

UPDATE

EQUITY RESEARCH

ISIM
INTEGRÆ

Doxee

Euronext Growth Milan | ICT | Italy

Produzione 10/10/2023, h. 18:30

Pubblicazione 11/10/2023, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 9,70

prev. € 13,00

Risk



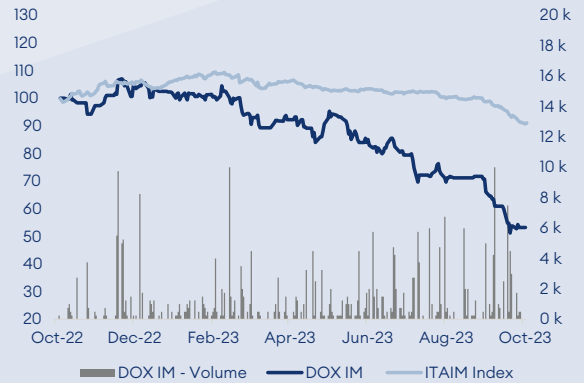
Medium

Upside potential

86,6%

Key Financials (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
VoP	28,75	28,40	34,00	40,95
EBITDA	4,93	(0,05)	7,75	11,00
EBIT	1,80	(4,25)	3,05	5,80
Net Income	1,25	(5,75)	1,25	3,35
NFP	14,43	20,06	14,76	10,66
EBITDA margin	17,2%	-0,2%	22,8%	26,9%
EBIT margin	6,3%	-15,0%	9,0%	14,2%
Net Income margin	4,3%	-20,2%	3,7%	8,2%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 5,20
Target price	€ 9,70
Upside/(Downside) potential	86,6%
Ticker	DOX IM
Market Cap (€/mln)	€ 44,84
EV (€/mln)	€ 59,28
Free Float	18,97%
Share Outstanding	8.623.807
52-week high	€ 10,45
52-week low	€ 4,96
Average daily volumes (3 months)	1.450

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it

Alessandro Colombo | alessandro.colombo@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-17,46%	-32,90%	-42,86%	-46,72%
to FTSE Italia Growth	-9,51%	-21,89%	-28,68%	-37,78%
to Euronext STAR Milan	-12,09%	-23,35%	-28,56%	-46,93%
to FTSE All-Share	-16,37%	-33,73%	-44,05%	-79,44%
to EUROSTOXX	-16,31%	-31,70%	-39,89%	-71,99%
to MSCI World Index	-13,73%	-30,44%	-45,12%	-66,05%

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	12,0 x	N/A	7,6 x	5,4 x
EV/EBIT	32,9 x	N/A	19,4 x	10,2 x
P/E	35,9 x	N/A	35,9 x	13,4 x

1H23A Results

I ricavi del Gruppo risultano pari a € 12,14 mln, mostrando una crescita del 9,9% rispetto al valore di € 11,05 mln registrato nell'1H22A. L'EBITDA risulta negativo per € 0,50 mln, in netto decremento rispetto al dato del 1H22A, positivo per € 1,53 mln. L'EBITDA margin passa dal 12,0% del 1H22A al -3,6% del primo semestre del 2023. L'EBIT risulta negativo per € 2,56 mln, a fronte di un risultato positivo pari a € 0,07 mln raggiunto nell'1H22A. Il Net Income risulta negativo per € 3,25 mln, rispetto ad un risultato positivo del 1H22A pari a € 0,27 mln.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per l'1H23A, modifichiamo le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 28,40 mln ed un EBITDA pari a € -0,05 mln, corrispondente ad una marginalità del -0,2%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 45,70 mln (CAGR 22A-26E: 12,3%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 12,65 mln (corrispondente ad una marginalità del 27,7%), 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 di debito pari a € 4,11 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 € 100,6 mln. L'equity value di Doxee utilizzando i market multiples risulta essere pari € 66,8 mln (inclusendo un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 83,7 mln. Il target price è di € 9,70, 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	25,60	31,00	37,50	42,00
Other Revenues	2,77	3,28	2,80	3,00	3,45	3,70
Value of Production	23,62	28,75	28,40	34,00	40,95	45,70
COGS	0,40	0,01	0,05	0,05	0,05	0,05
Services	9,36	13,27	14,00	10,80	12,00	13,80
Employees	7,97	10,12	14,00	15,00	17,50	18,80
Other Operating Expenses	0,40	0,41	0,40	0,40	0,40	0,40
EBITDA	5,49	4,93	(0,05)	7,75	11,00	12,65
<i>EBITDA Margin</i>	<i>23,2%</i>	<i>17,2%</i>	<i>-0,2%</i>	<i>22,8%</i>	<i>26,9%</i>	<i>27,7%</i>
D&A	3,55	3,13	4,20	4,70	5,20	5,70
EBIT	1,94	1,80	(4,25)	3,05	5,80	6,95
<i>EBIT Margin</i>	<i>8,2%</i>	<i>6,3%</i>	<i>-15,0%</i>	<i>9,0%</i>	<i>14,2%</i>	<i>15,2%</i>
Financial Management	0,06	(0,17)	(1,50)	(1,40)	(1,30)	(1,20)
EBT	2,00	1,63	(5,75)	1,65	4,50	5,75
Taxes	0,23	0,38	0,00	0,40	1,15	1,45
Net Income	1,77	1,25	(5,75)	1,25	3,35	4,30

