

Doxee

ISIM INTEGRÆ

Euronext Growth Milan | ICT | Italy

Produzione 05/04/2024, h. 18:30

Pubblicazione 08/04/2024, h. 07:00



Rating

BUY

unchanged

Target Price

€ 6,80

prev. € 9,70

Risk



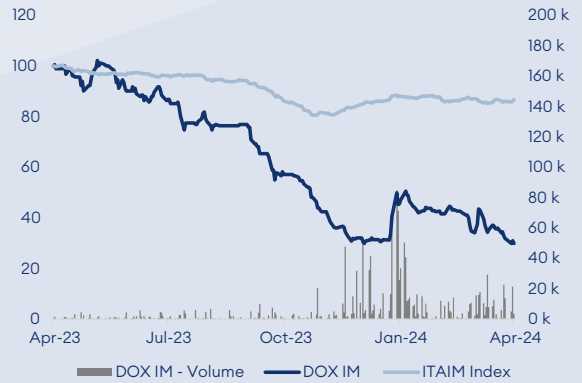
Medium

Upside potential

185,9%

Key Financials (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
VoP	28,89	35,50	39,00	42,00
EBITDA	(0,99)	7,70	8,95	12,00
EBIT	(5,33)	1,70	3,45	6,50
Net Income	(5,34)	0,55	1,95	4,35
Net Financial Position	20,94	15,29	12,59	7,09
EBITDA margin	n.m.	21,7%	22,9%	28,6%
EBIT margin	n.m.	4,8%	8,8%	15,5%
Net Income margin	n.m.	1,5%	5,0%	10,4%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Price	€ 2,38
Target price	€ 6,80
Upside/(Downside) potential	185,9%
Ticker	DOX IM
Market Cap (€/mln)	€ 20,52
EV (€/mln)	€ 41,47
Free Float	18,97%
Share Outstanding	8.623.807
52-week high	€ 9,30
52-week low	€ 2,50
Average daily volumes (3 months)	8.887

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it

Alessandro Colombo | alessandro.colombo@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-23,2%	-42,5%	-54,2%	-73,8%
to FTSE Italia Growth	-22,7%	-40,9%	-54,7%	-60,5%
to Euronext STAR Milan	-26,3%	-45,4%	-70,7%	-71,8%
to FTSE All-Share	-27,9%	-55,4%	-79,5%	-99,3%
to EUROSTOXX	-26,4%	-55,9%	-77,9%	-91,4%
to MSCI World Index	-24,0%	-51,9%	-73,9%	-96,2%

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	n/a	5,4x	4,6x	3,5x
EV/EBIT	n/a	24,4x	12,x	6,4x
P/E	n/a	37,3x	10,5x	4,7x

FY23A Results

I Ricavi si attestano a € 25,21 mln, sostanzialmente in linea col risultato dell'esercizio precedente di € 25,46 mln e con la nostra stima di €25,60 mln. L'EBITDA, pari a € - 0,99 mln, registra una flessione rispetto ai € 4,39 mln dell'esercizio precedente. Come conseguenza, l'EBIT risulta pari a € - 5,33 mln, rispetto al risultato dell'ultimo esercizio pari a € 1,80 mln e a nostre precedenti stime pari a € - 4,25 mln. Il Net Income si attesta pari a € - 5,34 mln, rispetto a € 1,25 mln del FY22A e € - 5,75 mln contenuto nel nostro precedente report. La NFP passa da € 14,43 mln del FY22A a € 20,94 mln di debito nel FY23A.

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY23A, modifichiamo le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY24E pari a € 30,00 mln ed un EBITDA pari a € 3,90 mln, corrispondente ad una marginalità del 13,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 42,00 mln (CAGR 23A-27E: 9,8%) nel FY27E, con EBITDA pari a € 12,00 mln (corrispondente ad una marginalità del 28,6%), in crescita rispetto a € - 0,99 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del -3,4%). A livello patrimoniale, stimiamo per il FY27E una NFP di debito pari a € 7,09 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 € 67,0 mln. L'equity value di Doxee utilizzando i market multiples risulta essere pari € 50,3 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 58,7 mln. Il target price è di € 6,80, rating BUY e rischio MEDIUM.

Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenues	25,46	25,21	27,00	32,50	36,00	39,00
Other revenues	3,28	3,69	3,00	3,00	3,00	3,00
Value of Production	28,75	28,89	30,00	35,50	39,00	42,00
COGS	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
Services	13,27	14,71	11,70	12,30	13,50	14,00
Employees	10,12	13,39	13,90	15,00	16,00	15,40
Other operating costs	0,41	1,77	0,50	0,50	0,55	0,60
EBITDA	4,93	(0,99)	3,90	7,70	8,95	12,00
<i>EBITDA Margin</i>	<i>17,2%</i>	<i>-3,4%</i>	<i>13,0%</i>	<i>21,7%</i>	<i>22,9%</i>	<i>28,6%</i>
D&A	3,13	4,34	5,70	6,00	5,50	5,50
EBIT	1,80	(5,33)	(1,80)	1,70	3,45	6,50
<i>EBIT Margin</i>	<i>6,3%</i>	<i>-18,4%</i>	<i>-6,0%</i>	<i>4,8%</i>	<i>8,8%</i>	<i>15,5%</i>
Financial management	(0,17)	(1,08)	(1,00)	(1,00)	(0,90)	(0,80)
EBT	1,63	(6,41)	(2,80)	0,70	2,55	5,70
Taxes	0,38	(1,07)	0,00	0,15	0,60	1,35
Net Income	1,25	(5,34)	(2,80)	0,55	1,95	4,35

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
Fixed Assets	29,62	32,72	31,00	28,50	26,00	23,50
Account receivable	11,81	9,26	9,60	11,00	12,95	15,00
Account payable	10,44	10,67	12,00	14,50	15,50	16,00
Operating Working Capital	1,37	(1,41)	(2,40)	(3,50)	(2,55)	(1,00)
Other receivable	3,15	4,79	5,00	5,50	6,00	6,50
Other payable	4,49	5,08	5,50	7,00	6,50	7,00
Net Working Capital	0,02	(1,70)	(2,90)	(5,00)	(3,05)	(1,50)
Severance & other provisions	1,81	2,02	2,20	2,40	2,60	2,80
NET INVESTED CAPITAL	27,83	29,00	25,90	21,10	20,35	19,20

Share capital	1,91	1,91	1,91	1,91	1,91	1,91
Reserves	10,32	11,48	6,15	3,35	3,90	5,85
Net Income	1,16	(5,34)	(2,80)	0,55	1,95	4,35
Equity	13,39	8,06	5,26	5,81	7,76	12,11
Cash & cash equivalents	2,59	0,78	3,36	7,21	8,91	13,41
Short term financial debt	4,69	7,00	8,00	7,00	6,50	6,00
M/L term financial debt	12,34	14,71	16,00	15,50	15,00	14,50
Net Financial Position	14,43	20,94	20,64	15,29	12,59	7,09
SOURCES	27,83	29,00	25,90	21,10	20,35	19,20

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
EBIT	(5,33)	(1,80)	1,70	3,45	6,50
Taxes	(1,07)	0,00	0,15	0,60	1,35
NOPAT	(4,25)	(1,80)	1,55	2,85	5,15
D&A	4,34	5,70	6,00	5,50	5,50
Change in NWC	1,73	1,20	2,10	(1,95)	(1,55)
Change in receivable	2,56	(0,34)	(1,40)	(1,95)	(2,05)
Change in payable	0,23	1,33	2,50	1,00	0,50
Change in others	(1,05)	0,21	1,00	(1,00)	0,00
Change in provisions	0,20	0,18	0,20	0,20	0,20
OPERATING CASH FLOW	2,02	5,28	9,85	6,60	9,30
Capex	(7,45)	(3,98)	(3,50)	(3,00)	(3,00)
FREE CASH FLOW	(5,43)	1,30	6,35	3,60	6,30
Financial Management	(1,08)	(1,00)	(1,00)	(0,90)	(0,80)
Change in Financial debt	4,69	2,28	(1,50)	(1,00)	(1,00)
Change in equity	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	(1,82)	2,58	3,85	1,70	4,50

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.

