

EQUITY RESEARCH

UPDATE

Produzione | 17.06.2026, h. 18:30
Pubblicazione | 18.06.2026, h. 07:00

Doxee

Euronext Growth Milan | ICT | Italy

Rating

 **BUY**

unchanged

Target Price

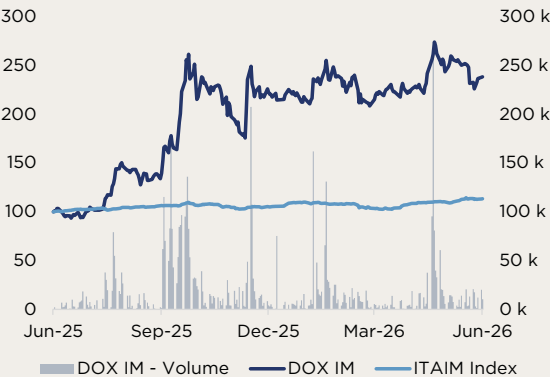
€ 6,80

prev. € 7,00

Key Multiples	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
EV/Sales	2,0x	1,9x	1,6x	1,4x
EV/EBITDA	9,9x	8,9x	5,8x	4,6x
EV/EBIT	44,7x	28,4x	10,4x	7,1x
P/E	137,8x	45,9x	12,9x	8,6x
NFP/EBITDA	2,3x	1,8x	0,8x	0,3x

Key Financials (€/mln)	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
Value of Production	33,95	36,50	42,00	49,00
EBITDA	6,27	7,00	10,80	13,60
EBIT	1,40	2,20	6,00	8,80
Net Income	0,35	1,05	3,75	5,60
Net Financial Position	14,16	12,49	9,04	4,04
EBITDA margin	18,5%	19,2%	25,7%	27,8%
EBIT margin	4,1%	6,0%	14,3%	18,0%
Net income margin	1,0%	2,9%	8,9%	11,4%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Risk	Medium
Price	€ 4,16
Target price	€ 6,80
Upside/(Downside) potential	63,4%
Ticker - Bloomberg Code	DOX IM
Market Cap (€/mln)	€ 48,24
EV (€/mln)	€ 62,40
Free Float (% on ordinary shares)	18,3%
Shares Outstanding	11.595.379
52-week high	€ 4,80
52-week low	€ 1,22
Average Daily Volumes (3 months)	15.077

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it
Alessandro Colombo | alessandro.colombo@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-2,1%	6,9%	22,4%	205,9%
to FTSE Italia Growth	2,0%	9,8%	24,8%	198,0%
to Euronext STAR Milan	6,8%	17,9%	30,6%	203,9%
to FTSE All-Share	1,6%	6,1%	17,1%	188,0%
to EUROSTOXX	4,5%	8,0%	19,6%	198,1%
to MSCI World Index	2,6%	9,8%	21,9%	188,7%

Source: FactSet

Main Ratios	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
ROA	3,3%	5,4%	13,9%	18,4%
ROIC	1,5%	4,7%	16,5%	24,0%
ROE	4,0%	10,6%	27,5%	29,1%
Current Ratio	0,6x	0,6x	0,9x	1,2x

Source: FactSet

Approvato Business Plan 2026-2028

Nel comunicato stampa del 15 giugno 2026, Doxee ha annunciato l'approvazione del Business Plan 2026-2028, che segna l'avvio di una nuova fase di consolidamento e crescita organica dopo il percorso di turnaround e integrazione realizzato attraverso la O³ Strategy. Il Piano punta a rafforzare il posizionamento della Società come vendor tecnologico europeo cloud-sovereign per grandi imprese regolamentate, facendo leva sulla scalabilità della Doxee Platform® e sull'evoluzione dell'offerta verso soluzioni integrate, personalizzate e compliant. La piattaforma proprietaria resta il fulcro della strategia, supportando la gestione dell'intero ciclo delle comunicazioni digitali e dei processi mission-critical dei clienti. In tale contesto, l'intelligenza artificiale rappresenta un acceleratore tecnologico, orientato a forme di automazione controllata e agent-native. Il Piano prevede inoltre l'estensione del core business verso aree adiacenti, il focus su settori regolamentati e una crescita geografica concentrata su Italia, area DACH e Francia.