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY21A	FY22A*	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
Fixed Asset	13,01	29,62	29,95	29,25	27,55	24,85
Account receivable	9,83	11,81	11,85	12,30	14,30	16,00
Account payable	8,56	10,44	11,50	14,00	14,80	15,60
Operating Working Capital	1,27	1,37	0,35	(1,70)	(0,50)	0,40
Other Receivable	2,48	3,15	3,10	3,20	3,50	3,80
Other Payable	2,94	4,49	3,50	4,80	5,30	6,00
Net Working Capital	0,81	0,02	(0,05)	(3,30)	(2,30)	(1,80)
Severance Indemnities & Provision	1,72	1,81	2,20	2,30	2,35	2,40
NET INVESTED CAPITAL	12,10	27,83	27,70	23,65	22,90	20,65

Share Capital	1,77	1,91	1,91	1,91	1,91	1,91
Reserves and Retained Profits	5,24	10,32	11,48	5,73	6,98	10,33
Net Profit	1,77	1,16	(5,75)	1,25	3,35	4,30
Equity	8,78	13,39	7,64	8,89	12,24	16,54
Cash and Cash Equivalent	5,85	2,59	3,34	8,14	11,49	16,89
Short-Term Financial debt	2,65	4,69	7,00	6,90	6,45	6,00
ML Term Financial Debt	6,51	12,34	16,40	16,00	15,70	15,00
Net Financial Position	3,32	14,43	20,06	14,76	10,66	4,11
TOTAL SOURCES	12,10	27,83	27,70	23,65	22,90	20,65

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY22A*	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
EBIT	1,80	(4,25)	3,05	5,80	6,95
Taxes	0,38	0,00	0,40	1,15	1,45
NOPAT	1,42	(4,25)	2,65	4,65	5,50
D&A	3,13	4,20	4,70	5,20	5,70
Change in receivable	(1,98)	(0,04)	(0,45)	(2,00)	(1,70)
Change in payable	1,88	1,06	2,50	0,80	0,80
Other Changes	0,88	(0,94)	1,20	0,20	0,40
Change in NWC	0,78	0,07	3,25	(1,00)	(0,50)
Change in Provision	0,10	0,39	0,10	0,05	0,05
OPERATING CASH FLOW	5,44	0,41	10,70	8,90	10,75
Capex	(19,74)	(4,53)	(4,00)	(3,50)	(3,00)
FREE CASH FLOW	(14,31)	(4,12)	6,70	5,40	7,75
Financial Management	(0,17)	(1,50)	(1,40)	(1,30)	(1,20)
Change in Payable to Banks	7,86	6,38	(0,50)	(0,75)	(1,15)
Change in Equity	3,45	0,00	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	(3,17)	0,75	4,80	3,35	5,40

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.