FY23A Results

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES FY23A

€/mln	Revenues	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY23A	25,21	(0,99)	-3,4%	(5,33)	(5,34)	20,94
FY23E	25,60	(0,05)	-0,2%	(4,25)	(5,75)	20,06
Change	-1,5%	n.m.	-3,2%	n.m.	n.m.	n/a

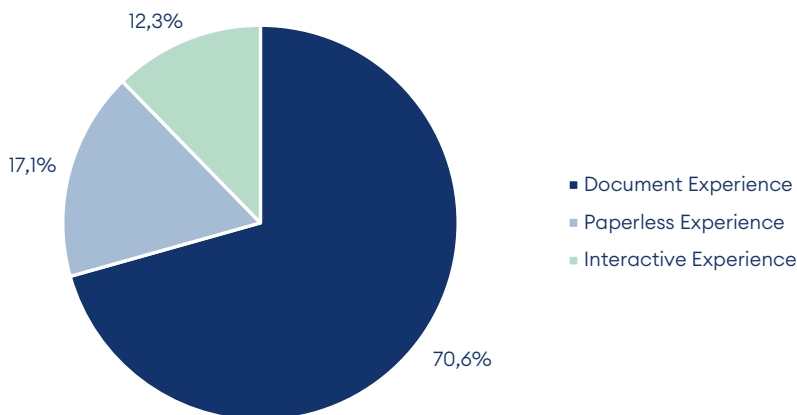
Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati annuali, dichiara: *“Il 2023 è stato un anno di transizione e riposizionamento per Doxee. Abbiamo realizzato e concluso il processo di riorganizzazione del Gruppo e l’inserimento in organizzazione dei ruoli di Chief Revenues Officer, Chief Financial Officer e Chief Product Officer. Abbiamo compiuto importanti passi avanti per realizzare l’integrazione della tecnologia e dei prodotti, i cui investimenti hanno raggiunto la fase di picco nel corso del presente esercizio. Queste azioni, fondamentali per costruire le basi per il prossimo futuro, si sono riflesse sui costi e sugli investimenti dell’esercizio 2023. Oggi Doxee si presenta quindi come una One Company che dispone, grazie al progetto One Platform, di una One Value Proposition Europea, post-merger integration, basata su un’unica tecnologia. Il focus sul segmento top enterprise ci permetterà di consolidare la nostra presenza sul mercato italiano e di espanderci nel mercato DACH e CEE, con l’obiettivo di perseguire un ritorno alla crescita sostenibile a partire dall’esercizio in corso. A supporto di questo percorso assume un significato di rilievo la proposta di investimento in equity presentata oggi al Consiglio di Amministrazione che ha deliberato la convocazione dell’Assemblea degli Azionisti anche in sede straordinaria affinché possa procedere a delegare il Consiglio di Amministrazione ad un aumento di capitale scindibile, da offrire in prelazione ai soci, fino ad un importo massimo di 6 milioni di Euro comprensivo di sovrapprezzo per assicurare flessibilità operativa e sostenere la crescita nei mercati di riferimento. L’aumento di capitale verrà interamente garantito, anche per la parte di eventuale inoptato, dal socio di maggioranza P&S, ad ulteriore conferma del significativo valore del progetto e del potenziale di sviluppo di Doxee.”*