Estimates and Valuation Update

Alla luce dell'approvazione del Business Plan 2026-2028, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni. In particolare, stimiamo valore della produzione FY26E pari a € 36,50 mln ed un EBITDA pari a € 7,00 mln, corrispondente ad una marginalità del 19,2%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 49,00 mln (CAGR 25A-28E: 13,0%) nel FY28E, con EBITDA pari a € 13,60 mln (corrispondente ad una marginalità del 27,8%), in crescita rispetto a € 6,27 mln del FY25A (corrispondente ad un EBITDA margin del 18,5%). A livello patrimoniale, stimiamo per il FY28E una NFP di debito pari a € 4,04 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 € 77,2 mln. L'equity value di Doxee utilizzando i market multiples risulta essere pari € 80,4 mln. **Ne risulta un equity value medio pari a circa € 78,8 mln. Il target price è di € 6,80, rating BUY e rischio MEDIUM.**

Economics & Financials

TABLE 1 - ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
Revenues	26,47	31,07	33,50	39,00	46,00
Other revenues	3,37	2,88	3,00	3,00	3,00
Value of Production	29,85	33,95	36,50	42,00	49,00
COGS	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00
Services	14,20	14,22	15,60	17,15	20,60
Employees	12,38	12,76	13,20	13,30	14,00
Other operating costs	0,31	0,68	0,70	0,75	0,80
EBITDA	2,94	6,27	7,00	10,80	13,60
<i>EBITDA Margin</i>	<i>9,9%</i>	<i>18,5%</i>	<i>19,2%</i>	<i>25,7%</i>	<i>27,8%</i>
D&A	5,20	4,88	4,80	4,80	4,80
EBIT	(2,25)	1,40	2,20	6,00	8,80
<i>EBIT Margin</i>	<i>-7,6%</i>	<i>4,1%</i>	<i>6,0%</i>	<i>14,3%</i>	<i>18,0%</i>
Financial management	(0,83)	(0,80)	(0,70)	(0,60)	(0,50)
EBT	(3,08)	0,60	1,50	5,40	8,30
Taxes	0,59	0,25	0,45	1,65	2,70
Net Income	(3,67)	0,35	1,05	3,75	5,60
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
Fixed Assets	32,03	29,30	26,40	23,60	20,90
Account receivable	7,54	9,77	10,00	11,70	14,00
Account payable	8,12	11,37	10,90	11,20	11,70
Operating Working Capital	(0,58)	(1,59)	(0,90)	0,50	2,30
Other receivable	3,03	2,38	3,10	4,50	6,00
Other payable	4,84	5,16	4,30	4,00	4,00
Net Working Capital	(2,40)	(4,37)	(2,10)	1,00	4,30
Severance & other provisions	1,91	1,91	1,90	1,90	1,90
NET INVESTED CAPITAL	27,72	23,02	22,40	22,70	23,30
Share capital	2,54	2,57	5,00	5,00	5,00
Reserves	9,62	5,94	3,86	4,91	8,66
Net Income	(3,67)	0,35	1,05	3,75	5,60
Equity	8,50	8,86	9,91	13,66	19,26
Cash & cash equivalents	1,06	1,43	1,51	3,46	6,96
Short term financial debt	8,61	7,98	8,00	7,50	7,00
M/L term financial debt	11,67	7,61	6,00	5,00	4,00
Net Financial Position	19,22	14,16	12,49	9,04	4,04
SOURCES	27,72	23,02	22,40	22,70	23,30

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
EBIT	1,40	2,20	6,00	8,80
Taxes	0,25	0,45	1,65	2,70
NOPAT	1,15	1,75	4,35	6,10
D&A	4,88	4,80	4,80	4,80
Change in NWC	1,97	(2,27)	(3,10)	(3,30)
<i>Change in receivable</i>	(2,23)	(0,23)	(1,70)	(2,30)
<i>Change in payable</i>	3,24	(0,47)	0,30	0,50
<i>Change in others</i>	0,96	(1,57)	(1,70)	(1,50)
Change in provisions	(0,01)	(0,01)	0,00	0,00
OPERATING CASH FLOW	7,99	4,27	6,05	7,60
Capex	(2,15)	(1,90)	(2,00)	(2,10)
FREE CASH FLOW	5,85	2,37	4,05	5,50
Financial Management	(0,80)	(0,70)	(0,60)	(0,50)
Change in Financial debt	(4,69)	(1,59)	(1,50)	(1,50)
Change in equity	0,01	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY	0,37	0,08	1,95	3,50

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. Technology leader cloud-sovereign europea, il Gruppo offre una communication platform in ambito Customer Communications Management (CCM), Customer Experience Management (CXM), Interactive Experience Management (IXM) e Digital Trust Services per mercati altamente regolamentati. Doxee adotta un modello integrato e unificato — ONE Company — fondato 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 98,0% e ricavi da Subscription che rappresentano circa il 73,0% 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.

