

## EQUITY RESEARCH

### DOXEE RESULTS REVIEW

BUY

TP 7.0€ (vs 9.0€)  
Up/Downside: 197%

### Si chiude un anno di investimenti

Nel 2023 Doxee ha raggiunto il picco degli investimenti. La fase di recuperofinalizzata al ritorno alla redditività è iniziata nel 2024, anche se a un ritmo piùcauto rispetto alle nostre precedenti stime.

Doxee ha chiuso il 2023 con un fatturato di €25.2m (in linea con i €25.5m del 2022). L'EBITDA di €-1m (contro i €4.9m a/a e gli €0m previsti) è stato messo sotto pressione a causa della forte crescita dei costi, principalmente per le spese di capitale e per i costi di integrazione di Infinica GmbH in assenza di crescita organica. Utile netto di €-5.3m (contro gli €1.2m a/a e i €-4.2m attesi) a causa del significativo aumento degli ammortamenti a €-4.3m (contro i €-3.1m a/a) e degli oneri finanziari a €-1.1m (contro gli €-0.2m a/a). La posizione finanziaria netta è salita a €20.8m (contro i €14.5m a/a, in linea con le nostre aspettative), gonfiato da investimenti in capex per €8.5m, in un contesto di generazione di cassa operativa positive ma contenuta grazie a una migliore gestione del capitale circolante.

Doxee ha inoltre proposto un aumento di capitale di €6m, in opzione per gli azionisti ed interamente garantito dall'azionista di maggioranza P&S Srl, che, una volta approvato dal Consiglio di Amministrazione, dovrebbe avvenire entro i successivi 6 mesi. Questo contesto di incertezza ha messo sotto pressione il titolo, che lancerà la nuova versione della sua piattaforma nel giugno di quest'anno.

Abbiamo rivisto il nostro scenario per i prossimi anni, ora più cauto in termini di crescita organica (+7% previsto per il 2024) e sempre basato su una riduzione dei costi stimata di circa €3.5m nel 2024, per raggiungere un EBITDA di €4m (rispetto ai €7m stimati in precedenza). A partire dal 2025 prevediamo una crescita organica più significativa, in un contesto di continuo controllo dei costi, che dovrebbe consentire a Doxee di raggiungere un fatturato di €32.4m (contro i €35.3m stimati in precedenza), un EBITDA di €7.5m (contro i €9.9m stimati in precedenza) e di riportare l'utile netto in territorio positivo.

Ora che l'azienda ha completato i progetti "One Company" e "One Platform" (integrazione tecnologica, riorganizzazione del management, riduzione dei costi di R&S, dei servizi professionali e delle infrastrutture), riteniamo che sia meglio preparata a cogliere le future opportunità di crescita. Il mercato non mostra attualmente forti segnali di ripresa, ma riteniamo che la situazione possa migliorare a partire dalla seconda metà del 2024. Rivediamo il nostro TP a €7 e manteniamo il nostro rating buy.

#### Key data

Price (€)	2.4
Industry	Packaged Software
Ticker	DOX-IT
Shares Out (m)	8.624
Market Cap (m €)	20.4
Average trading volumes (k shares / day)	1.000
Source: FactSet	

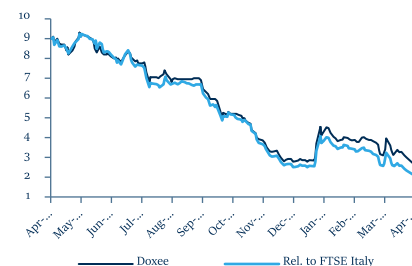
#### Ownership (%)

P&S Srl	67.4
Eiffel Investment Group	8.4
Ipoc 5 Srl	5.2
Free float	19.0
Source: TPICAP Midcap estimates	

EPS (€)	12/24e	12/25e	12/26e
Estimates	-0.32	0.04	0.24
Change vs previous estimates (%)	na	0.00	0.00

Source: TPICAP Midcap estimates

Performance (%)	1D	1M	YTD
Price Perf	-0.8	-39.8	-36.2
Rel FTSE Italy	-1.7	-41.7	-44.0



Source: FactSet

TP ICAP Midcap Estimates	12/23	12/24e	12/25e	12/26e	Valuation Ratio	12/24e	12/25e	12/26e
Sales (m €)	25.2	27.0	32.4	36.0	EV/Sales	1.5	1.1	0.9
Current Op Inc (m €)	-5.3	-1.8	1.4	3.8	EV/EBITDA	10.0	4.9	3.2
Current op. Margin (%)	na	na	4.4	10.6	EV/EBIT	na	25.5	8.3
EPS (€)	-0.62	-0.32	0.04	0.24	PE	na	54.4	9.7
DPS (€)	0.00	0.00	0.00	0.00	Source: TPICAP Midcap			
Yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0				
FCF (m €)	-5.6	1.0	3.6	4.7				