Nel corso dell’anno il Gruppo si è concentrato sulla crescita ed espansione del business mediante i progetti ONE Company e ONE Platform. L’obiettivo è quello di una perfetta integrazione con la struttura e la tecnologia della neo-acquisita Infinica, volta alla creazione di una struttura unica a livello europeo e ad un ulteriore release, entro il primo semestre dell’anno, della Doxee Platform®, la quale permetterà di usufruire di benefici considerevoli, tramite l’estensione delle funzionalità di Customer Experience e il miglioramento di quelle già in uso. Oggi il Gruppo si presenta, quindi, come una One Company che dispone, grazie al progetto One Platform, di una One Value Proposition Europea, post-merger integration, basata su un’unica tecnologia. Inoltre, si stanno confermando le previsioni riguardo il recupero dell’efficienza, con conseguente aumento della marginalità, dovuto alla facilità d’uso e configurazione che porterà una riduzione dei costi legati ai servizi professionali e dell’incidenza del costo dell’infrastruttura tecnologica di riferimento.

I Ricavi si attestano a € 25,21 mln, sostanzialmente in linea col risultato dell'esercizio precedente di € 25,46 mln e con la nostra stima di €25,60 mln. Il risultato è imputabile all'allungamento della durata dei cicli di vendita, causata da uno scenario macroeconomico complesso che ha portato numerosi clienti a posticipare gli investimenti nell'ambito dei processi di dematerializzazione. La flessione dei ricavi è inoltre in parte riconducibile all'efficacia dei servizi di digitalizzazione della comunicazione erogati da Doxee che, aiutando i clienti nel loro processo di trasformazione digitale delle comunicazioni, ha determinato una conseguente riduzione dei prodotti a componente cartacea.

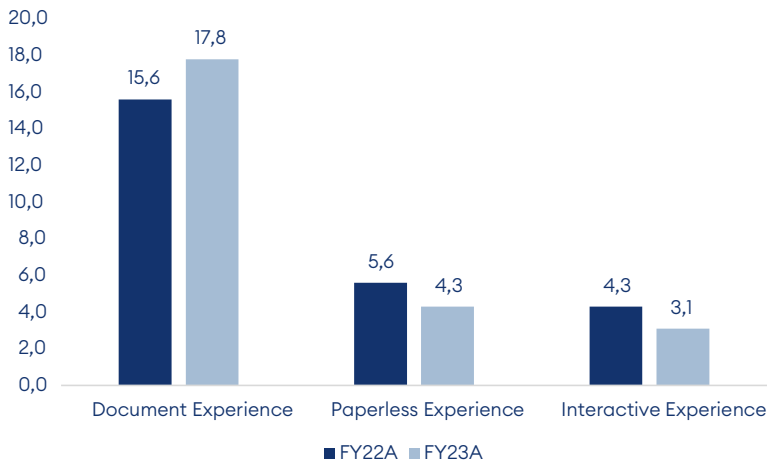
CHART1 – REVENUES BREAKDOWN BY BU FY23A



Source: Doxee

La principale fonte di ricavo, nel corso del FY23A, risulta essere la *product line document experience*, che ha contribuito per il 70,6% delle entrate. I restanti ricavi sono suddivisi tra le linee di prodotto *paperless experience* (17,1%) e *interactive experience* (12,3%).

CHART 2 – REVENUES BREAKDOWN BY BU FY22A VS FY23A



Source: Doxee

In termini assoluti, la linea di prodotto *document experience* ha generato entrate per € 17,80 mln, segnando una crescita del 14,1% rispetto al FY22A. Invece, per quanto riguarda le altre due linee di prodotto, la *paperless experience* registra € 4,30 mln di ricavi, contro i € 5,60 mln dell'esercizio precedente; in contrazione anche i risultati dell'*interactive experience*, che passa da € 4,30 mln del FY22A a € 3,10 mln nel FY23A.