TABLE 2 – 1H23A VS 1H22A

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H23A	13,79	(0,50)	-3,6%	(2,56)	(3,25)	18,03
1H22A	12,69	1,53	12,0%	0,07	0,27	14,43*
Change	8,7%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

*NFP pro-forma al 31/12/2022

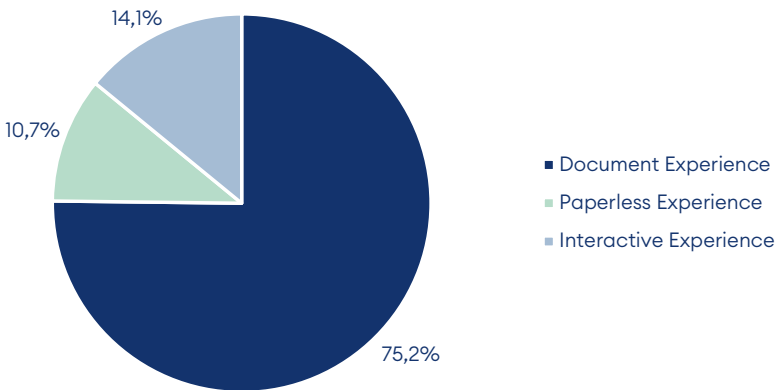
Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, Sergio Muratori Casali, Amministratore Delegato di Doxee, ha commentato: *“I risultati semestrali si chiudono con un risultato netto in territorio negativo che riflette la situazione di prudenza e limitazione agli investimenti che ha caratterizzato i nostri settori di riferimento. Abbiamo assistito, infatti, allo slittamento di diverse commesse con un conseguente impatto sul valore dei ricavi, inferiore alle attese e, a cascata, sull’intero conto economico. Ciò nonostante, il Gruppo ha continuato a perseguire con determinazione la sua strategia di sviluppo, focalizzandosi sull’integrazione con Infinica, passo fondamentale verso la creazione di un’unica vera e propria “one company” a livello europeo con una offerta estesa di prodotti in ambito Customer Communications Management. Sono in fase di implementazione importanti misure di adeguamento dell’assetto organizzativo, amministrativo e contabile del Gruppo - che saranno a breve formalizzati in una riunione del CdA già programmata – che tra l’altro ha visto l’inserimento di figure apicali di esperienza consolidata, con la responsabilità di guidare il Gruppo verso la crescita del business nelle geografie di riferimento (Italia, area DACH e est Europa), di rinforzare la struttura di Product Management con obiettivo di supportare il posizionamento del portafoglio offerta integrato e di definire una migliore accountability sui processi di controllo e di execution interna necessari per massimizzare gli investimenti effettuati. Siamo certi che la nuova organizzazione e il completamento in H1 2024 dell’asset tecnologico Doxee Platform, permetteranno di ottenere recuperi significativi in termini di produttività ed efficienza a partire dal prossimo esercizio. La sigla di nuovi accordi quadro e la chiusura di nuovi contratti nel corso del terzo trimestre del 2023 nel segmento Enterprise, conferiscono una migliore visibilità per il prosieguo dell’anno, con un effetto importante nel 2024 per il quale prevediamo una graduale ripresa di tutti gli indicatori economici”.*

I ricavi del Gruppo risultano pari a € 12,14 mln, mostrando una crescita del 9,9% rispetto al valore di € 11,05 mln registrato nell’1H22A. Il dato osservato è al di sotto delle aspettative, per effetto dell’allungamento significativo della durata dei cicli di vendita legato all’incertezza dello scenario macroeconomico. Infatti, numerosi clienti di Doxee hanno prudenzialmente posticipato gli investimenti tecnologici nell’ambito dei processi di digitalizzazione. Tuttavia emergono alcuni elementi positivi, come la *partnership* commerciale con il Gruppo Poste Italiane e l’aggiudicazione di alcune gare in ambito Pubblica Amministrazione Centrale, che non hanno ancora trovato evidenza nel conto economico.

In relazione all’apporto delle diverse linee di business sul fatturato, la BU Document Experience è stata quella ad aver contribuito maggiormente all’andamento positivo, componendo il 75,2% del fatturato totale. I restanti ricavi provengono per il 14,1% dalla BU Interactive Experience e per il 10,7% dalla BU Paperless Experience.

