

UPDATE

Produzione | 11.04.2025, h. 18:30  
Pubblicazione | 14.04.2025, h. 07:00

Doxee

Euronext Growth Milan | ICT | Italy

Rating

 **BUY**

unchanged

Target Price

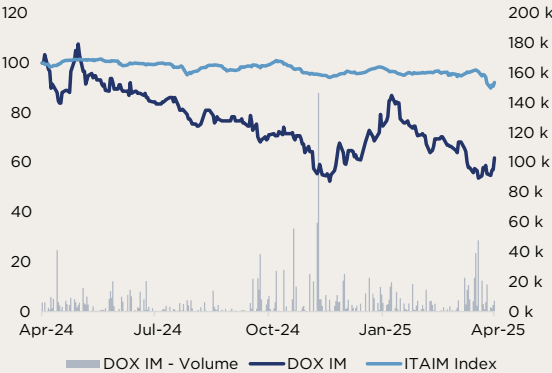
**€ 6,30**

prev. € 6,60

| Key Multiples | FY24A | FY25E | FY26E | FY27E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| EV/Sales      | 1,3x  | 1,1x  | 1,0x  | 0,9x  |
| EV/EBITDA     | 12,0x | 5,8x  | 4,0x  | 3,3x  |
| EV/EBIT       | n/a   | 39,1x | 10,1x | 6,3x  |
| P/E           | n/a   | 63,9x | 7,1x  | 4,0x  |
| NFP/EBITDA    | 6,5x  | 2,9x  | 1,6x  | 0,8x  |

| Key Financials (€/mln) | FY24A  | FY25E | FY26E | FY27E |
|------------------------|--------|-------|-------|-------|
| Value of Production    | 29,85  | 34,00 | 38,00 | 42,00 |
| EBITDA                 | 2,94   | 6,10  | 8,70  | 10,80 |
| EBIT                   | (2,25) | 0,90  | 3,50  | 5,60  |
| Net Income             | (3,67) | 0,25  | 2,25  | 3,95  |
| Net Financial Position | 19,22  | 17,55 | 13,85 | 8,10  |
| EBITDA margin          | 9,9%   | 17,9% | 22,9% | 25,7% |
| EBIT margin            | n.m.   | 2,6%  | 9,2%  | 13,3% |
| Net income margin      | n.m.   | 0,7%  | 5,9%  | 9,4%  |

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

|                                   |            |
|-----------------------------------|------------|
| Risk                              | Medium     |
| Price                             | € 1,39     |
| Target price                      | € 6,30     |
| Upside/(Downside) potential       | 353,1%     |
| Ticker - Bloomberg Code           | DOX IM     |
| Market Cap (€/mln)                | € 15,97    |
| EV (€/mln)                        | € 35,19    |
| Free Float (% on ordinary shares) | 18,30%     |
| Shares Outstanding                | 11.489.575 |
| 52-week high                      | € 2,52     |
| 52-week low                       | € 1,20     |
| Average Daily Volumes (3 months)  | 7.062      |

| Stock performance      | 1M    | 3M     | 6M     | 1Y     |
|------------------------|-------|--------|--------|--------|
| Absolute               | -8,6% | -20,6% | -16,8% | -40,7% |
| to FTSE Italia Growth  | -5,1% | -14,5% | -9,6%  | -32,9% |
| to Euronext STAR Milan | 0,6%  | -10,7% | -4,9%  | -26,9% |
| to FTSE All-Share      | 1,5%  | -18,2% | -17,2% | -41,2% |
| to EUROSTOXX           | 2,0%  | -17,4% | -13,7% | -37,1% |
| to MSCI World Index    | -1,7% | -11,8% | -8,7%  | -41,0% |

Source: FactSet

| Main Ratios   | FY24A | FY25E | FY26E | FY27E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| ROA           | n/a   | 2,1%  | 8,3%  | 13,7% |
| ROIC          | n/a   | 1,0%  | 9,1%  | 17,1% |
| ROE           | n/a   | 2,9%  | 20,5% | 26,4% |
| Current Ratio | 0,5x  | 0,6x  | 0,7x  | 0,8x  |

Source: FactSet

## FY24A Results

Nel FY24A il Gruppo ha registrato risultati in miglioramento, con ricavi consolidati pari a € 26,47 mln (+2,4%) e un ritorno all'EBITDA positivo a € 2,94 mln, grazie alle azioni di efficientamento e al nuovo modello operativo ONE Company. L'EBIT si attesta a € -2,25 mln, in recupero rispetto a € -4,54 mln nel 2023, mentre il Net Income è pari a € -3,67 mln. Decisivo il contributo dell'area DACH, con ricavi in crescita del 30,0% a € 5,10 mln. La componente ricorrente ha raggiunto il 72,7% del fatturato, sostenuta dal lancio della nuova Doxee Platform. La Net Financial Position migliora a € 19,22 mln, anche per effetto dell'aumento di capitale da € 5,90 mln completato nel primo semestre del FY24A.

