

UPDATE

EQUITY RESEARCH

# Doxee

## ISIM INTEGRÆ

Euronext Growth Milan | ICT | Italy

Produzione 8/10/2024, h. 18:30

Pubblicazione 9/10/2024, h. 07:00



Rating

**BUY**

unchanged

Target Price

**€ 6,60**

prev. € 6,75

Risk



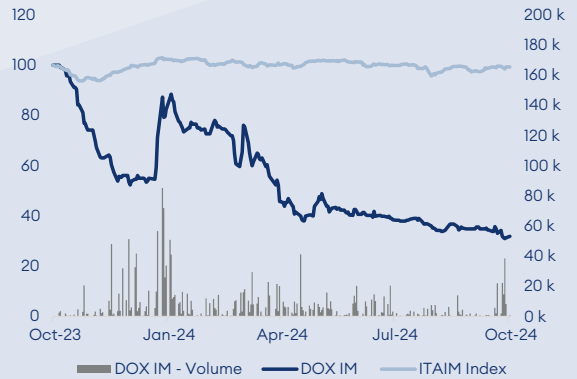
Medium

Upside potential

**307,4%**

Key Financials (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
VoP	29,53	30,00	34,00	38,00
EBITDA	(0,20)	3,60	6,80	8,95
EBIT	(4,54)	(1,80)	1,30	3,55
Net Income	(5,10)	(2,80)	0,20	1,90
NFP	21,61	17,08	15,73	11,88
EBITDA margin	n.m.	12,0%	20,0%	23,6%
EBIT margin	n.m.	n.m.	3,8%	9,3%
Net Income margin	n.m.	n.m.	0,6%	5,0%

### Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



#### Stock Data

Price	€ 1,62
Target price	€ 6,60
Upside/(Downside) potential	307,4%
Ticker	DOX IM
Market Cap (€/mln)	€ 18,61
EV (€/mln)	€ 35,69
Free Float	17,00%
Share Outstanding	11.489.575
52-week high	€ 5,32
52-week low	€ 1,59
Average daily volumes (3 months)	3.295

Mattia Petracca | [mattia.petracca@integraesim.it](mailto:mattia.petracca@integraesim.it)  
 Alessandro Colombo | [alessandro.colombo@integraesim.it](mailto:alessandro.colombo@integraesim.it)

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-10,0%	-18,6%	-31,5%	-68,7%
to FTSE Italia Growth	-12,0%	-17,9%	-30,7%	-68,0%
to Euronext STAR Milan	-12,4%	-14,0%	-29,0%	-80,2%
to FTSE All-Share	-11,6%	-17,8%	-30,8%	-89,9%
to EUROSTOXX	-14,9%	-18,4%	-30,6%	-88,6%
to MSCI World Index	-15,0%	-20,5%	-39,0%	-96,6%

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	n/a	9,9x	5,2x	4,x
EV/EBIT	n/a	n/a	27,5x	10,1x
P/E	n/a	n/a	93,1x	9,8x

## 1H24A Results

I ricavi delle vendite si attestano a € 12,54 mln, segnando una crescita del 3,2% rispetto ai € 12,14 mln registrati nel 1H23A. L'EBITDA è pari a € 0,54 mln, in miglioramento rispetto ai € - 0,50 mln registrato nel 1H23A. L'EBITDA Margin è pari al 3,9%, rispetto al -3,6% del 30 giugno 2023. L'EBIT risulta pari a € - 2,00 mln, in miglioramento rispetto al 1H23A, pari a € -2,56 mln. Il Net Income risulta negativo per € 2,41 mln, comunque in crescita rispetto ai € -3,25 mln dell'1H23A. A livello patrimoniale, la NFP del Gruppo si è attestata a € 16,96 mln, segnando una significativa riduzione rispetto ai € 21,61 mln del semestre precedente.

## Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per l'1H24A, 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 € 3,60 mln, corrispondente ad una marginalità del 12,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 42,00 mln (CAGR 23A-27E: 9,2%) nel FY27E, con EBITDA pari a € 11,20 mln (corrispondente ad una marginalità del 26,7%), in crescita rispetto a € - 0,20 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del -0,7%). A livello patrimoniale, stimiamo per il FY27E una NFP di debito pari a € 6,63 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 € 77,9 mln. L'equity value di Doxee utilizzando i market multiples risulta essere pari € 73,7 mln (incluso un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a circa € 75,8 mln. Il target price è di € 6,60, rating BUY e rischio MEDIUM.

# Economics & Financials

TABLE 1 – ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
Sales	23,82	25,84	27,00	31,00	35,00	39,00
Other Revenues	3,28	3,69	3,00	3,00	3,00	3,00
<b>Value of Production</b>	<b>27,10</b>	<b>29,53</b>	<b>30,00</b>	<b>34,00</b>	<b>38,00</b>	<b>42,00</b>
COGS	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
Services	12,78	14,90	13,00	13,20	14,20	14,80
Employees	9,85	13,55	12,90	13,50	14,30	15,40
Other Operating Expenses	0,41	1,27	0,50	0,50	0,55	0,60
<b>EBITDA</b>	<b>4,05</b>	<b>(0,20)</b>	<b>3,60</b>	<b>6,80</b>	<b>8,95</b>	<b>11,20</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>15,0%</i>	<i>-0,7%</i>	<i>12,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>23,6%</i>	<i>26,7%</i>
D&A	3,25	4,34	5,40	5,50	5,40	5,40
<b>EBIT</b>	<b>0,80</b>	<b>(4,54)</b>	<b>(1,80)</b>	<b>1,30</b>	<b>3,55</b>	<b>5,80</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>3,0%</i>	<i>-15,4%</i>	<i>-6,0%</i>	<i>3,8%</i>	<i>9,3%</i>	<i>13,8%</i>
Financial Management	(0,17)	(1,08)	(1,00)	(1,00)	(0,90)	(0,80)
<b>EBT</b>	<b>0,63</b>	<b>(5,62)</b>	<b>(2,80)</b>	<b>0,30</b>	<b>2,65</b>	<b>5,00</b>
Taxes	0,14	(0,52)	0,00	0,10	0,75	1,40
<b>Net Income</b>	<b>0,49</b>	<b>(5,10)</b>	<b>(2,80)</b>	<b>0,20</b>	<b>1,90</b>	<b>3,60</b>

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
<b>Fixed Asset</b>	<b>29,62</b>	<b>32,72</b>	<b>31,30</b>	<b>29,30</b>	<b>26,90</b>	<b>24,50</b>
Account receivable	8,75	8,00	8,10	9,15	10,20	11,25
Account payable	10,44	10,69	10,00	10,20	11,00	11,50
<b>Operating Working Capital</b>	<b>(1,69)</b>	<b>(2,69)</b>	<b>(1,90)</b>	<b>(1,05)</b>	<b>(0,80)</b>	<b>(0,25)</b>
Other Receivable	4,47	5,22	5,00	5,50	6,00	6,50
Other Payable	4,49	5,08	5,50	6,00	6,20	6,40
<b>Net Working Capital</b>	<b>(1,72)</b>	<b>(2,55)</b>	<b>(2,40)</b>	<b>(1,55)</b>	<b>(1,00)</b>	<b>(0,15)</b>
Severance Indemnities & Provision	1,81	2,02	2,20	2,20	2,30	2,40
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>26,08</b>	<b>28,16</b>	<b>26,70</b>	<b>25,55</b>	<b>23,60</b>	<b>21,95</b>
Share Capital	1,91	1,91	2,54	2,54	2,54	2,54
Reserves and Retained Profits	9,24	9,74	9,88	7,08	7,28	9,18
Net Profit	0,49	(5,10)	(2,80)	0,20	1,90	3,60
<b>Equity</b>	<b>11,65</b>	<b>6,55</b>	<b>9,62</b>	<b>9,82</b>	<b>11,72</b>	<b>15,32</b>
Cash and Cash Equivalent	2,59	0,78	6,92	6,77	9,62	13,87
Short-Term Financial debt	4,69	7,67	8,00	7,00	6,50	6,00
ML Term Financial Debt	12,34	14,71	16,00	15,50	15,00	14,50
<b>Net Financial Position</b>	<b>14,43</b>	<b>21,61</b>	<b>17,08</b>	<b>15,73</b>	<b>11,88</b>	<b>6,63</b>
<b>TOTAL SOURCES</b>	<b>26,08</b>	<b>28,16</b>	<b>26,70</b>	<b>25,55</b>	<b>23,60</b>	<b>21,95</b>