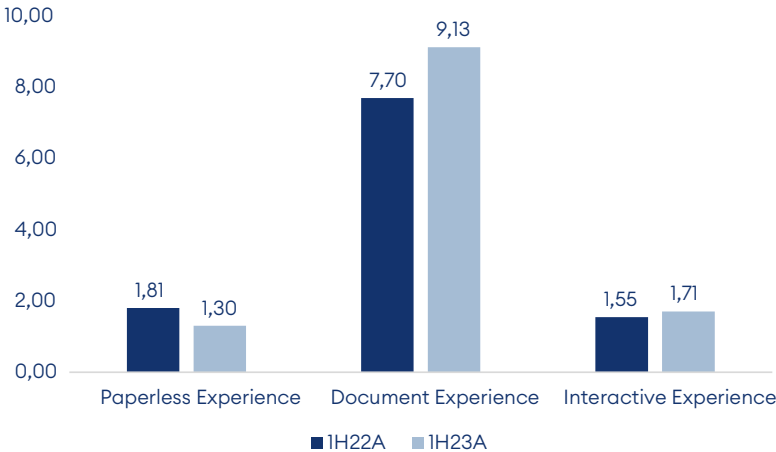
CHART 1 – REVENUES BREAKDOWN BY SEGMENT



Source: Doxee

Confrontando la ripartizione del fatturato con quella del 1H22A, si nota che i ricavi provenienti dalla BU Document Experience sono aumentati del 18,6%, passando da € 7,70 mln agli attuali € 9,13 mln. La BU Interactive Experience registra un incremento dei ricavi pari al 10,5%, passando da € 1,55 mln dell’1H22A, agli attuali € 1,71 mln. La BU Paperless Experience risulta invece in controtendenza, registrando una riduzione del 27,8% e passando, quindi, dai € 1,81 mln del 1H22A ai € 1,30 mln del 1H23A. Infine, segnaliamo che la controllata Infinica GmbH ha contribuito alla generazione dei ricavi per € 1,80 mln.

CHART 2 – REVENUES BREAKDOWN BY BU 1H22A VS 1H23A



Source: Doxee

Il valore della produzione, comprensivo dell'effetto accrescitivo degli incrementi di immobilizzazioni per lavori interni relativi allo sviluppo della Doxee Platform e degli altri ricavi e proventi relativi ai crediti d'imposta e contributi R&D, si attesta, per l'1H23A, pari a € 13,79 mln, a fronte di un dato dell'1H22A pari a € 12,69 mln.

L'EBITDA risulta negativo per € 0,50 mln, in netto decremento rispetto al dato del 1H22A, positivo per € 1,53 mln. La riduzione del margine è imputabile ai cospicui investimenti svolti nel corso del semestre, che hanno comportato un sostanziale incremento dei costi indiretti e di R&D, ed ai costi sostenuti per il processo di integrazione con il gruppo Infinica. Il livello degli investimenti conferma la volontà del Gruppo di perseguire i propri obiettivi strategici in materia di innovazione di prodotto e di processo. In particolare, l'attività di R&D si è concentrata sull'avanzamento della nuova *release* della Doxee Platform, piattaforma *cloud-native* in grado di supportare i clienti nell'offrire esperienze interattive in completa omnicanalità, di cui si prevede il completamento nella prima parte del prossimo esercizio. Inoltre, segnaliamo che, a causa dell'integrazione di molteplici specialisti della società controllata Infinica GmbH, si è verificato un aumento dell'organico, per un totale complessivo di 31 risorse aggiuntive e quindi del relativo costo del personale. Di conseguenza, l'EBITDA *margin* passa dal 12,0% del 1H22A al -3,6% del primo semestre del 2023.

Al netto di ammortamenti e svalutazioni per € 2,07 mln, legati per gran parte agli investimenti in sviluppo tecnologico, l'EBIT risulta negativo per € 2,56 mln, a fronte di un risultato positivo pari a € 0,07 mln raggiunto nell'1H22A. Il Net Income risulta negativo per € 3,25 mln, rispetto ad un risultato positivo del 1H22A pari a € 0,27 mln.

Per quanto concerne i saldi patrimoniali, si segnala che i dati relativi al 31 dicembre 2022 sono stati riesposti nel bilancio pro-forma, al fine di includere l'effetto del completamento del processo di Purchase Price Allocation derivante dall'acquisizione del Gruppo Infinica.