Approvato il Business Plan 2026-2028

Nel comunicato stampa del 15 giugno 2026, Doxee, multinazionale *high-tech leader* nell'offerta di soluzioni in ambito *Customer Communications Management* e *Customer Experience Management*, ha annunciato l'approvazione del *Business Plan 2026-2028*. Dopo il percorso di *turnaround* e integrazione completato con la **O³ Strategy**, basata sui principi *One Company, One Platform* e *One Value Proposition*, la Società entra in una fase di consolidamento e crescita organica, fondata sulla scalabilità della Doxee Platform®, sulla crescita dei ricavi ricorrenti e sul rafforzamento del presidio commerciale nei confronti delle *top enterprise* operanti in settori regolamentati.

Il Piano mira a consolidare Doxee come **vendor tecnologico europeo cloud-sovereign** per grandi imprese regolamentate, facendo leva su una piattaforma proprietaria progettata per gestire l'intero ciclo delle comunicazioni digitali, ridurre la frammentazione dei sistemi informativi dei clienti e rispondere a esigenze crescenti di *compliance*, sovranità del dato, personalizzazione e automazione controllata. In questa prospettiva, la Doxee Platform® rappresenta il fulcro della strategia, poiché integra in un'unica architettura soluzioni di CCM, CXM, *Interactive Experience*, *Trust Services*, *E-Invoicing* e *Legal E-Archiving*, con l'obiettivo di accompagnare le *top enterprise* nella trasformazione di processi *mission-critical* e nella creazione di comunicazioni dinamiche, multicanale e personalizzate.

La **proposta di valore** viene quindi rafforzata intorno al posizionamento di Doxee come “*EU Sovereign Platform for AI-Powered Personalized Enterprise Communication*”, combinando architettura *cloud-native*, integrazione con i principali sistemi *enterprise*, *data residency*, *compliance-by-design* e sviluppo di funzionalità *agent-native*. In questo contesto, l'intelligenza artificiale diventa quindi un acceleratore della tecnologia proprietaria, non un elemento sostitutivo del modello esistente: l'obiettivo è infatti evolvere da strumenti di assistenza a forme di automazione controllata, mantenendo un'impostazione *human-in-the-loop* nei processi in cui costo dell'errore, tracciabilità e responsabilità decisionale restano elementi critici.

Sul fronte dei mercati, il *core business* resta il *Customer Communication Management*, ma il Piano prevede una progressiva **estensione verso aree adiacenti a maggiore potenziale**, tra cui *Customer Experience Management*, *Customer Data Platform*, *Communication Platform*, *E-Invoicing* e *Legal E-Archiving*. Tale ampliamento risponde a *trend* strutturali che stanno modificando il settore, tra cui l'aumento degli obblighi regolatori europei, la crescente attenzione alla sovranità digitale, la necessità per le grandi imprese di sostituire sistemi *legacy* frammentati con *hub* centralizzati di comunicazione e l'evoluzione delle interazioni con i clienti da processi *batch* a comunicazioni *real-time*, *event-triggered* e personalizzate.

Il **posizionamento verticale** resta concentrato su quattro settori regolamentati, *Utilities*, *Telco & Media*, *Banking & Insurance* e Pubblica Amministrazione, nei quali le comunicazioni con clienti, cittadini e utenti finali hanno natura ricorrente, volumi elevati, requisiti stringenti di *compliance* e crescente bisogno di personalizzazione. In questi ambiti, la piattaforma consente di sviluppare casi d'uso verticali quali *smart bill*, *onboarding* digitale, solleciti e pagamenti multicanale, comunicazioni video personalizzate, interazioni assicurative e bancarie, archiviazione certificata e gestione documentale conforme alla normativa, rafforzando così il ruolo della Società come *partner* tecnologico nei processi *core* dei clienti.