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
EBIT	(4,54)	(1,80)	1,30	3,55	5,80
Taxes	(0,52)	0,00	0,10	0,75	1,40
<b>NOPAT</b>	<b>(4,02)</b>	<b>(1,80)</b>	<b>1,20</b>	<b>2,80</b>	<b>4,40</b>
D&A	4,34	5,40	5,50	5,40	5,40
<b>Change in NWC</b>	<b>0,83</b>	<b>(0,15)</b>	<b>(0,85)</b>	<b>(0,55)</b>	<b>(0,85)</b>
Change in receivable	0,75	(0,10)	(1,05)	(1,05)	(1,05)
Change in payable	0,25	(0,69)	0,20	0,80	0,50
Change in others	(0,17)	0,64	0,00	(0,30)	(0,30)
Change in provisions	0,20	0,18	0,00	0,10	0,10
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>1,35</b>	<b>3,63</b>	<b>5,85</b>	<b>7,75</b>	<b>9,05</b>
Capex	(7,45)	(3,98)	(3,50)	(3,00)	(3,00)
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>(6,10)</b>	<b>(0,34)</b>	<b>2,35</b>	<b>4,75</b>	<b>6,05</b>
Financial Management	(1,08)	(1,00)	(1,00)	(0,90)	(0,80)
Change in Financial debt	5,36	1,61	(1,50)	(1,00)	(1,00)
Change in equity	0,00	5,87	0,00	0,00	0,00
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>	<b>(1,82)</b>	<b>6,15</b>	<b>(0,15)</b>	<b>2,85</b>	<b>4,25</b>

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.

## 1H24A Results

TABLE 2 – 1H23A VS 1H24A

€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
1H24A	12,54	0,54	3,9%	(2,00)	(2,41)	16,96
1H23A	12,14	(0,50)	-3,6%	(2,56)	(3,25)	21,61*
Change	3,2%	n/a	7,5%	n/a	n/a	n/a

\*NFP pro-forma al 31/12/2023

Source: Integrae SIM

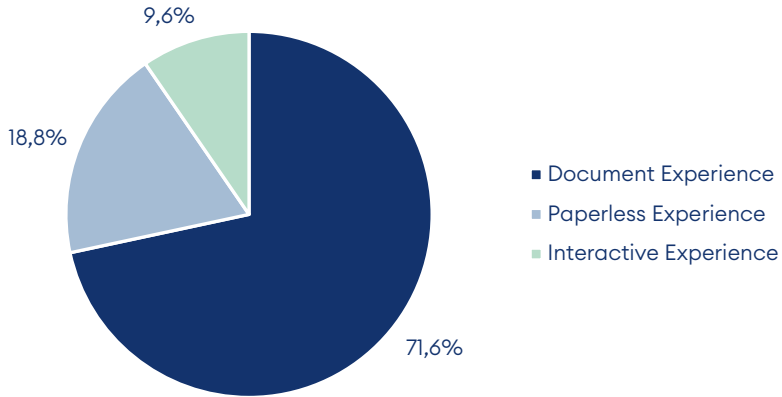
Tramite comunicato stampa, Paolo Cavicchioli, Amministratore Delegato di Doxee, ha commentato: *“Il primo semestre 2024 conferma l’efficacia degli interventi avviati nel secondo semestre del 2023 e realizza risultati in controtendenza rispetto lo stesso periodo dell’esercizio precedente. I primi sei mesi sono stati caratterizzati da un miglioramento di tutti gli indicatori economici e patrimoniali, a conferma dell’efficacia delle iniziative di governance intraprese nel secondo semestre 2023 e confermano l’obiettivo di perseguire un graduale ritorno alla crescita e alla redditività del Gruppo. A supporto di questo percorso ha assunto un significato di rilievo l’aumento di capitale effettuato a giugno, che ci ha permesso di garantire la necessaria flessibilità operativa e sostenere la nostra crescita”.*