La NFP si attesta a € 18,03 mln, segnando un peggioramento rispetto al dato del FY22A*, in cui era pari a € 14,43 mln. Il deterioramento della posizione finanziaria è in parte riconducibile all'erogazione da parte di Simest SpA di un finanziamento soci di € 2,00 mln in favore della controllata austriaca Doxee CEE GmbH, che è stato utilizzato per gli investimenti sopra indicati. L'ulteriore incremento dell'indebitamento finanziario netto deriva dall'applicazione del principio contabile IFRS 9, che prevede la rilevazione tra i debiti finanziari dell'opzione *put & call* sul 42,0% del capitale sociale di Doxee CEE GmbH che, sempre in forza degli accordi sottoscritti con Simest SpA, il Gruppo si è impegnato a riacquistare entro gennaio 2030.

FY23E – FY26E Estimates

TABLE 2 – ESTIMATES UPDATES FY23E-26E

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
VoP				
New	28,40	34,00	40,95	45,70
Old	33,00	40,50	47,50	53,50
Change	-13,9%	-16,0%	-13,8%	-14,6%
EBITDA				
New	(0,05)	7,75	11,00	12,65
Old	6,65	9,95	12,55	15,30
Change	N/A	-22,1%	-12,4%	-17,3%
EBITDA %				
New	-0,2%	22,8%	26,9%	27,7%
Old	20,2%	24,6%	26,4%	28,6%
Change	-20,3%	-1,8%	0,4%	-0,9%
EBIT				
New	(4,25)	3,05	5,80	6,95
Old	1,55	3,95	6,45	9,70
Change	N/A	-22,8%	-10,1%	-28,4%
Net Income				
New	(5,75)	1,25	3,35	4,30
Old	0,90	2,75	4,65	7,15
Change	N/A	-54,5%	-28,0%	-39,9%
NFP				
New	20,06	14,76	10,66	4,11
Old	12,77	8,52	2,97	(4,28)
Change	N/A	N/A	N/A	N/A

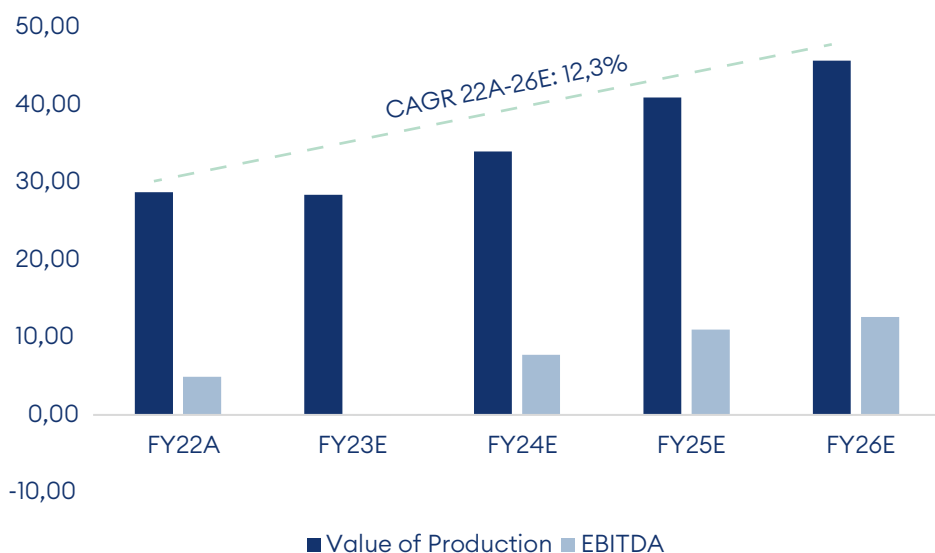
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per l'1H23A, modifichiamo le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY23E pari a € 28,40 mln ed un EBITDA pari a € -0,05 mln, corrispondente ad una marginalità del -0,2%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 45,70 mln (CAGR 22A-26E: 12,3%) nel FY26E, con EBITDA pari a € 12,65 mln (corrispondente ad una marginalità del 27,7%), in crescita rispetto a € 4,93 mln del FY22A (corrispondente ad un EBITDA margin del 17,2%).