L'EBITDA, pari a € - 0,99 mln, registra una flessione rispetto ai € 4,39 mln dell'esercizio precedente e ai € - 0,05 mln stimati nel precedente report. La marginalità del gruppo è stata inficiata dai continui investimenti sostenuti nel corso dell'anno, volti all'accelerazione della *roadmap* delle attività relative all'integrazione con la neoacquisita Doxee AT, che hanno comportato un rialzo dei costi indiretti e di R&D rispetto all'esercizio precedente. Questi ultimi risultano pari a € 15,46 mln, in notevole crescita rispetto agli € 11,00 mln del 2022. In particolare, ammontano a € 6,90 mln gli investimenti in R&D i quali, in accordo ai principi contabili IAS/IFRS, vengono esposti a conto economico per un totale di € 3,10 mln, mentre la restante parte, imputabile a costi per consulenze esterne (pari a € 3,70 mln), viene capitalizzata a stato patrimoniale. L'attività di R&D si è concentrata sull'avanzamento della nuova release della 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, oltre che sull'integrazione con Doxee AT e su investimenti in ambiti innovativi legati all'IA e all'analisi massiva dei dati.

Come conseguenza, l'EBIT risulta pari a € - 5,33 mln, rispetto al risultato dell'ultimo esercizio pari a € 1,80 mln e a nostre precedenti stime pari a € - 4,25 mln, a fronte di ammortamenti legati principalmente agli investimenti in sviluppo tecnologico. Il Net Income si attesta pari a € - 5,34 mln, rispetto a € 1,25 mln del FY22A e € - 5,75 mln contenuto nel nostro precedente report.

La NFP passa da € 14,43 mln del FY22A a € 20,94 mln di debito nel FY23A, in linea col risultato atteso di € 20,06 mln. Il peggioramento della situazione debitoria è principalmente attribuibile alla necessità di supportare i costi di integrazione di Doxee AT nel Gruppo unitamente al riposizionamento strategico della Società sul mercato nel segmento *top enterprise*.

Si evidenzia che, contestualmente all'approvazione del progetto di bilancio, il CdA ha deliberato di proporre, in occasione della prossima Assemblea degli Azionisti, convocata in sede straordinaria, la concessione di una delega volta ad un aumento di capitale scindibile, da offrire in prelazione ai soci, per € 6,00 mln, garantito interamente dal socio di maggioranza P&S Srl. Con questa operazione la Società intende progredire col piano di crescita, assicurando flessibilità operativa e sostenendo l'espansione nei mercati di riferimento.

FY24E – FY27E Estimates

TABLE 2 – ESTIMATES UPDATES FY24E-27E

€/mln	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
VoP				
New	30,00	35,50	39,00	42,00
Old	34,00	40,95	45,70	n/a
Change	-11,8%	-13,3%	-14,7%	n/a
EBITDA				
New	3,90	7,70	8,95	12,00
Old	7,75	11,00	12,65	n/a
Change	-49,7%	-30,0%	-29,2%	n/a
EBITDA %				
New	13,0%	21,7%	22,9%	28,6%
Old	22,8%	26,9%	27,7%	n/a
Change	-9,8%	-5,2%	-4,7%	n/a
EBIT				
New	(1,80)	1,70	3,45	6,50
Old	3,05	5,80	6,95	n/a
Change	n.m.	-70,7%	-50,4%	n/a
Net Income				
New	(2,80)	0,55	1,95	4,35
Old	1,25	3,35	4,30	n/a
Change	n.m.	-83,6%	-54,7%	n/a
NFP				
New	20,64	15,29	12,59	7,09
Old	14,76	10,66	4,11	n/a
Change	n/a	n/a	n/a	n/a