Sul piano geografico, il Piano prevede una **crescita focalizzata sull'Europa**, con tre direttrici principali: consolidamento della *leadership* in Italia, accelerazione nell'area DACH facendo leva sulla presenza locale già costruita dal Gruppo e ingresso diretto in Francia, mercato nel quale Doxee intende sviluppare una presenza commerciale dedicata e una rete di *partner*. A queste geografie si affianca un approccio opportunistico verso altre aree europee, mentre il canale *partner* viene utilizzato come strumento per ampliare la copertura commerciale e favorire la crescita *cross-country* senza appesantire in modo proporzionale la struttura interna.

L'esecuzione del Piano poggia su **quattro pilastri** operativi:

- **rafforzamento del *go-to-market***, attraverso la crescita delle vendite dirette verso *top enterprise* regolamentate, il miglioramento dei processi commerciali e lo sviluppo del canale *partner*, con programmi di *sales enablement* volti ad aumentare l'efficacia della forza vendita e ad ampliare l'ecosistema di *Tech Partner* e *System Integrator*;
- **evoluzione della Doxee Platform®**, con lo sviluppo di una tecnologia *best-in-class*, *agent-native* e basata su architettura Any-Prem, integrando nuovi moduli di *Customer Experience Management* e *Trust Services* e ampliando progressivamente le funzionalità verso *Customer Data Platform*, *E-Invoicing* ed *E-Archiving*;
- **consolidamento dell'infrastruttura tecnologica e degli standard operativi**, valorizzando il posizionamento del Gruppo in termini di *compliance*, sovranità digitale europea e flessibilità del modello di *delivery*, così da offrire ai clienti *enterprise* un'infrastruttura affidabile, scalabile e coerente con i requisiti dei settori regolamentati;
- **sviluppo della cultura *One Company***, *cross-country* e orientata alla *performance*, attraverso iniziative di *talent acquisition*, piani di incentivazione di lungo periodo, percorsi di *AI upskilling*, programmi di crescita interna e razionalizzazione dei processi, con l'obiettivo di sostenere l'espansione mantenendo un modello organizzativo integrato e collaborativo.

Paolo Cavicchioli, Amministratore Delegato di Doxee, ha dichiarato: “Con l'approvazione del Business Plan 2026-2028 inauguriamo una nuova fase del percorso di crescita di Doxee. Negli ultimi mesi abbiamo completato una profonda evoluzione organizzativa e strategica attraverso la O3 Strategy - One Company, One Platform, One Value Proposition - che ci ha consentito di rafforzare il nostro posizionamento sul mercato, aumentare l'efficienza operativa e valorizzare ulteriormente il potenziale della Doxee Platform®. Oggi siamo pronti a consolidare il nostro ruolo di partner tecnologico di riferimento per il segmento *top enterprise* che opera in contesti regolamentati, supportandolo nella gestione delle comunicazioni, dei dati e delle esperienze digitali. In questo percorso l'intelligenza artificiale assume il ruolo di acceleratore della nostra tecnologia, guidando l'evoluzione della Doxee Platform® verso un'architettura *agent-native*, nel pieno rispetto degli standard di affidabilità, *compliance* e sovranità digitale europea che ne rappresentano il tratto distintivo. Il Piano definisce una traiettoria di crescita organica e sostenibile fondata sull'innovazione e sulla capacità di generare valore, con l'obiettivo di accelerare la nostra espansione nei mercati a maggior potenziale e migliorare ulteriormente i risultati economico-finanziari del Gruppo. Guardando al 2028, il Gruppo si pone come obiettivo di raggiungere ricavi totali compresi tra Euro 41,8 e Euro 46,1 milioni, con un EBITDA Margin compreso tra il 27% e il 28% e una struttura finanziaria solida che possa supportare il percorso di crescita del Gruppo”.

Il Consiglio di Amministrazione ha inoltre deliberato di sottoporre all'Assemblea degli Azionisti l'approvazione di un **Piano di Stock Grant 2026-2028**, articolato in tre tranche annuali e riservato ai dipendenti della Società e del Gruppo. L'iniziativa è finalizzata a rafforzare *retention*, attrazione dei talenti, allineamento tra personale e azionisti e orientamento agli obiettivi di medio-lungo periodo, prevedendo l'assegnazione gratuita di massime 500.000 azioni al raggiungimento di specifici obiettivi di *performance* e alla permanenza del rapporto di lavoro. Il Piano sarà servito da un aumento gratuito di capitale fino a € 0,22 mln. Il CdA proporrà inoltre l'ampliamento delle finalità dell'autorizzazione all'acquisto e alla disposizione di azioni proprie, includendo la possibilità di utilizzare azioni proprie anche nell'ambito di accordi con *partner*, consulenti strategici e amministratori, così da aumentare la flessibilità della Società nell'attuazione di iniziative funzionali allo sviluppo del Gruppo.