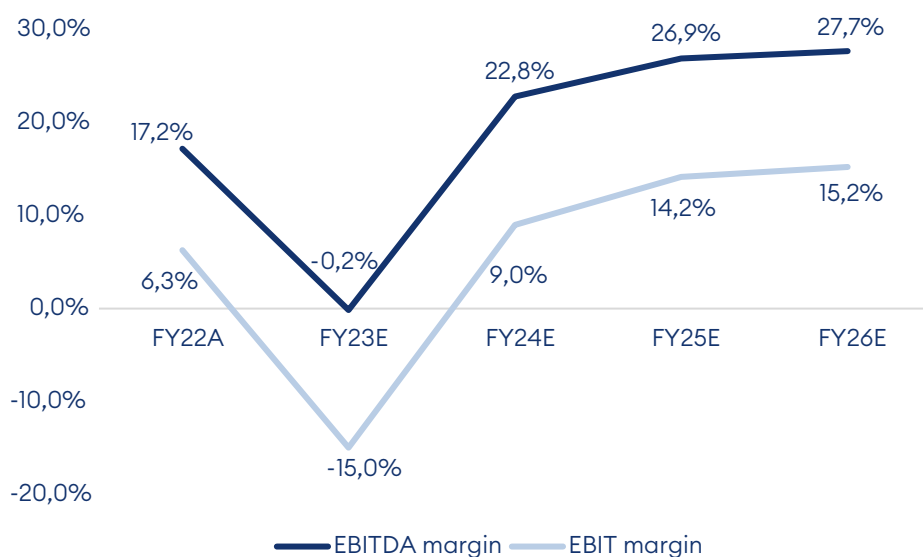
A livello patrimoniale, stimiamo per il FY26E una NFP di debito pari a € 4,11 mln.