Consensus FactSet - Analysts:na	12/24e	12/25e	12/26e
Sales	27.0	32.4	36.0
EBIT	-1.8	1.4	3.8
Net income	-2.8	0.4	2.1

Analyst  
Davide Longo  
davide.longo@tpicap.com  
+33173030977



## FINANCIAL DATA

<b>Income Statement</b>	<b>12/21</b>	<b>12/22</b>	<b>12/23</b>	<b>12/24e</b>	<b>12/25e</b>	<b>12/26e</b>
Sales	20.8	25.5	25.2	27.0	32.4	36.0
Changes (%)	17.7	22.2	-1.0	7.1	20.0	11.1
Gross profit	20.4	25.5	25.2	26.9	32.3	35.9
% of Sales	98.1	100.0	100.0	99.7	99.8	99.8
<b>EBITDA</b>	<b>5.5</b>	<b>4.9</b>	<b>-1.0</b>	<b>4.0</b>	<b>7.5</b>	<b>9.9</b>
% of Sales	26.3	19.4	-3.9	14.8	23.1	27.5
<b>Current operating profit</b>	<b>1.9</b>	<b>1.8</b>	<b>-5.3</b>	<b>-1.8</b>	<b>1.4</b>	<b>3.8</b>
% of Sales	9.3	7.1	-21.1	-6.6	4.4	10.6
Non-recurring items	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	1.9	1.8	-5.3	-1.8	1.4	3.8
Net financial result	0.1	-0.2	-1.1	-1.2	-0.9	-0.9
Income Tax	-0.2	-0.4	1.1	0.2	-0.1	-0.8
Tax rate (%)	11.3	23.2	16.7	7.0	27.9	27.9
<b>Net profit, group share</b>	<b>1.8</b>	<b>1.3</b>	<b>-5.3</b>	<b>-2.8</b>	<b>0.4</b>	<b>2.1</b>
EPS	0.03	0.03	na	na	0.04	0.24
<b>Financial Statement</b>	<b>12/21</b>	<b>12/22</b>	<b>12/23</b>	<b>12/24e</b>	<b>12/25e</b>	<b>12/26e</b>
Goodwill	0.0	7.7	7.8	7.8	7.8	7.8
Tangible and intangible assets	12.4	21.8	24.9	22.2	19.1	16.4
Right of Use	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Financial assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Working capital	3.2	3.5	1.4	0.7	0.8	1.2
Other Assets	0.6	0.4	1.3	1.3	1.3	1.3
<b>Assets</b>	<b>16.2</b>	<b>33.5</b>	<b>35.5</b>	<b>32.0</b>	<b>29.0</b>	<b>26.7</b>
Shareholders equity group	8.8	13.4	8.1	5.3	5.6	7.7
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
LT & ST provisions and others	4.1	4.2	5.2	5.5	5.8	6.1
Net debt	3.3	14.5	20.8	19.8	16.2	11.5
Other liabilities	0.0	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
<b>Liabilities</b>	<b>16.2</b>	<b>33.5</b>	<b>35.5</b>	<b>32.0</b>	<b>29.0</b>	<b>26.7</b>
Net debt excl. IFRS 16	3.3	14.5	20.8	19.8	16.2	11.5
Gearing net	0.4	1.1	2.6	3.8	2.9	1.5
Leverage	0.6	2.9	-21.2	5.0	2.2	1.2
<b>Cash flow statement</b>	<b>12/21</b>	<b>12/22</b>	<b>12/23</b>	<b>12/24e</b>	<b>12/25e</b>	<b>12/26e</b>
CF after elimination of net borrowing costs and taxes	5.3	5.4	-0.2	3.3	6.7	8.5
$\Delta$ WCR	-1.6	-0.9	3.1	0.8	-0.1	-0.4
Operating cash flow	3.7	4.5	2.9	4.1	6.6	8.0
Net capex	-4.1	-6.8	-8.5	-3.0	-3.0	-3.3
FCF	-0.4	-2.3	-5.6	1.0	3.6	4.7
Acquisitions/Disposals of subsidiaries	0.0	-7.5	0.0	0.0	0.0	0.0
Other investments	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in borrowings	1.4	5.1	4.4	0.0	0.0	0.0
Dividends paid	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Repayment of leasing debt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Equity Transaction	2.4	2.3	-0.1	-0.4	-0.7	-1.0
Others	-0.6	-0.6	-0.6	0.0	0.0	0.0
Change in net cash over the year	3.0	-3.0	-1.8	0.6	2.9	4.7
ROA (%)	10.8%	3.7%	na	na	1.3%	7.9%
ROE (%)	20.0%	9.3%	na	na	6.6%	27.2%
ROCE (%)	20.0%	9.3%	na	na	6.6%	27.2%