Nel primo semestre del 2024, Doxee ha adottato un approccio in linea con quanto stimato, mantenendosi orientati al contenimento dei rischi, ma con una chiara apertura verso un potenziale punto di svolta. A confronto con lo stesso periodo del 2023, infatti, si è osservato un netto miglioramento di tutti gli indicatori economici e patrimoniali, a riprova della validità della strategia implementata. In particolare, il Gruppo ha concentrato i propri sforzi su iniziative di efficientamento e su investimenti mirati nell’area DACH, che hanno mostrato segnali incoraggianti verso il raggiungimento del breakeven. Oltre a questo il Gruppo ha beneficiato del nuovo assetto organizzativo (ONE Company) e tecnologico (ONE Platform).

Nella relazione semestrale per l’1H24A, i ricavi delle vendite si attestano a € 12,54 mln, segnando una crescita del 3,2% rispetto ai € 12,14 mln registrati nel primo semestre 2023. Tale incremento è principalmente ascrivibile ai maggiori ricavi nelle regioni DACH (Germania, Austria, Svizzera) e CEE (Repubblica Ceca e Slovacchia), mentre l’Italia ha mostrato una lieve flessione rispetto allo stesso periodo dell’anno precedente. Un dato significativo riguarda i ricavi ricorrenti, che rappresentano circa il 75,0% del totale, sostenuti dalla maggiore adozione di offerte in modalità SaaS, rafforzando così la resilienza del business di fronte alle incertezze di mercato. Inoltre, il Gruppo ha intensificato gli sforzi per ampliare la propria base clienti, sostenendo la crescita attraverso un nuovo posizionamento nel mercato *enterprise*, che ha ulteriormente contribuito ai risultati ottenuti.

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 71,6% del fatturato totale. I restanti ricavi provengono per il 18,8% dalla BU Paperless Experience e per il 9,6% dalla BU Interactive Experience.

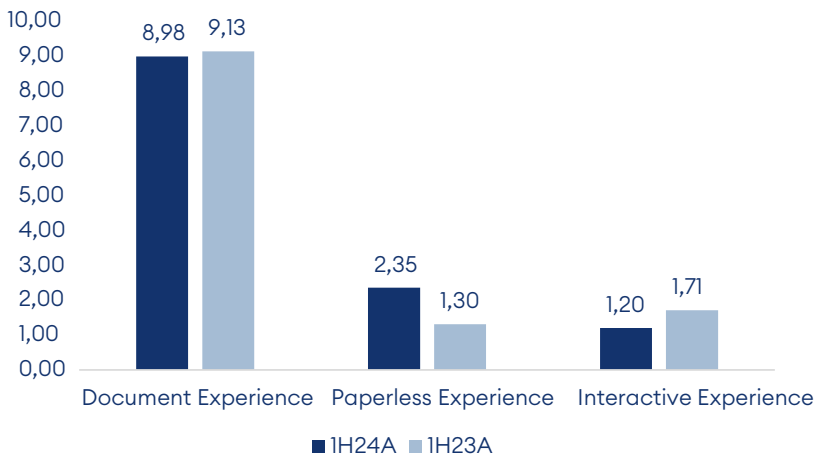
CHART 1 – REVENUES BREAKDOWN BY SEGMENT 1H24A



Source: Doxee

Confrontando la scomposizione del fatturato con quella del 1H23A, si nota che il contributo della BU Document Experience, pari a € 8,98 mln rimane in linea con quanto generato nel semestre scorso, pari a € 9,13 mln. La BU Paperless Experience cresce, passando da € 1,30 mln dell'1H23A agli attuali € 2,35 mln. Infine, la BU Interactive Experience mostra una contrazione del 29,7%, passando da € 1,71 mln del 1H23A ai € 1,20 mln del 1H24A.