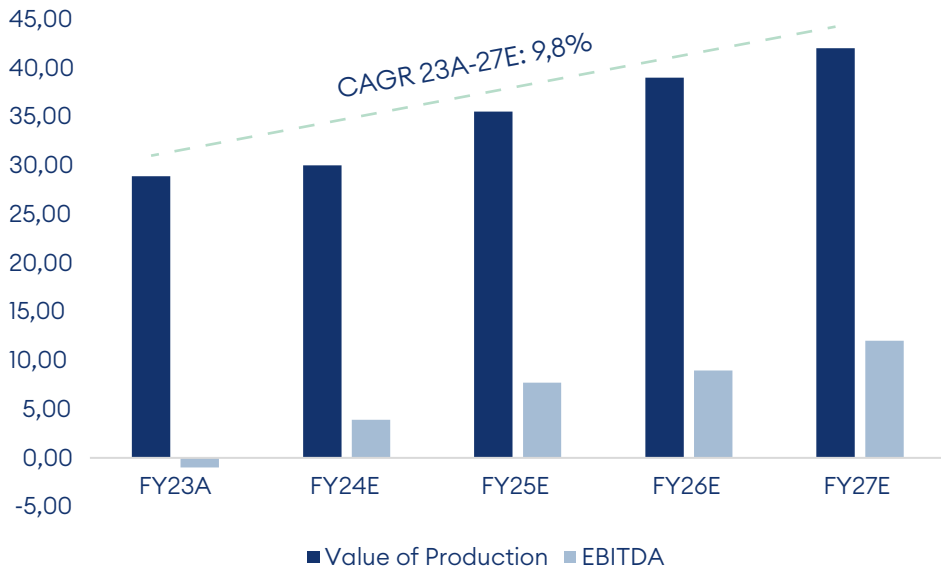
Source: *Integrae SIM*

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY23A, modifichiamo le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY24E pari a € 30,00 mln ed un EBITDA pari a € 3,90 mln, corrispondente ad una marginalità del 13,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 42,00 mln (CAGR 23A-27E: 9,8%) nel FY27E, con EBITDA pari a € 12,00 mln (corrispondente ad una marginalità del 28,6%), in crescita rispetto a € - 0,99 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del -3,4%).

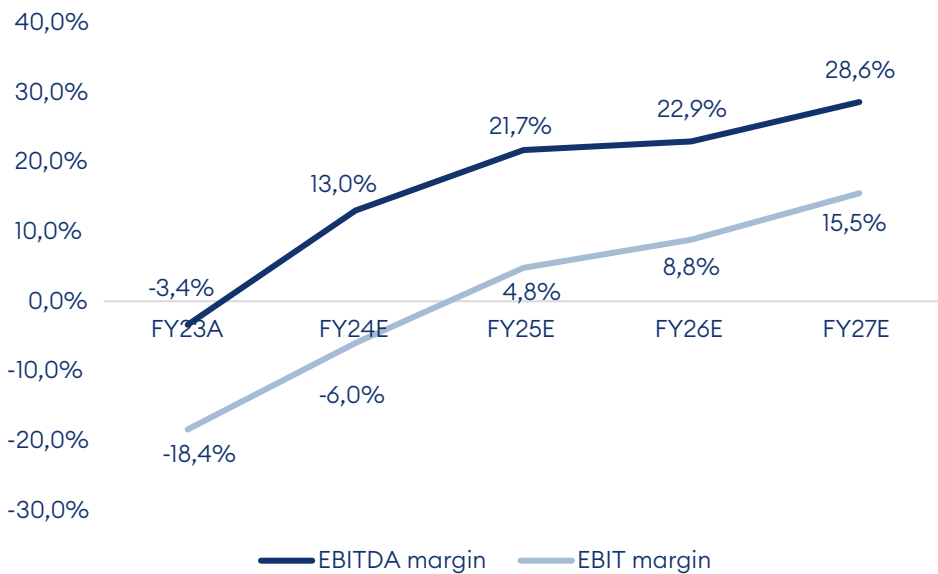
A livello patrimoniale, stimiamo per il FY27E una NFP di debito pari a € 7,09 mln.