FY26E - FY28E Estimates

TABLE 2 - ESTIMATES UPDATES FY26E-28E

€/mln	FY26E	FY27E	FY28E
VoP			
New	36,50	42,00	49,00
Old	38,00	42,00	46,00
Change	-3,9%	0,0%	6,5%
EBITDA			
New	7,00	10,80	13,60
Old	8,70	10,80	13,00
Change	-19,5%	0,0%	4,6%
EBITDA %			
New	19,2%	25,7%	27,8%
Old	22,9%	25,7%	28,3%
Change	-3,7%	0,0%	-0,5%
EBIT			
New	2,20	6,00	8,80
Old	3,90	6,00	8,20
Change	-43,6%	0,0%	7,3%
Net Income			
New	1,05	3,75	5,60
Old	2,40	3,95	5,45
Change	-56,2%	-5,1%	2,8%
NFP			
New	12,49	9,04	4,04
Old	10,54	5,39	(0,86)
Change	n/a	n/a	n/a

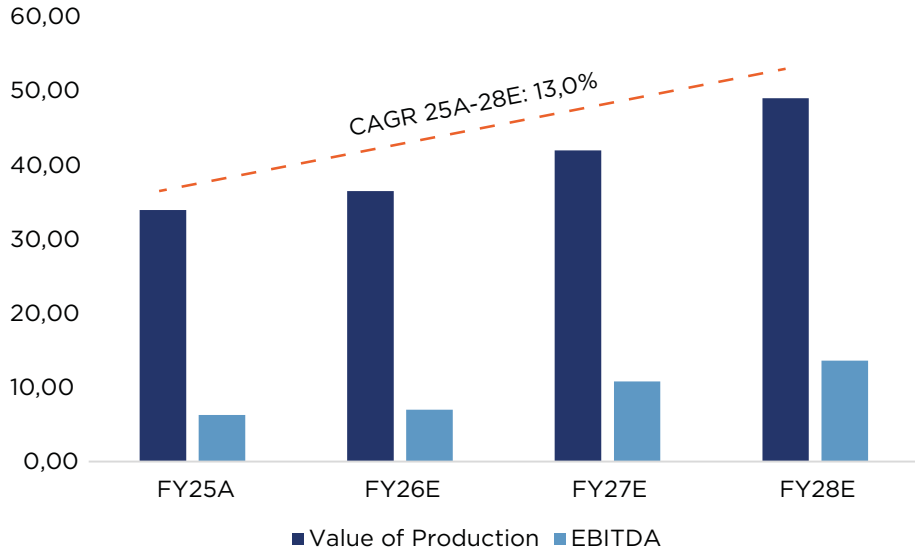
Source: Integrae SIM

Alla luce dell'approvazione del Business Plan 2026-2028, modifichiamo le nostre stime sia per l'anno in corso che per i prossimi anni.

In particolare, stimiamo valore della produzione FY26E pari a € 36,50 mln ed un EBITDA pari a € 7,00 mln, corrispondente ad una marginalità del 19,2%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 49,00 mln (CAGR 25A-28E: 13,0%) nel FY28E, con EBITDA pari a € 13,60 mln (corrispondente ad una marginalità del 27,8%), in crescita rispetto a € 6,27 mln del FY25A (corrispondente ad un EBITDA margin del 18,5%).