## Estimates and Valuation Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY24A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY25E pari a € 34,00 mln ed un EBITDA pari a € 6,10 mln, corrispondente ad una marginalità del 17,9%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 42,00 mln (CAGR 24A-27E: 12,1%) nel FY27E, con EBITDA pari a € 10,80 mln (corrispondente ad una marginalità del 25,7%), in crescita rispetto a € 2,94 mln del FY24A (corrispondente ad un EBITDA margin del 9,9%). A livello patrimoniale, stimiamo per il FY27E una NFP di debito pari a € 8,10 mln. 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 2,50%) restituisce un equity value pari a € 81,7 mln. L'equity value di Doxee utilizzando i market multiples risulta essere pari € 63,1 mln. **Ne risulta un equity value medio pari a circa € 72,4 mln. Il target price è di € 6,30, rating BUY e rischio MEDIUM.**

# Economics & Financials

TABLE 1 - ECONOMICS & FINANCIALS

| CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln) | FY23A         | FY24A         | FY25E         | FY26E         | FY27E         |
|---------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Revenues                              | 25,84         | 26,47         | 31,00         | 35,00         | 39,00         |
| Other revenues                        | 3,69          | 3,37          | 3,00          | 3,00          | 3,00          |
| <b>Value of Production</b>            | <b>29,53</b>  | <b>29,85</b>  | <b>34,00</b>  | <b>38,00</b>  | <b>42,00</b>  |
| COGS                                  | 0,01          | 0,01          | 0,00          | 0,00          | 0,00          |
| Services                              | 14,90         | 14,20         | 14,50         | 14,80         | 15,60         |
| Employees                             | 13,55         | 12,38         | 13,00         | 14,00         | 15,00         |
| Other operating costs                 | 1,27          | 0,31          | 0,40          | 0,50          | 0,60          |
| <b>EBITDA</b>                         | <b>(0,20)</b> | <b>2,94</b>   | <b>6,10</b>   | <b>8,70</b>   | <b>10,80</b>  |
| <i>EBITDA Margin</i>                  | <i>-0,7%</i>  | <i>9,9%</i>   | <i>17,9%</i>  | <i>22,9%</i>  | <i>25,7%</i>  |
| D&A                                   | 4,34          | 5,20          | 5,20          | 5,20          | 5,20          |
| <b>EBIT</b>                           | <b>(4,54)</b> | <b>(2,25)</b> | <b>0,90</b>   | <b>3,50</b>   | <b>5,60</b>   |
| <i>EBIT Margin</i>                    | <i>-15,4%</i> | <i>-7,6%</i>  | <i>2,6%</i>   | <i>9,2%</i>   | <i>13,3%</i>  |
| Financial management                  | (1,08)        | (0,83)        | (0,60)        | (0,50)        | (0,40)        |
| <b>EBT</b>                            | <b>(5,62)</b> | <b>(3,08)</b> | <b>0,30</b>   | <b>3,00</b>   | <b>5,20</b>   |
| Taxes                                 | (0,52)        | 0,59          | 0,05          | 0,75          | 1,25          |
| <b>Net Income</b>                     | <b>(5,10)</b> | <b>(3,67)</b> | <b>0,25</b>   | <b>2,25</b>   | <b>3,95</b>   |
|                                       |               |               |               |               |               |
| CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)    | FY23A         | FY24A         | FY25E         | FY26E         | FY27E         |
| <b>Fixed Assets</b>                   | <b>32,72</b>  | <b>32,03</b>  | <b>29,75</b>  | <b>27,55</b>  | <b>25,35</b>  |
| Account receivable                    | 8,00          | 7,54          | 8,60          | 9,60          | 10,60         |
| Account payable                       | 10,69         | 8,12          | 8,35          | 8,50          | 9,00          |
| <b>Operating Working Capital</b>      | <b>(2,69)</b> | <b>(0,58)</b> | <b>0,25</b>   | <b>1,10</b>   | <b>1,60</b>   |
| Other receivable                      | 5,22          | 3,03          | 3,20          | 3,40          | 3,60          |
| Other payable                         | 5,08          | 4,84          | 5,00          | 5,20          | 5,40          |
| <b>Net Working Capital</b>            | <b>(2,55)</b> | <b>(2,40)</b> | <b>(1,55)</b> | <b>(0,70)</b> | <b>(0,20)</b> |
| Severance & other provisions          | 2,02          | 1,91          | 1,90          | 2,00          | 2,10          |
| <b>NET INVESTED CAPITAL</b>           | <b>28,16</b>  | <b>27,72</b>  | <b>26,30</b>  | <b>24,85</b>  | <b>23,05</b>  |
|                                       |               |               |               |               |               |
| Share capital                         | 1,91          | 2,54          | 2,54          | 2,54          | 2,54          |
| Reserves                              | 9,74          | 9,62          | 5,95          | 6,20          | 8,45          |
| Net Income                            | (5,10)        | (3,67)        | 0,25          | 2,25          | 3,95          |
| <b>Equity</b>                         | <b>6,55</b>   | <b>8,50</b>   | <b>8,75</b>   | <b>11,00</b>  | <b>14,95</b>  |
| Cash & cash equivalents               | 0,78          | 1,06          | 0,95          | 1,65          | 1,40          |
| Short term financial debt             | 7,67          | 8,61          | 8,50          | 7,50          | 4,50          |
| M/L term financial debt               | 14,71         | 11,67         | 10,00         | 8,00          | 5,00          |
| <b>Net Financial Position</b>         | <b>21,61</b>  | <b>19,22</b>  | <b>17,55</b>  | <b>13,85</b>  | <b>8,10</b>   |
| <b>SOURCES</b>                        | <b>28,16</b>  | <b>27,72</b>  | <b>26,30</b>  | <b>24,85</b>  | <b>23,05</b>  |

| CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)  | FY24A         | FY25E         | FY26E         | FY27E         |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>EBIT</b>                     | <b>(2,25)</b> | <b>0,90</b>   | <b>3,50</b>   | <b>5,60</b>   |
| Taxes                           | 0,59          | 0,05          | 0,75          | 1,25          |
| <b>NOPAT</b>                    | <b>(2,85)</b> | <b>0,85</b>   | <b>2,75</b>   | <b>4,35</b>   |
| D&A                             | 5,20          | 5,20          | 5,20          | 5,20          |
| <b>Change in NWC</b>            | <b>(0,15)</b> | <b>(0,85)</b> | <b>(0,85)</b> | <b>(0,50)</b> |
| <i>Change in receivable</i>     | <i>0,46</i>   | <i>(1,06)</i> | <i>(1,00)</i> | <i>(1,00)</i> |
| <i>Change in payable</i>        | <i>(2,57)</i> | <i>0,23</i>   | <i>0,15</i>   | <i>0,50</i>   |
| <i>Change in others</i>         | <i>1,96</i>   | <i>(0,01)</i> | <i>0,00</i>   | <i>0,00</i>   |
| Change in provisions            | (0,10)        | (0,01)        | 0,10          | 0,10          |
| <b>OPERATING CASH FLOW</b>      | <b>2,09</b>   | <b>5,19</b>   | <b>7,20</b>   | <b>9,15</b>   |
| Capex                           | (4,50)        | (2,92)        | (3,00)        | (3,00)        |
| <b>FREE CASH FLOW</b>           | <b>(2,40)</b> | <b>2,27</b>   | <b>4,20</b>   | <b>6,15</b>   |
| Financial Management            | (0,83)        | (0,60)        | (0,50)        | (0,40)        |
| Change in Financial debt        | (2,11)        | (1,78)        | (3,00)        | (6,00)        |
| Change in equity                | 5,62          | 0,00          | 0,00          | 0,00          |
| <b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b> | <b>0,28</b>   | <b>(0,11)</b> | <b>0,70</b>   | <b>(0,25)</b> |

Source: Doxee Historical Data and Integrae SIM estimates

## Company Overview

Doxee è una multinazionale hi-tech, Società Benefit, certificata B Corp e PMI innovativa, specializzata nello sviluppo di soluzioni digitali avanzate per la gestione delle comunicazioni multicanale con i clienti e leader nei mercati del Customer Communications Management e della Digital Customer Experience. Il Gruppo opera attraverso un modello integrato e unificato — ONE Company — che si fonda su un'unica piattaforma tecnologica proprietaria, la Doxee Platform®.

L'offerta del Gruppo è strutturata secondo la ONE Value Proposition, che combina soluzioni in modalità cloud-native — sia in modalità SaaS che PaaS — con servizi professionali a supporto dell'intero ciclo di gestione e personalizzazione della comunicazione digitale per imprese e Pubblica Amministrazione. Tale proposta si distingue per l'elevato grado di scalabilità e flessibilità, in grado di supportare i clienti, principalmente del segmento Enterprise, nella digitalizzazione dei processi mission-critical, nella semplificazione della customer communication e nella creazione di esperienze digitali coinvolgenti e personalizzate.

L'attuale modello di business si basa su ricavi ricorrenti generati prevalentemente da contratti pluriennali, con un Net Retention Rate pari al 98% e ricavi da Subscription che rappresentano circa il 73% del fatturato consolidato. Doxee opera nei principali mercati europei, con particolare focus su Italia e area DACH (Germania, Austria e Svizzera), e prosegue il proprio percorso di crescita sostenibile, investendo costantemente in innovazione tecnologica, responsabilità sociale e sviluppo internazionale.

# FY24A Results

TABLE 2 – ACTUAL VS ESTIMATES FY24A

| €/mln  | Revenues | EBITDA | EBITDA % | EBIT   | Net Income | NFP   |
|--------|----------|--------|----------|--------|------------|-------|
| FY24A  | 26,47    | 2,94   | 9,9%     | (2,25) | (3,67)     | 19,22 |
| FY24E  | 27,00    | 3,60   | 12,0%    | (1,80) | (2,80)     | 17,08 |
| Change | -2,0%    | -18,3% | -2,1%    | n/a    | n/a        | n/a   |