CHART 3 – VOP AND EBITDA FY23A-27E



Source: Integrae SIM

CHART 4 – MARGIN FY23A-27E



Source: Integrae SIM

CHART 5 – CAPEX FY23A-27E

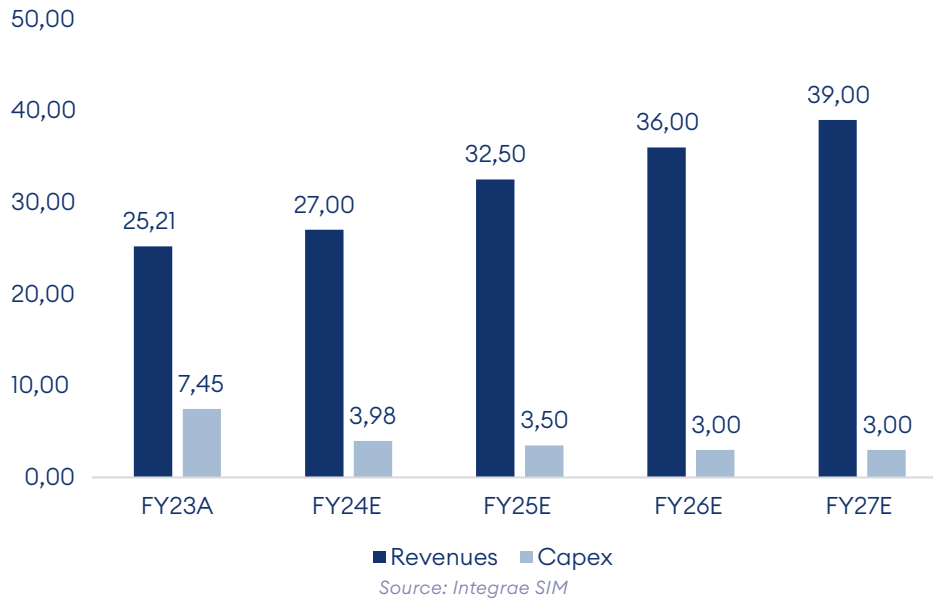
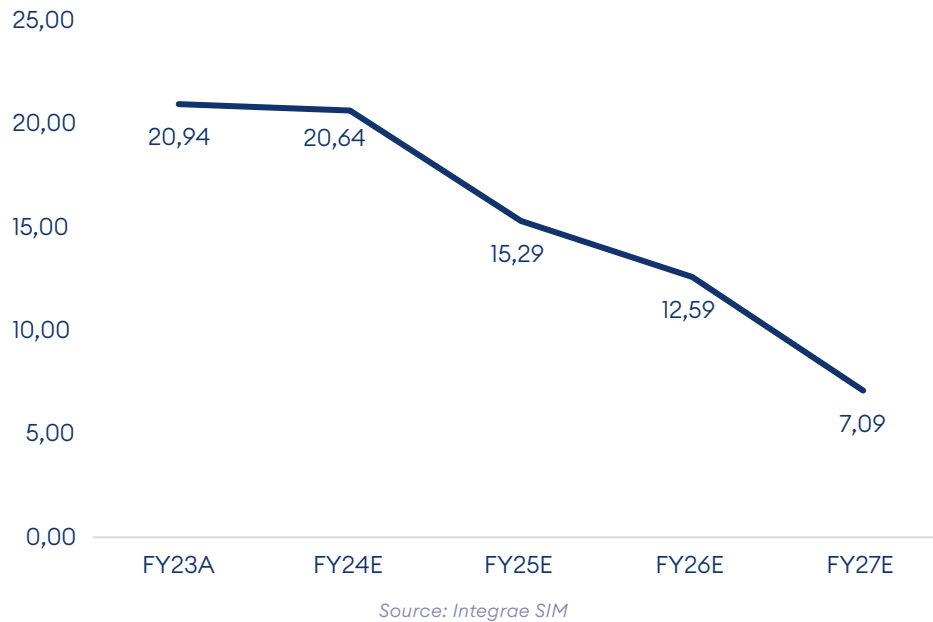


CHART 6 – NFP FY23A-27E



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				6,13%
D/E 233,33%	Risk Free Rate 3,20%	β Adjusted 1,2	α (specific risk) 2,50%	
K_d 3,00%	Market Premium 7,81%	β Relevered 1,4	K_e 15,40%	

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 6,13%.