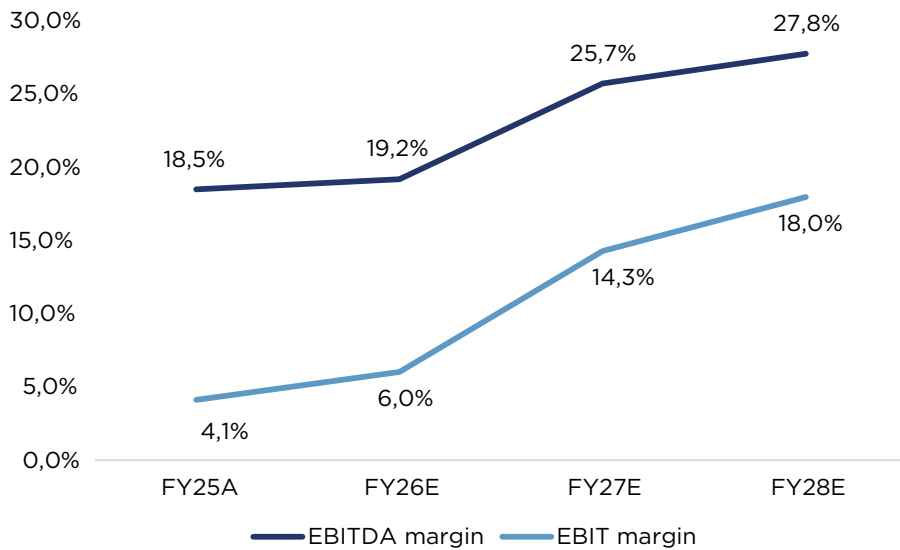
A livello patrimoniale, stimiamo per il FY28E una NFP di debito pari a € 4,04 mln.

CHART 1 - VOP AND EBITDA FY25A - FY28E



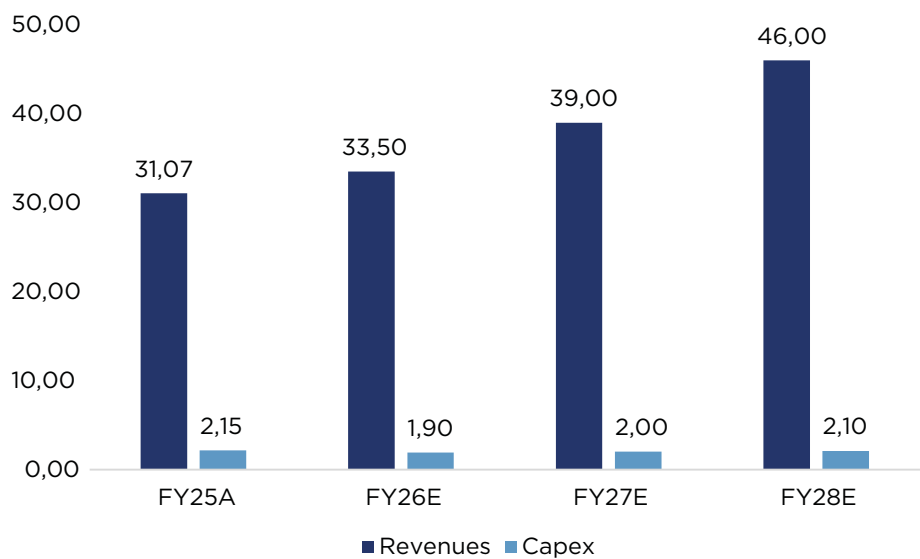
Source: Integrae SIM

CHART 2 - MARGIN % FY25A - FY28E



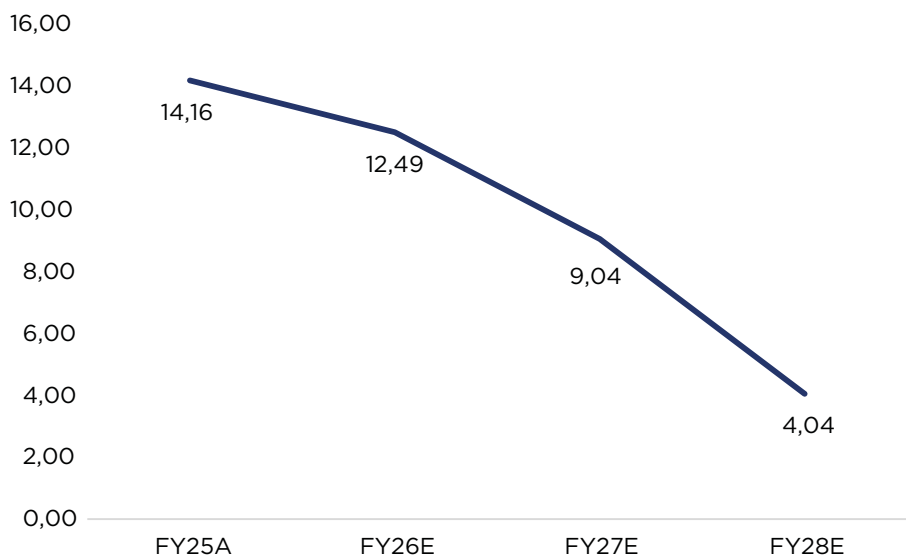
Source: Integrae SIM

CHART 3 - CAPEX FY25A - FY28E



Source: Integrae SIM

CHART 4 - NFP FY25A - FY28E



Source: Integrae SIM

Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Doxee sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili.