CHART 3 – VOP AND EBITDA FY22A-26E



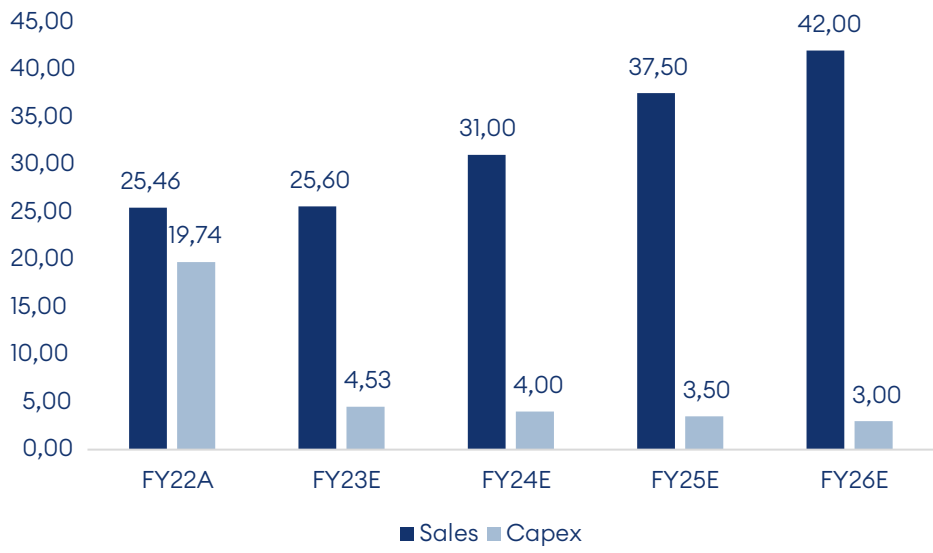
Source: Integrae SIM

CHART 4 – MARGIN FY22A-26E



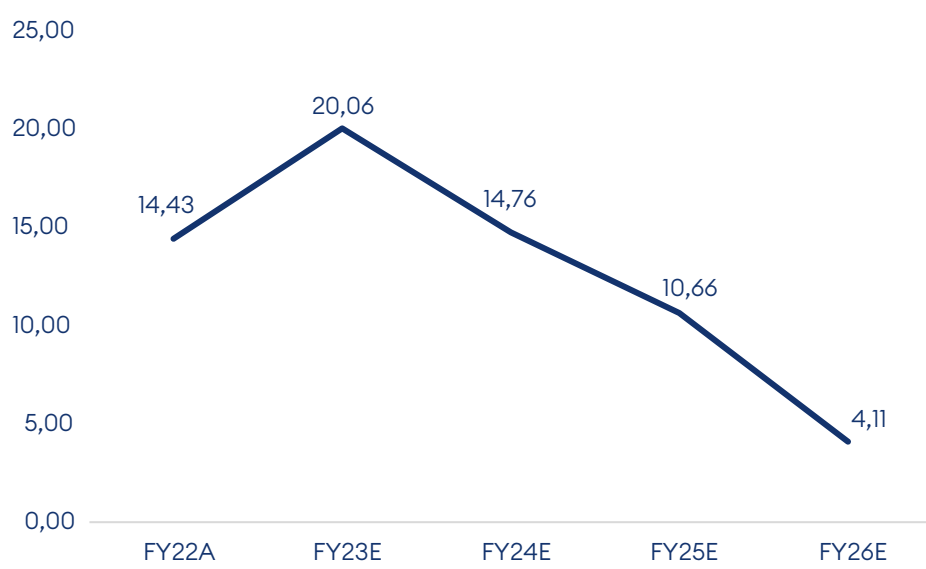
Source: Integrae SIM

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			6,02%
D/E 150,00%	Risk Free Rate 3,85%	β Adjusted 0,72	α (specific risk) 2,50%
K_d 2,50%	Market Premium 8,33%	β Relevered 1,50	K_e 12,36%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 6,02%.

TABLE 4 – DCF VALUATION

DCF	% of EV	
FCFO actualized	13,3	12%
TV actualized DCF	101,7	88%
Enterprise Value	115,0	100%
NFP (FY22A)	14,4	
Equity Value	100,6	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 100,6 mln.**

TABLE 5 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln		WACC						
Growth Rate (g)		4,5%	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%
	2,5%	263,4	207,8	170,5	143,8	123,8	108,2	95,6
	2,0%	211,1	173,3	146,2	125,8	110,0	97,2	86,8
	1,5%	176,1	148,6	127,9	111,8	98,9	88,3	79,5
	1,0%	151,0	130,0	113,7	100,6	89,8	80,9	73,3
	0,5%	132,2	115,6	102,3	91,3	82,3	74,6	68,0
	0,0%	117,5	104,0	92,9	83,7	75,9	69,1	63,3
	-0,5%	105,7	94,5	85,1	77,2	70,4	64,5	59,3

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	FY26E
Alkemy SpA	4,4 x	3,9 x	3,5 x	N/A
Esker SA	20,5 x	17,9 x	14,5 x	N/A
Unifiedpost Group SA	26,8 x	6,2 x	4,4 x	2,2 x
Objective Corp. Ltd.	23,7 x	20,2 x	16,9 x	13,6 x
Peer median	22,1 x	12,1 x	9,4 x	7,9 x

Source: Infiniti

TABLE 7 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
Enterprise Value (EV)				
EV/EBITDA	N/A	93,5	103,7	99,4
Equity Value				
EV/EBITDA	N/A	78,7	93,0	95,3
Equity Value post 25% discount				
EV/EBITDA	N/A	59,0	69,8	71,5
Average	N/A	59,0	69,8	71,5

Source: Integræ SIM

L'*equity value* di Doxee, utilizzando il market multiple EV/EBITDA, risulta essere pari a circa € 89,0 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25%. Pertanto, ne risulta un **equity value di € 66,8 mln.**

TABLE 8 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	83,7
Equity Value DCF (€/mln)	100,6
Equity Value multiples (€/mln)	66,8
Target Price (€)	9,70

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 83,7 mln. **Il target price è quindi di € 9,70 (prev. € 13,00). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 9 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	19,9 x	N/A	12,7 x	8,9 x
EV/EBIT	54,5 x	N/A	32,2 x	16,9 x

Source: Integrae SIM

TABLE 10 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
EV/EBITDA	12,0 x	N/A	7,6 x	5,4 x
EV/EBIT	32,9 x	N/A	19,4 x	10,2 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
19/01/2023	9,94	Buy	14,00	Medium	Update
11/04/2023	9,00	Buy	13,00	Medium	Update
19/06/2023	8,00	Buy	13,00	Medium	Breaking News
30/06/2023	8,05	Buy	13,00	Medium	Breaking News

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 INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ 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 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:

- 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;
- It carries out media marketing activities on behalf of Doxee SpA;
- In the IPO phase, Integræ SIM played the role of global coordinator.