TABLE 4 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	14,6	17%
TV actualized DCF	73,3	83%
Enterprise Value	88,0	100%
NFP (FY23A)	20,9	
Equity Value	67,0	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 67,0 mln.**

TABLE 5 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		4,6%	5,1%	5,6%	6,1%	6,6%	7,1%	7,6%
	3,0%	213,4	158,9	125,1	102,1	85,4	72,8	62,9
	2,5%	162,0	127,6	104,2	87,2	74,3	64,2	56,1
	2,0%	130,1	106,3	89,0	75,9	65,6	57,3	50,5
	1,5%	108,4	90,8	77,5	67,0	58,6	51,6	45,8
	1,0%	92,7	79,1	68,5	59,9	52,8	46,9	41,9
	0,5%	80,8	70,0	61,2	54,0	48,0	42,9	38,5
	0,0%	71,5	62,6	55,2	49,1	43,9	39,4	35,5

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			EV/EBIT			P/E		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
Alkemy SpA	6,0 x	5,2 x	n/a	8,4 x	7,0 x	n/a	10,6 x	8,3 x	n/a
Esker SA	28,9 x	22,8 x	18,7 x	43,5 x	32,8 x	25,7 x	53,9 x	41,2 x	33,9 x
Unifiedpost Group SA	17,5 x	10,4 x	5,1 x	n/a	49,2 x	9,4 x	n/a	n/a	19,0 x
Objective Corp. Ltd.	26,7 x	22,9 x	19,6 x	31,9 x	27,8 x	23,7 x	36,9 x	33,0 x	28,5 x
Peer median	22,1 x	16,6 x	18,7 x	31,9 x	30,3 x	23,7 x	36,9 x	33,0 x	28,5 x

Source: *Infinancials*

TABLE 7 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY24E	FY25E	FY26E
Enterprise Value (EV)			
EV/EBITDA	86,22	127,85	167,47
EV/EBIT	n/a	51,46	81,63
P/E	n/a	18,14	55,49
Enterprise Value post 25% discount			
EV/EBITDA	64,66	95,88	125,60
EV/EBIT	n/a	38,59	61,22
P/E	n/a	13,60	41,61
Equity Value			
EV/EBITDA	44,02	80,59	113,01
EV/EBIT	n/a	23,30	48,63
P/E	n/a	13,60	41,61
Average	44,02	39,17	67,75

Source: *Integrae SIM*

L'*equity value* di Doxee è stato calcolato utilizzando i market multiple EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E. Dopo aver applicato uno sconto del 25,0%, risulta un **equity value di € 50,3 mln.**

Equity Value

TABLE 8 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	58,7
Equity Value DCF (€/mln)	67,0
Equity Value multiples (€/mln)	50,3
Target Price (€)	6,80

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 58,7 mln. **Il target price è quindi di € 6,80 (prev. € 9,70). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 9 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY23A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/EBITDA	n/a	10,3 x	8,9 x	6,6 x
EV/EBIT	n/a	46,8 x	23,1 x	12,2 x
P/E	n/a	106,7 x	30,1 x	13,5 x

Source: Integrae SIM

TABLE 10 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY23A	FY25E	FY26E	FY27E
EV/EBITDA	n/a	5,4x	4,6x	3,5x
EV/EBIT	n/a	24,4x	12,x	6,4x
P/E	n/a	37,3x	10,5x	4,7x

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
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
11/10/2023	5,20	Buy	9,70	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 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.