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, il Gruppo, commentando i risultati annuali, dichiara: *“Siamo soddisfatti dei risultati ottenuti nel 2024, che segnano un passo importante verso il consolidamento della nostra posizione di leadership nel settore del Customer Communication Management e nel mercato europeo. I ricavi, che hanno raggiunto i 26,5 milioni di euro, sono stati fortemente trainati dalla performance delle regioni DACH, dove abbiamo registrato una crescita superiore al 30%, frutto di investimenti mirati nelle aree Sales e Marketing ed ai primi risultati derivanti dal rilascio della release Doxee Platform integrata. Parallelamente, in Italia, abbiamo ottimizzato la nostra struttura organizzativa grazie alle sinergie attuate a livello di Gruppo contribuendo ad un ritorno positivo sull'EBITDA di 2,9 milioni di euro. Il principale obiettivo raggiunto è stato il consolidamento dell'organizzazione con una struttura unificata – ONE Company ed ONE Platform – estendendo le nostre capacità commerciali e tecnologiche con l'integrazione dei prodotti cloud in un unico portfolio di offerta dedicato a supportare la ONE Value Proposition Doxee. Con il rinnovo di tutti i principali contratti pluriennali, un Net Retention Rate del 98% ed un incremento del 3% dei ricavi ricorrenti che nel 2024 hanno raggiunto il 73% dei ricavi totali possiamo guardare al futuro con fiducia, consapevoli che le sinergie realizzate e l'equilibrio tra crescita, innovazione e rigoroso controllo dei costi ci permetteranno di rafforzare il percorso avviato per la crescita sostenibile”.*

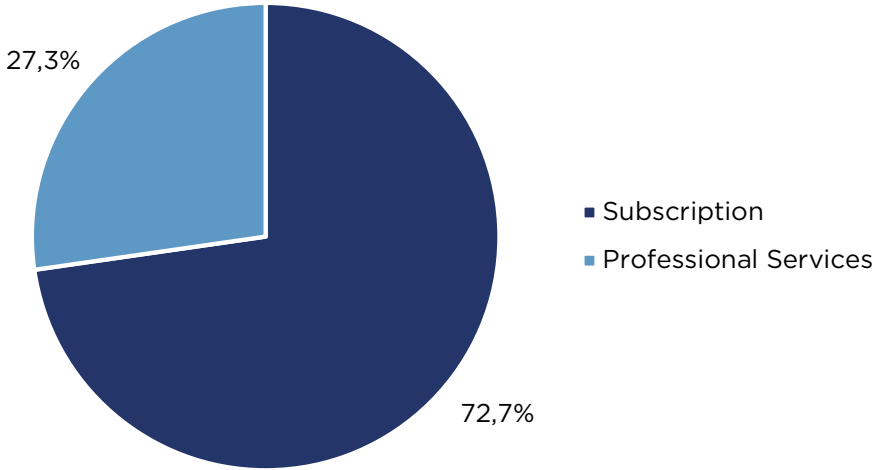
Il FY24A ha rappresentato un anno di svolta per Doxee, caratterizzato da un importante processo di razionalizzazione e rilancio. Il Gruppo ha portato avanti un piano di efficientamento della struttura organizzativa, che ha consentito di migliorare significativamente i principali indicatori economico-finanziari. Un elemento centrale di questo percorso è stato il rafforzamento della presenza nei mercati internazionali, con particolare riferimento all'area DACH, che ha evidenziato una crescita sostenuta dei ricavi grazie agli investimenti effettuati in ambito Sales e Marketing e all'implementazione della nuova Doxee Platform integrata. Parallelamente, il Gruppo ha posto le basi per un modello operativo unificato, attraverso il progetto ONE Company e ONE Platform, che ha favorito una maggiore efficienza e sinergia interna, oltre a migliorare la proposta di valore per la clientela. Il 2024 è stato inoltre contraddistinto dal rinnovo di tutti i principali contratti pluriennali e da un incremento della componente ricorrente dei ricavi, confermando così la solidità e la resilienza del modello di business. A supporto di questo percorso di crescita e rafforzamento patrimoniale, Doxee ha completato con successo un aumento di capitale nel corso del primo semestre per un ammontare complessivo pari a € 5,90 mln.

I ricavi consolidati del Gruppo si attestano a € 26,47 mln, in crescita del 2,4% rispetto a € 25,84 mln registrati a fine 2023 e sostanzialmente in linea con le stime del nostro precedente report, pari a € 26,47 mln. Tale risultato riflette principalmente la positiva performance conseguita nell'area DACH (Germania, Austria e Svizzera),

dove i ricavi sono aumentati di circa il 30,0%, passando da € 3,90 mln a € 5,10 mln, beneficiando degli investimenti strategici realizzati nell'ambito Sales & Marketing e dell'introduzione della nuova Doxee Platform integrata. In Italia, i ricavi si sono mantenuti sostanzialmente stabili rispetto all'esercizio precedente, confermando la resilienza del portafoglio domestico. Il consolidamento del modello operativo ONE Company e l'evoluzione della proposta commerciale in ottica ONE Platform hanno inoltre contribuito al rafforzamento della pipeline commerciale, con l'acquisizione di 21 nuovi clienti e un *Net Retention Rate* pari al 98,0%, sostenendo la crescita dei ricavi ricorrenti.

In relazione all'apporto delle diverse linee di business sul fatturato, si segnala che, a partire dall'esercizio 2024, Doxee ha adottato un nuovo criterio di riclassificazione dei ricavi, in coerenza con l'evoluzione del proprio modello operativo e con il rilascio della Doxee Platform integrata. In particolare, la Società ha superato la precedente distinzione tra le linee di prodotto Interactive Experience (iX), Paperless Experience (pX) e Document Experience (dX), adottando una classificazione funzionale alla nuova ONE Value Proposition che prevede la distinzione tra ricavi da Subscription (SaaS e PaaS) e ricavi da Professional Services. Nel dettaglio, nel corso del FY24A i ricavi da Subscription, che rappresentano la componente ricorrente del business, hanno rappresentato il 72,7% del totale dei ricavi; la restante parte è rappresentata dai ricavi da Professional Services (27,3%).