CHART 2 – REVENUES BREAKDOWN BY BU 1H23A VS 1H24A



Source: Doxee

L'EBITDA di periodo ha beneficiato di diverse dinamiche positive nel corso del primo semestre 2024. Si è infatti registrata una riduzione dei costi per ricerca e sviluppo, scesi da € 1,80 mln a € 1,50 mln, grazie al completamento di alcuni progetti legati alla Doxee Platform® 3, che hanno garantito anche l'efficientamento dei processi interni. Un altro elemento chiave è stato l'integrazione con successo della tecnologia di Infinica GmbH nella piattaforma Doxee,

che ha permesso di ridurre il ricorso a consulenze esterne, con conseguente abbattimento dei costi, e di sviluppare un approccio più coerente in termini di marketing e vendite nelle aree DACH e CEE. Questi fattori hanno contribuito a generare un EBITDA positivo di € 0,54 mln, un miglioramento significativo rispetto al risultato negativo di € - 0,50 mln registrato nel primo semestre del 2023. Ne consegue un EBITDA Margin positivo pari a 3,9%, rispetto al dato negativo dell'1H23A pari a - 3,6%.

Al netto di ammortamenti e svalutazioni per € 2,53 mln, legati per gran parte agli investimenti in sviluppo tecnologico sostenuti, l'EBIT risulta negativo per € 2,00 mln, in miglioramento rispetto al dato del semestre precedente, pari a € -2,56 mln, con un EBIT Margin pari a - 14,3%. Il Net Income risulta negativo per € 2,41 mln, comunque in crescita rispetto ai € -3,25 mln dell'1H23A.

A livello patrimoniale, la NFP del Gruppo si è attestata a € 16,96 mln, segnando una significativa riduzione rispetto ai € 21,61 mln del semestre precedente. Contestualmente, rimangono importanti gli investimenti prevalentemente orientati all'innovazione tecnologica e all'armonizzazione interna, finalizzati al consolidamento del percorso di crescita in atto.

## FY24E – FY27E Estimates

TABLE 3 – ESTIMATES UPDATES FY24E-27E

€/mln	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
<b>VoP</b>				
New	30,00	34,00	38,00	42,00
Old	30,00	35,50	39,00	42,00
Change	0,0%	-4,2%	-2,6%	0,0%
<b>EBITDA</b>				
New	3,60	6,80	8,95	11,20
Old	3,90	7,70	8,95	12,00
Change	-7,7%	-11,7%	0,0%	-6,7%
<b>EBITDA %</b>				
New	12,0%	20,0%	23,6%	26,7%
Old	13,0%	21,7%	22,9%	28,6%
Change	-1,0%	-1,7%	0,6%	-1,9%
<b>EBIT</b>				
New	(1,80)	1,30	3,55	5,80
Old	(1,80)	1,70	3,45	6,50
Change	0,0%	-23,5%	2,9%	-10,8%
<b>Net Income</b>				
New	(2,80)	0,20	1,90	3,60
Old	(2,80)	0,55	1,95	4,35
Change	0,0%	-63,6%	-2,6%	-17,2%
<b>NFP</b>				
New	17,08	15,73	11,88	6,63
Old	21,35	15,80	12,65	7,10
Change	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Integrae SIM

