.

CHART 3 – VOP AND EBITDA FY22A-26E



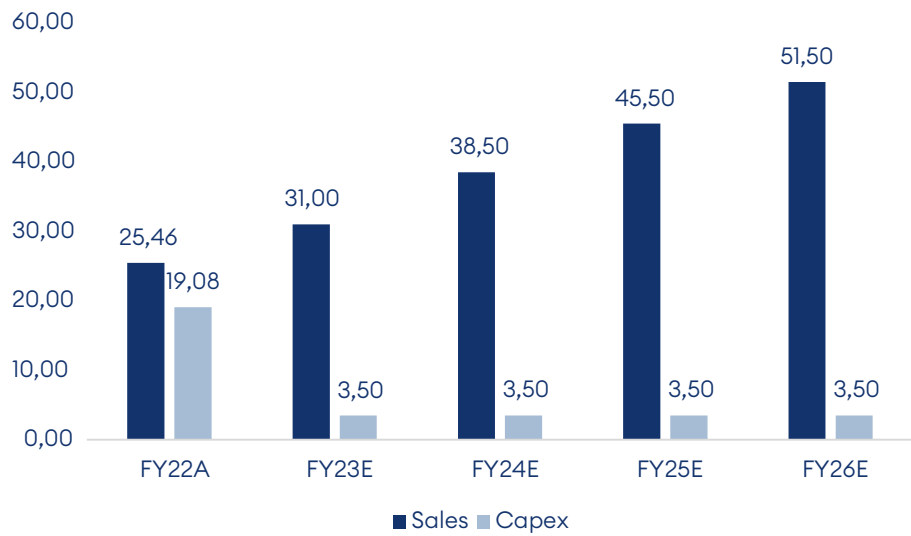
Source: Integrae SIM

CHART 4 – MARGIN FY22A-26E



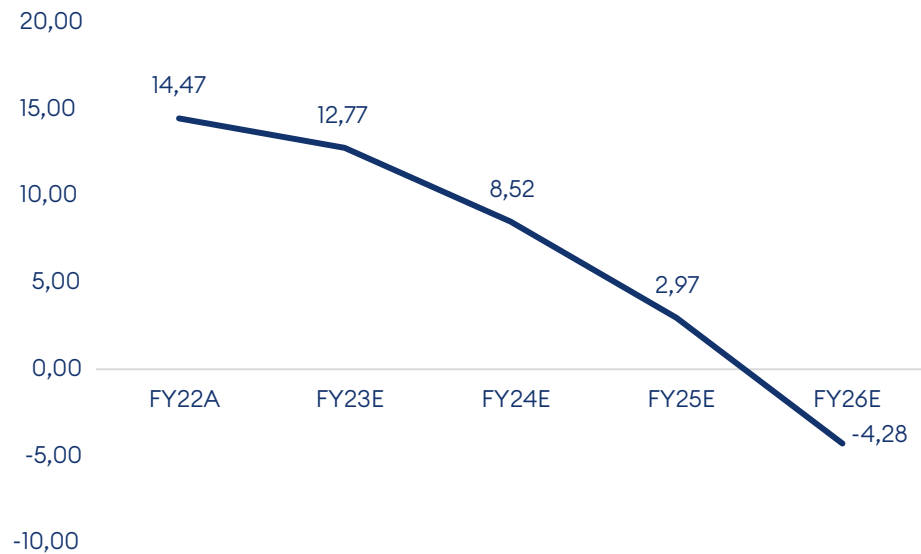
Source: Integrae SIM

CHART 5 – CAPEX FY22A-26E



Source: Integrae SIM

CHART 6 – NFP FY22A-26E



Source: Integrae SIM

Valuation

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

DCF Method

TABLE 3 – WACC

WACC				6,59%
D/E 122,22%	Risk Free Rate 3,51%	β Adjusted 0,71	α (specific risk) 2,50%	
K _d 2,00%	Market Premium 9,73%	β Relevered 1,33	K _e 12,88%	

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 6,59%.

TABLE 4 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	22,7	18%
TV actualized DCF	106,7	82%
Enterprise Value	129,4	100%
NFP (FY22A)	14,5	
Equity Value	115,0	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 115,0 mln.**

TABLE 5 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln		WACC						
Growth Rate (g)		5,1%	5,6%	6,1%	6,6%	7,1%	7,6%	8,1%
	2,5%	255,4	210,7	178,5	154,1	135,1	119,8	107,2
	2,0%	215,6	182,6	157,7	138,2	122,6	109,7	99,0
	1,5%	186,8	161,4	141,4	125,4	112,3	101,4	92,1
	1,0%	165,1	144,7	128,4	115,0	103,7	94,2	86,1
	0,5%	148,1	131,4	117,7	106,2	96,5	88,1	80,9
	0,0%	134,5	120,4	108,7	98,8	90,2	82,8	76,3
	-0,5%	123,3	111,3	101,1	92,4	84,8	78,2	72,3

Source: Integrae SIM

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 6 – MARKET MULTIPLES

Company Name	EV/EBITDA		
	FY23E	FY24E	FY25E
Alkemy SpA	5,8 x	5,1 x	4,7 x
Esker SA	23,5 x	19,9 x	16,5 x
Unifiedpost Group SA	35,1 x	7,0 x	3,7 x
Objective Corp. Ltd.	38,9 x	30,9 x	25,1 x
Peer median	29,3 x	13,5 x	10,6 x

Source: Infiniti

TABLE 7 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	194,6	133,8	133,0
Equity Value			
EV/EBITDA	181,8	125,3	130,1
Equity Value post 25% discount			
EV/EBITDA	136,4	94,0	97,5
Average	136,4	94,0	97,5

Source: Integræ SIM

L'*equity value* di Doxee, utilizzando il market multiple EV/EBITDA, risulta essere pari a circa € 145,7 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. Pertanto, ne risulta un **equity value di € 109,3 mln.**

TABLE 8 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	112,1
Equity Value DCF (€/mln)	115,0
Equity Value multiples (€/mln)	109,3
Target Price (€)	13,00

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 112,1 mln. Il **target price** è quindi di **€ 13,00 (prev. € 14,00)**. Confermiamo rating **BUY** e rischio **MEDIUM**.

TABLE 9 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	25,7 x	19,0 x	12,7 x	10,1 x
EV/EBIT	70,3 x	81,7 x	32,1 x	19,6 x

Source: Integrae SIM

TABLE 10 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	18,7 x	13,8 x	9,3 x	7,3 x
EV/EBIT	51,1 x	59,4 x	23,3 x	14,3 x

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, Edoardo Luigi Pezzella and Alessandro Elia Stringa 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
04/04/2022	12,40	Buy	14,50	Medium	Update
14/09/2022	9,80	Buy	14,50	Medium	Breaking News
29/09/2022	9,78	Buy	14,00	Medium	Update
19/01/2023	9,94	Buy	14,00	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, Integræ 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, Integræ 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 $\geq$ 7.5%	ETR $\geq$ 10%	ETR $\geq$ 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR $\leq$ -5%	ETR $\leq$ -5%	ETR $\leq$ 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) 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:

- 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;
- 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, Integræ SIM played the role of global coordinator.