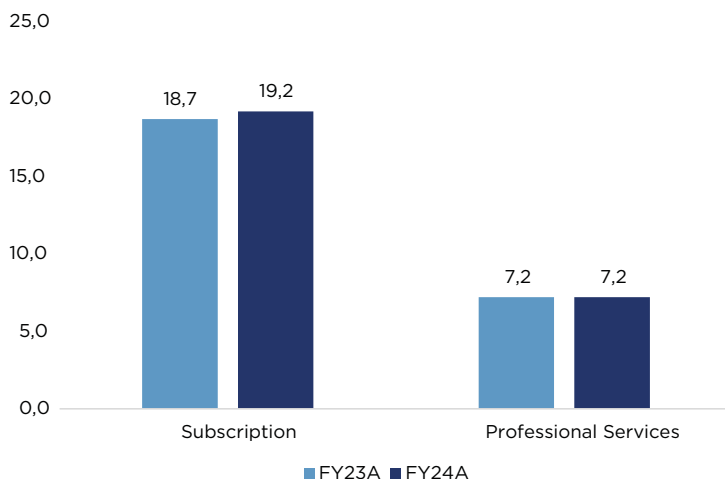
CHART 1 - REVENUES BREAKDOWN BY SEGMENT FY24A



Source: Integrae SIM

Confrontando la scomposizione del fatturato con quella del FY23A, si nota come i ricavi da Subscription ricorrenti siano cresciuti del 3,0%, passando dai € 18,70 mln del FY23A agli € 19,20 mln del FY24A. I ricavi legati ai Professional Services, invece, rimangono sostanzialmente stabili e pari a € 7,20 mln.

CHART 2 – REVENUES BREAKDOWN BY SEGMENT FY23A VS FY24A



Source: Integrae SIM

L'EBITDA si attesta a € 2,94 mln, in decisa crescita rispetto al valore negativo di € 0,20 mln registrato a fine 2023, ma in flessione rispetto alle nostre stime pari a € 3,60 mln. Come conseguenza, anche l'EBITDA *margin* si incrementa passando da un margine operativo del -0,7% ad un valore pari al 9,9%, rispetto a nostre stime del 12,0%. Tale risultato riflette principalmente l'effetto positivo delle iniziative di efficientamento realizzate nel corso dell'anno, che hanno portato a una significativa riduzione dei costi operativi. In particolare, si segnala una contrazione dei costi di produzione, grazie alla razionalizzazione delle risorse interne e a un minor ricorso a prestazioni professionali esterne. L'andamento positivo della marginalità è inoltre riconducibile all'ottimizzazione della struttura organizzativa, attuata attraverso il modello ONE Company, che ha consentito di assorbire gli investimenti commerciali sostenuti, in particolare nell'area DACH, e di valorizzare appieno le sinergie derivanti dall'integrazione operativa. A sostenere la dinamica positiva dell'EBITDA ha contribuito anche la riduzione degli investimenti in ricerca e sviluppo, che si attestano a € 4,60 mln rispetto ai € 6,90 mln del 2023, per effetto del completamento di alcuni stream progettuali legati alla Doxee Platform® 3. Il ritorno ad un EBITDA positivo rappresenta un risultato rilevante, confermando l'efficacia delle azioni di ristrutturazione intraprese e ponendo solide basi per il proseguimento del percorso di crescita sostenibile del Gruppo.

L'EBIT si attesta a € -2,25 mln (€ -4,54 mln nel 2023), rispetto a nostre stime pari a € -1,80 mln. L'EBIT sconta l'impatto degli ammortamenti, pari complessivamente a € 5,20 mln, in aumento rispetto a € 4,34 mln nel 2023, per effetto degli investimenti sostenuti negli anni precedenti a supporto dello sviluppo tecnologico, in particolare legati all'evoluzione della Doxee Platform®. Il Net Income si attesta a € -3,67 mln (€ -5,10 mln nel 2023), in diminuzione rispetto a nostre stime pari a € -2,80 mln.

Sul fronte patrimoniale e finanziario, si segnala un miglioramento della NFP, che a fine 2024 si attesta a € 19,22 mln rispetto ai € 21,61 mln registrati al 31 dicembre 2023. La riduzione del valore riflette principalmente gli effetti positivi derivanti dall'aumento

di capitale perfezionato nel corso del primo semestre dell'anno per un ammontare complessivo pari a € 5,90 mln, i cui proventi sono stati in larga parte destinati al rimborso di debiti finanziari e commerciali. A questo si aggiungono i benefici connessi alla generazione di cassa operativa legata al miglioramento della performance reddituale. La diminuzione della posizione finanziaria netta rappresenta un ulteriore segnale della progressiva solidità finanziaria raggiunta dal Gruppo e pone le basi per sostenere le future strategie di crescita e sviluppo nei mercati di riferimento.