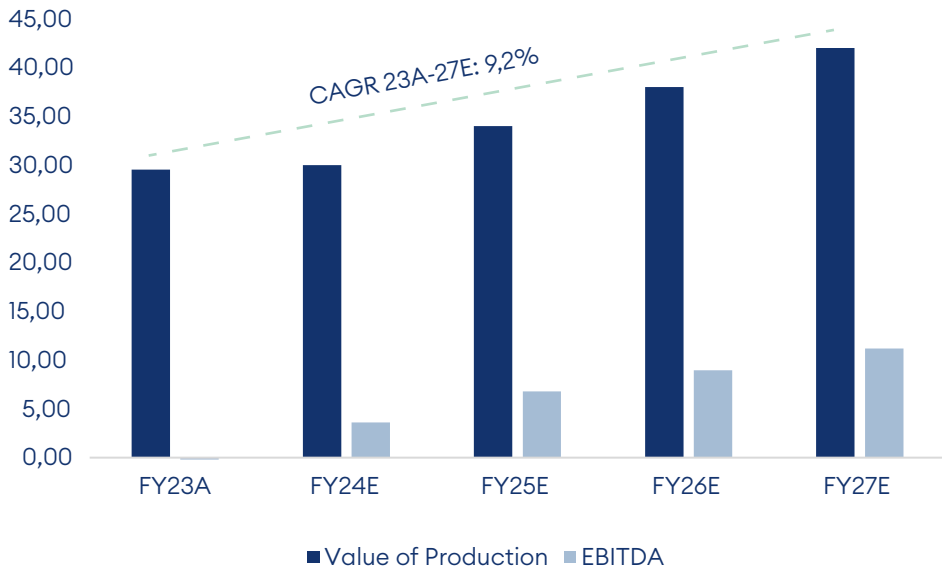
Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione semestrale per l'1H24A, modifichiamo le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY24E pari a € 30,00 mln ed un EBITDA pari a € 3,60 mln, corrispondente ad una marginalità del 12,0%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 42,00 mln (CAGR 23A-27E: 9,2%) nel FY27E, con EBITDA pari a € 11,20 mln (corrispondente ad una marginalità del 26,7%), in crescita rispetto a € - 0,20 mln del FY23A (corrispondente ad un EBITDA *margin* del -0,7%).

A livello patrimoniale, stimiamo per il FY27E una NFP di debito pari a € 6,63 mln.