DCF Method

TABLE 3 - WACC

WACC			8,19%
D/E 122,22%	Risk Free Rate 3,05%	β Adjusted 1,5	α (specific risk) 2,50%
Kd 3,00%	Market premium 6,69%	β Relevered 1,7	Ke 15,57%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 8,19%.

TABLE 4 - DCF VALUATION

DCF	% of EV	
FCFO actualized	24,8	27%
TV actualized DCF	66,6	73%
Enterprise Value	91,4	100%
NFP (FY25A)	14,2	
Equity Value	77,2	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, risulta un **equity value di € 77,2 mln.**

TABLE 5 - EQUITY VALUE SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	WACC							
Growth Rate (g)		6,7%	7,2%	7,7%	8,2%	8,7%	9,2%	9,7%
	3,0%	140,2	122,2	107,9	96,4	87,0	79,0	72,2
	2,5%	124,9	110,4	98,6	88,9	80,8	73,8	67,9
	2,0%	112,8	100,8	90,9	82,6	75,5	69,4	64,1
	1,5%	103,1	93,0	84,5	77,2	71,0	65,5	60,7
	1,0%	95,1	86,4	79,0	72,6	67,0	62,1	57,8
	0,5%	88,4	80,8	74,3	68,6	63,6	59,1	55,2
	0,0%	82,6	76,0	70,1	65,0	60,5	56,5	52,8

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 6 - MARKET MULTIPLES

Company Name	EV/EBITDA			EV/EBIT		
	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E
Quadient SA	4,9 x	4,8 x	4,5 x	8,4 x	8,2 x	7,7 x
Twilio, Inc.	23,9 x	20,6 x	18,0 x	26,5 x	22,7 x	19,4 x
Sinch AB	9,8 x	9,0 x	8,3 x	28,4 x	22,1 x	19,0 x
Objective Corporation Limited	18,4 x	15,4 x	13,3 x	22,6 x	19,1 x	16,5 x
Median	14,1 x	12,2 x	10,8 x	24,6 x	20,6 x	17,8 x

Source: Integrae SIM

TABLE 7 - MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY26E	FY27E	FY28E
Enterprise Value			
EV/EBITDA	98,82	131,43	146,82
EV/EBIT	54,04	123,52	156,54
Enterprise Value post 25% discount			
EV/EBITDA	74,12	98,57	110,11
EV/EBIT	40,53	92,64	117,40
Equity Value			
EV/EBITDA	61,62	89,53	106,07
EV/EBIT	28,03	83,60	113,36
Average	44,83	86,56	109,71

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 € 80,4 mln.**

Equity Value

TABLE 8 - EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	78,8
Equity Value DCF (€/mln)	77,2
Equity Value Multiples (€/mln)	80,4
Target Price (€)	6,80

Source: Integrae SIM

Ne risulta un equity value medio pari a circa € 78,8 mln.

Il target price è quindi di € 6,80 (prev. € 7,00). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

TABLE 9 - TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
EV/EBITDA	14,8x	13,3x	8,6x	6,8x
EV/EBIT	66,6x	42,3x	15,5x	10,6x
P/E	225,1x	75,0x	21,0x	14,1x

Source: Integrae SIM

TABLE 10 - CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
EV/EBITDA	9,9x	8,9x	5,8x	4,6x
EV/EBIT	44,7x	28,4x	10,4x	7,1x
P/E	137,8x	45,9x	12,9x	8,6x

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, Alessia Di Florio and Costanza Luisa Del Ponte 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
30/09/2025	2,90	BUY	6,40	Medium	Update
04/02/2026	4,52	BUY	6,40	Medium	Breaking News
07/04/2026	3,95	BUY	7,00	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). 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, Integræe 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, Integræe 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 he 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%	Upside $\geq$ 15%
HOLD	-5% < Upside < 7.5%	-5% < Upside < 10%	0% < Upside < 15%
SELL	Upside $\leq$ -5%	Upside $\leq$ -5%	Upside $\leq$ 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) Integræe 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 Integræe 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 Doox SpA;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Doox SpA;
- It carries out media marketing activities on behalf of Doox SpA;
- In the IPO phase, Integræe SIM played the role of global coordinator.