## FY25E - FY27E Estimates

TABLE 3 - ESTIMATES UPDATES FY25E-27E

| €/mln             | FY25E  | FY26E | FY27E |
|-------------------|--------|-------|-------|
| <b>VoP</b>        |        |       |       |
| New               | 34,00  | 38,00 | 42,00 |
| Old               | 34,00  | 38,00 | 42,00 |
| Change            | 0,0%   | 0,0%  | 0,0%  |
| <b>EBITDA</b>     |        |       |       |
| New               | 6,10   | 8,70  | 10,80 |
| Old               | 6,80   | 8,95  | 11,20 |
| Change            | -10,3% | -2,8% | -3,6% |
| <b>EBITDA %</b>   |        |       |       |
| New               | 17,9%  | 22,9% | 25,7% |
| Old               | 20,0%  | 23,6% | 26,7% |
| Change            | -2,1%  | -0,7% | -1,0% |
| <b>EBIT</b>       |        |       |       |
| New               | 0,90   | 3,50  | 5,60  |
| Old               | 1,30   | 3,55  | 5,80  |
| Change            | -30,8% | -1,4% | -3,4% |
| <b>Net Income</b> |        |       |       |
| New               | 0,25   | 2,25  | 3,95  |
| Old               | 0,20   | 1,90  | 3,60  |
| Change            | 25,0%  | 18,4% | 9,7%  |
| <b>NFP</b>        |        |       |       |
| New               | 17,55  | 13,85 | 8,10  |
| Old               | 15,73  | 11,88 | 6,63  |
| Change            | n/a    | n/a   | n/a   |

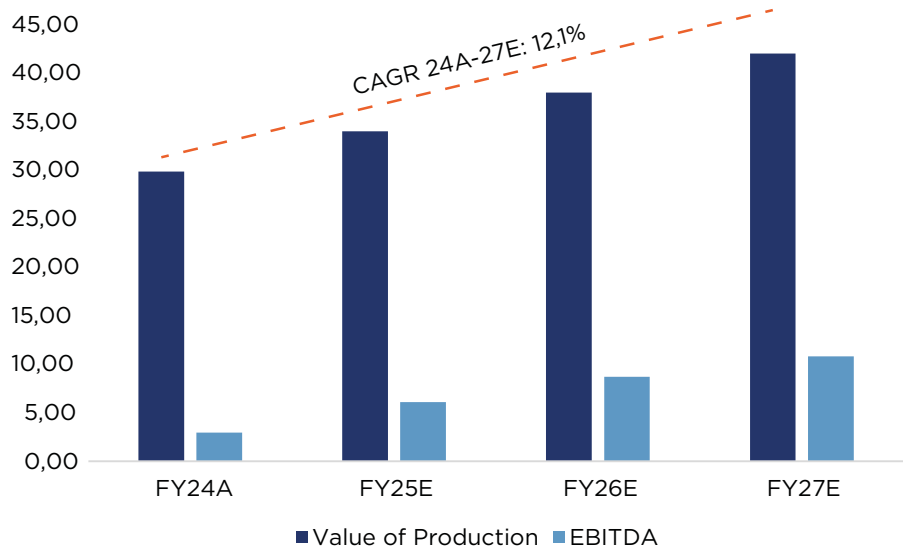
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il FY24A, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY25E pari a € 34,00 mln ed un EBITDA pari a € 6,10 mln, corrispondente ad una marginalità del 17,9%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 42,00 mln (CAGR 24A-27E: 12,1%) nel FY27E, con EBITDA pari a € 10,80 mln (corrispondente ad una marginalità del 25,7%), in crescita rispetto a € 2,94 mln del FY24A (corrispondente ad un EBITDA margin del 9,9%).

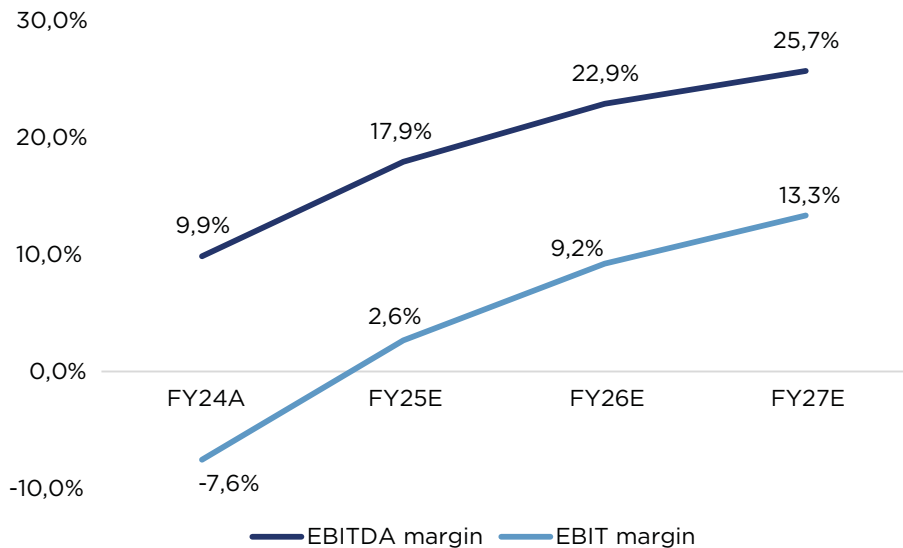
A livello patrimoniale, stimiamo per il FY27E una NFP di debito pari a € 8,10 mln.