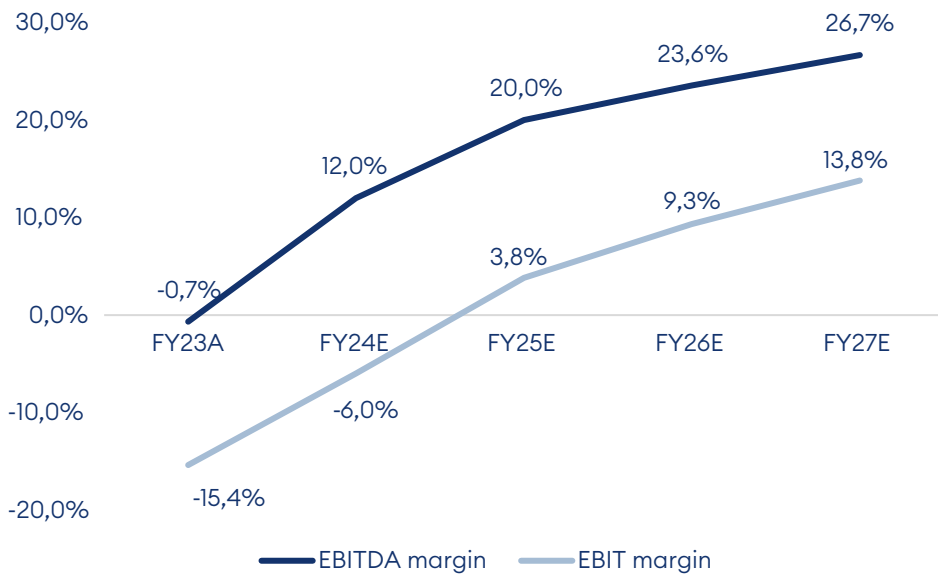


CHART 3 – VOP AND EBITDA FY23A-27E



Source: Integrae SIM

CHART 4 – MARGIN FY23A-27E



Source: Integrae SIM

CHART 5 – CAPEX FY23A-27E

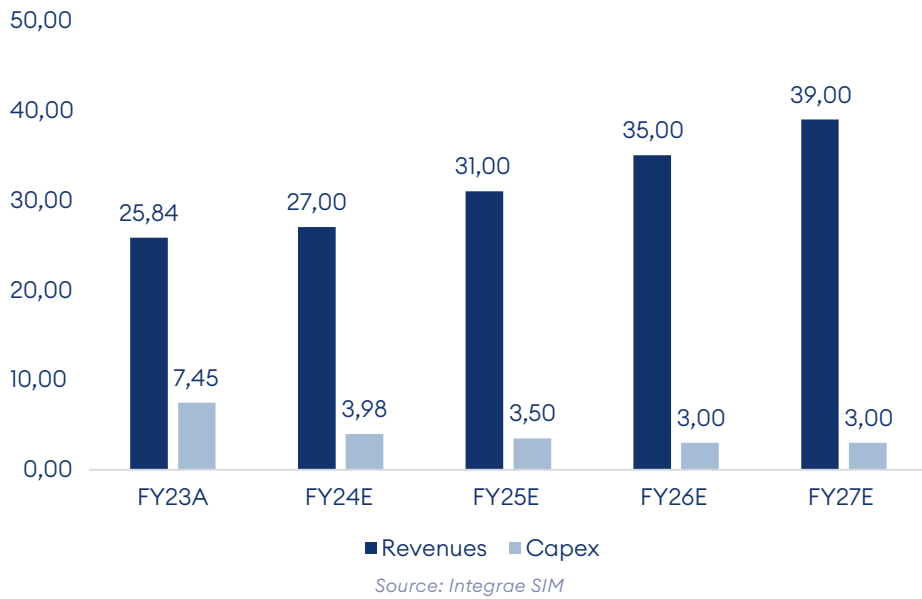
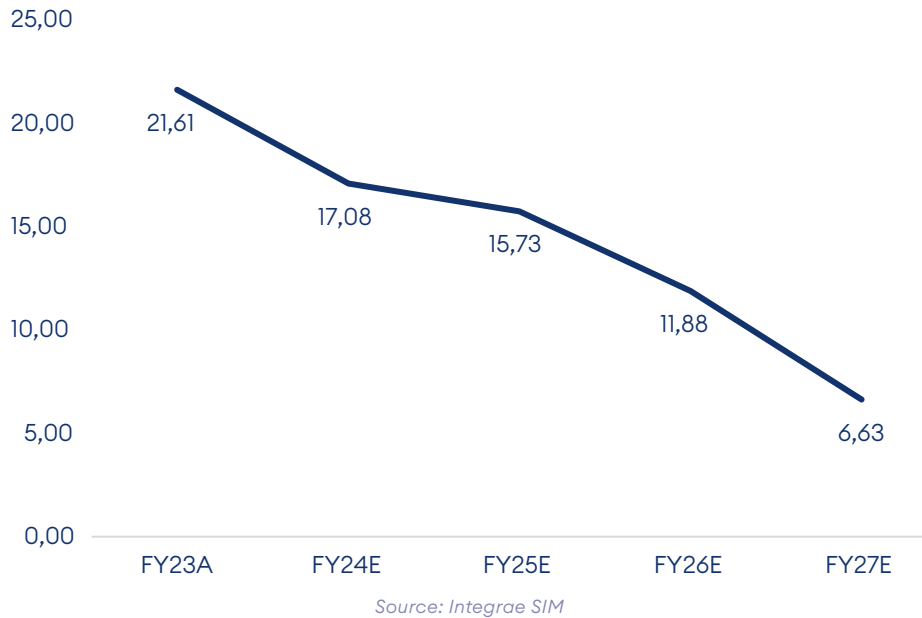


CHART 6 – NFP FY23A-27E



# 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				5,65%
D/E 233,33%	Risk Free Rate 2,74%	$\beta$ Adjusted 1,3	$\alpha$ (specific risk) 2,50%	
$K_d$ 3,00%	Market Premium 6,80%	$\beta$ Relevered 1,4	$K_e$ 13,77%	

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 5,65%.

TABLE 4 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	11,0	12%
TV actualized DCF	84,0	88%
<b>Enterprise Value</b>	<b>95,0</b>	<b>100%</b>
NFP (FY24E)	17,1	
<b>Equity Value</b>	<b>77,9</b>	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un **equity value di € 77,9 mln.**

TABLE 5 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		4,1%	4,6%	5,1%	5,6%	6,1%	6,6%	7,1%
	3,0%	312,2	212,2	158,7	125,5	102,8	86,4	73,9
	2,5%	215,6	161,4	127,6	104,6	87,9	75,2	65,2
	2,0%	164,1	129,8	106,4	89,4	76,5	66,4	58,3
	1,5%	132,0	108,2	91,0	77,9	67,6	59,4	52,5
	1,0%	110,1	92,6	79,3	68,9	60,5	53,5	47,7
	0,5%	94,2	80,7	70,1	61,6	54,6	48,7	43,7
	0,0%	82,2	71,4	62,7	55,6	49,6	44,5	40,2

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		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
Workday Inc.	24,6 x	20,4 x	16,4 x	27,8 x	22,6 x	18,1 x
Esker SA	40,3 x	32,5 x	27,1 x	60,2 x	46,7 x	37,8 x
Unifiedpost Group SA	22,9 x	25,7 x	15,4 x	n/a	n/a	300,3 x
Objective Corp. Ltd.	24,9 x	28,4 x	24,5 x	29,1 x	33,8 x	29,9 x
<b>Peer median</b>	<b>24,8 x</b>	<b>27,0 x</b>	<b>20,4 x</b>	<b>29,1 x</b>	<b>33,8 x</b>	<b>33,8 x</b>

Source: *Infinancials*

TABLE 7 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY24E	FY25E	FY26E
<b>Enterprise Value (EV)</b>			
EV/EBITDA	89,15	183,81	182,86
EV/EBIT	n/a	43,94	120,17
<b>Enterprise Value post 25% discount</b>			
EV/EBITDA	66,86	137,86	137,15
EV/EBIT	n/a	32,95	90,12
<b>Equity Value</b>			
EV/EBITDA	49,78	122,13	125,27
EV/EBIT	n/a	17,23	78,25
<b>Average</b>	<b>49,78</b>	<b>69,68</b>	<b>101,76</b>

Source: *Integrae SIM*

L'*equity value* di Doxee è stato calcolato utilizzando i market multiple EV/EBITDA e EV/EBIT. Dopo aver applicato uno sconto del 25,0%, risulta un **equity value di € 73,7 mln.**

# Equity Value

TABLE 8 – EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	75,8
Equity Value DCF (€/mln)	77,9
Equity Value multiples (€/mln)	73,7
<b>Target Price (€)</b>	<b>6,60</b>

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a circa € 75,8 mln. **Il target price è quindi di € 6,60 (prev. € 6,75). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

TABLE 9 – TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	n/a	25,8 x	13,7 x	10,4 x
EV/EBIT	n/a	n/a	71,5 x	26,2 x

Source: Integrae SIM

TABLE 10 – CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
EV/EBITDA	n/a	9,9x	5,2x	4,x
EV/EBIT	n/a	n/a	27,5x	10,1x

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 Rivello, Alessandro Colombo, Edoardo Luigi Pezzella, Alessandro Elia Stringa and Alessia di Florio 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
11/10/2023	5,20	Buy	9,70	Medium	Update
08/04/2024	2,38	Buy	6,80	Medium	Update
15/05/2024	2,28	Buy	6,75	Medium	Update
30/05/2024	2,16	Buy	6,75	Medium	Breaking News
28/06/2024	2,06	Buy	6,75	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 SpA has formalized 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](http://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. INTEGRÆ 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 Upside Potential (increase in value or return that the investment could achieve based on the current price and a future target price set by the analysts), 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 upside potential may temporarily fall outside the proposed range.

Upside Potential (for different risk categories)			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	Upside $\geq$ 7.5%	Upside $\geq$ 10.0%	Upside $\geq$ 15.0%
HOLD	-5.0% < Upside < 7.5%	-5.0% < Upside < 10%	0% < Upside < 15.0%
SELL	Upside $\leq$ -5.0%	Upside $\leq$ -5.0%	Upside $\leq$ 0%
U.R.	Under Review		
N.R.	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, EV/EBIT 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.