CHART 3 - VOP AND EBITDA FY24A - FY27E



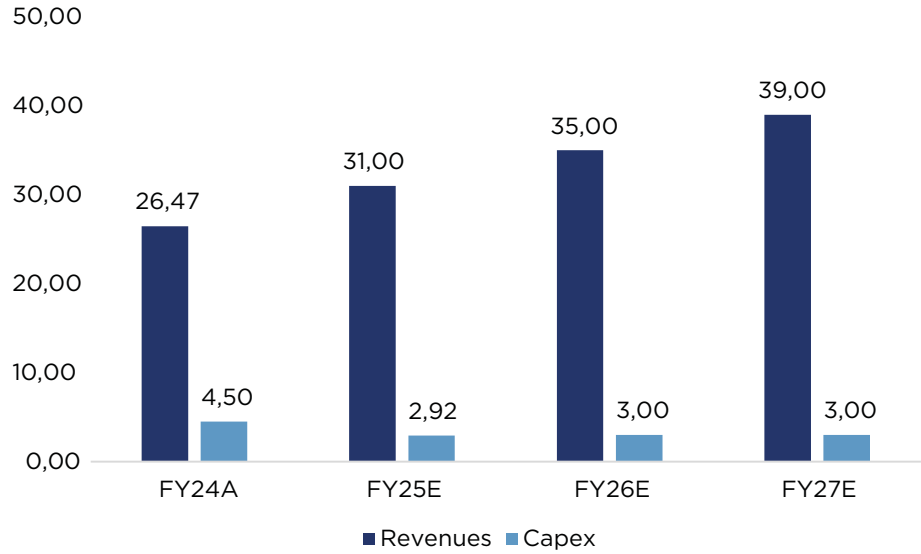
Source: Integrae SIM

CHART 4 - MARGIN % FY24A- FY27E



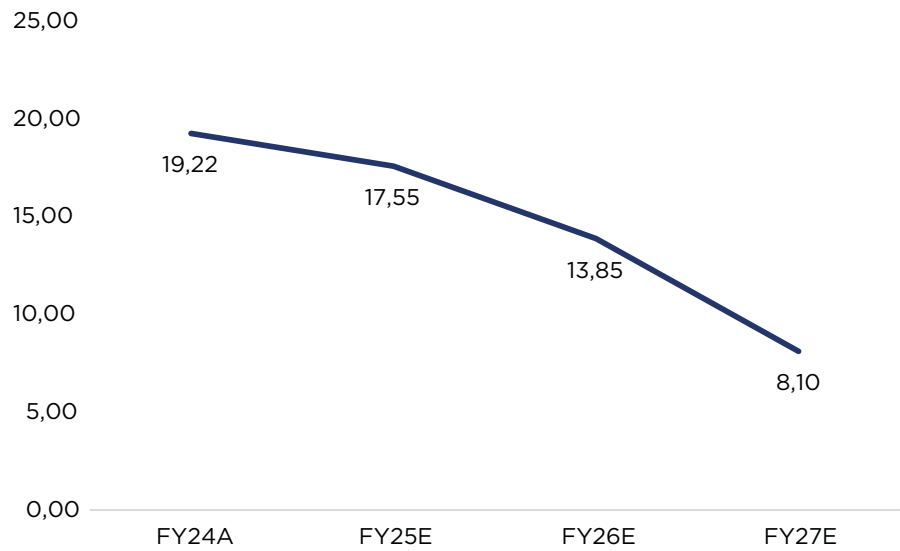
Source: Integrae SIM

CHART 5 - CAPEX FY24A - FY27E



Source: Integrae SIM

CHART 6 - NFP FY24A - FY27E



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 4 - WACC

| WACC           |                         | 6,13%              |                            |
|----------------|-------------------------|--------------------|----------------------------|
| D/E<br>233,33% | Risk Free Rate<br>2,81% | β Adjusted<br>1,4  | α (specific risk)<br>2,50% |
| Kd<br>3,00%    | Market premium<br>7,26% | β Relevered<br>1,6 | Ke<br>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 5 - DCF VALUATION

| DCF                     | % of EV      |             |
|-------------------------|--------------|-------------|
| FCFE actualized         | 10,6         | 10%         |
| TV actualized DCF       | 90,3         | 90%         |
| <b>Enterprise Value</b> | <b>100,9</b> | <b>100%</b> |
| NFP (FY24A)             | 19,2         |             |
| <b>Equity Value</b>     | <b>81,7</b>  |             |

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, risulta un **equity value di € 81,7 mln.**

TABLE 6 - EQUITY VALUE SENSITIVITY ANALYSIS

| €/mln           | WACC |       |       |       |       |       |      |      |
|-----------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|
| Growth Rate (g) |      | 4,6%  | 5,1%  | 5,6%  | 6,1%  | 6,6%  | 7,1% | 7,6% |
|                 | 3,0% | 257,6 | 192,7 | 152,3 | 124,9 | 105,0 | 89,9 | 78,1 |
|                 | 2,5% | 195,3 | 154,5 | 126,7 | 106,5 | 91,2  | 79,2 | 69,6 |
|                 | 2,0% | 156,7 | 128,5 | 108,1 | 92,6  | 80,4  | 70,7 | 62,6 |
|                 | 1,5% | 130,3 | 109,6 | 94,0  | 81,7  | 71,7  | 63,6 | 56,8 |
|                 | 1,0% | 111,3 | 95,4  | 82,9  | 72,9  | 64,6  | 57,7 | 51,8 |
|                 | 0,5% | 96,8  | 84,2  | 74,0  | 65,6  | 58,6  | 52,7 | 47,6 |
|                 | 0,0% | 85,4  | 75,1  | 66,7  | 59,6  | 53,5  | 48,4 | 43,9 |

Source: Integrae SIM

# Market Multiples

Il nostro panel è formato da società operanti nello stesso settore di Doxee, ma molte hanno capitalizzazione maggiore. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il DCF method. Il panel è composto da:

TABLE 7 - MARKET MULTIPLES

| Company Name                  | EV/EBITDA     |               |              | EV/EBIT       |               |               |
|-------------------------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
|                               | FY25E         | FY26E         | FY27E        | FY25E         | FY26E         | FY27E         |
| Maps S.p.A.                   | 5,6 x         | 4,6 x         | 3,9 x        | 10,7 x        | 7,5 x         | 6,0 x         |
| Workday, Inc. Class A         | 17,7 x        | 14,7 x        | 12,6 x       | 19,8 x        | 16,3 x        | 13,6 x        |
| Esker SA                      | 33,8 x        | 29,0 x        | n/a          | 48,9 x        | 41,7 x        | n/a           |
| Unifedpost Group SA           | 7,9 x         | 5,0 x         | 4,6 x        | n/a           | 45,0 x        | 12,7 x        |
| Objective Corporation Limited | 26,1 x        | 22,9 x        | 19,9 x       | 31,8 x        | 28,4 x        | 24,8 x        |
| <b>Median</b>                 | <b>17,7 x</b> | <b>14,7 x</b> | <b>8,6 x</b> | <b>25,8 x</b> | <b>28,4 x</b> | <b>13,2 x</b> |

Source: Integrae SIM

TABLE 8 - MARKET MULTIPLES VALUATION

| €/mln                                     | FY25E        | FY26E        | FY27E        |
|-------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Enterprise Value</b>                   |              |              |              |
| EV/EBITDA                                 | 108,08       | 128,00       | 92,65        |
| EV/EBIT                                   | 23,23        | 99,38        | 73,72        |
| <b>Enterprise Value post 25% discount</b> |              |              |              |
| EV/EBITDA                                 | 81,06        | 96,00        | 69,49        |
| EV/EBIT                                   | 17,43        | 74,53        | 55,29        |
| <b>Equity Value</b>                       |              |              |              |
| EV/EBITDA                                 | 63,51        | 82,15        | 61,38        |
| EV/EBIT                                   | n/a          | 60,68        | 47,18        |
| <b>Average</b>                            | <b>63,51</b> | <b>71,41</b> | <b>54,28</b> |

Source: Integrae SIM

L'equity value di Doxee è stato calcolato utilizzando i market multiples EV/EBITDA e EV/EBIT. Dopo aver applicato uno sconto del 25,0%, risulta un **equity value di € 63,1 mln.**

# Equity Value

TABLE 9 - EQUITY VALUE

|                                |      |
|--------------------------------|------|
| Average Equity Value (€/mln)   | 72,4 |
| Equity Value DCF (€/mln)       | 81,7 |
| Equity Value Multiples (€/mln) | 63,1 |
| Target Price (€)               | 6,30 |

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a circa € 72,4 mln.

Il target price è quindi di € 6,30 (prev. € 6,60). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

TABLE 10 - TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

| Multiples | FY24A | FY25E  | FY26E | FY27E |
|-----------|-------|--------|-------|-------|
| EV/EBITDA | 31,1x | 15,0x  | 10,5x | 8,5x  |
| EV/EBIT   | n/a   | 101,8x | 26,2x | 16,4x |
| P/E       | n/a   | 289,4x | 32,2x | 18,3x |

Source: Integrae SIM

TABLE 11 - CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

| Main Ratios | FY24A | FY25E | FY26E | FY27E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| EV/EBITDA   | 12,0x | 5,8x  | 4,0x  | 3,3x  |
| EV/EBIT     | n/a   | 39,1x | 10,1x | 6,3x  |
| P/E         | n/a   | 63,9x | 7,1x  | 4,0x  |

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 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       |
|------------|-------|----------------|--------------|--------|---------------|
| 15/05/2024 | 9,86  | Buy            | 6,75         | Medium | Update        |
| 30/05/2024 | 10,05 | Buy            | 6,75         | Medium | Breaking News |
| 28/06/2024 | 11,20 | Buy            | 6,75         | Medium | Breaking News |
| 09/10/2024 | 1,62  | Buy            | 6,60         | 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 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. 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, Integrae 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, Integrae 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 >= 7.5%      | Upside >= 10%      | Upside >= 15%     |
| HOLD   | -5% < Upside < 7.5% | -5% < Upside < 10% | 0% < Upside < 15% |
| SELL   | Upside <= -5%       | Upside <= -5%      | Upside <= 0%      |
| U.R.   | Under Review        |                    |                   |
| N.R.   | 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, 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) Integrae 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 Integrae 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 carries out media marketing activities on behalf of Doxee SpA;
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.
- At the time of publication of the Update, Integrae SIM owns 0.76% of the Company's share capital, deriving from the activity of specialists.