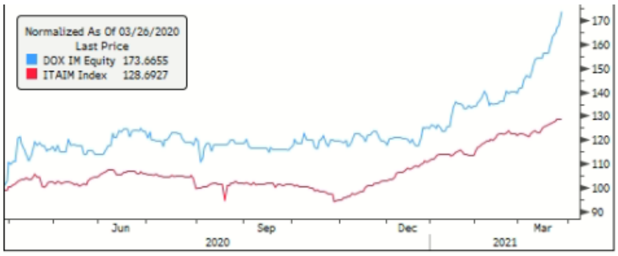
Data produzione: 26 Marzo 2021 - h 18.30 Data pubblicazione: 29 Marzo 2021 - h 7.00

Doxee | *Italy* | *FTSE AIM Italia* | *ICT*

Rating: BUY (unch.) | Target Price: € 8,25 (prev. 6,00) | Update | Risk: Medium

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	24,81%	39,43%	49,69%	73,67%
to FTSE AIM Italia	18,84%	23,34%	22,83%	44,97%
to FTSE STAR Italia	18,35%	29,77%	25,72%	6,59%
to FTSE All-Share	17,94%	29,93%	23,15%	32,75%
to EUROSTOXX	18,48%	31,28%	30,10%	37,89%
to MSCI World Index	23,04%	35,76%	32,42%	25,71%

Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



Stock Data	
Price	€ 4,88
Target price	€ 8,25
Upside/(Downside) potential	69,0%
Bloomberg Code	DOX IM EQUITY
Market Cap (€m)	€ 35,14
EV (€m)	€ 37,60
Free Float	23,28%
Share Outstanding	7.201.100
52-week high	€ 4,98
52-week low	€ 2,78
Average daily volumes (3m)	14.000

FY20A Results

Il valore della produzione si attesta a € 22,76 mln, rispetto a un valore pari a € 20,88 mln registrato a fine 2019 e a € 21,80 mln stimati nel nostro precedente report. Tale risultato è stato possibile soprattutto grazie alla crescita delle linee: document experience, interactive experience, e paperless experience.

L'EBITDA, pari a € 5,61 mln, registra un significativo aumento pari all'11,9% rispetto ai € 5,02 mln dell'esercizio precedente e risulta maggiore anche rispetto alle nostre precedenti stime pari a € 5,50 mln. Anche l'EBITDA Margin, pari al 24,7%, aumenta leggermente rispetto al 24,0% del 2019, rimanendo sostanzialmente in linea con le nostre aspettative, pari al 25,2%.

Key Financials (*€m*)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
VoP	20,9	22,8	25,6	30,6
EBITDA	5,0	5,6	6,7	9,2
EBIT	2,3	2,9	4,0	6,4
Net Profit	1,7	1,6	2,8	4,5
EPS (€)	0,24	0,23	0,40	0,63
EBITDA margin	24,0%	24,7%	26,2%	30,1%
EBIT margin	10,9%	13,0%	15,6%	20,9%
Net Profit margin	8,1%	7,1%	11,1%	14,9%

Estimates Update

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il 2020A, confermiamo quasi integralmente le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, confermiamo valore della produzione 2021E pari a € 25,6 mln ed un EBITDA pari a € 6,7 mln, corrispondente ad un EBITDA margin del 26,2%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 34,8 mln (CAGR 20A-23E: 15,21%) nel 2023E, con EBITDA pari a € 10,60 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 30,5%), in crescita rispetto a € 5,61 mln del 2020A (corrispondente ad un EBITDA margin del 24,7%).

Main Ratios	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
EV/EBITDA (x)	7,5	6,7	5,6	4,1
EV/EBIT (x)	16,6	12,8	9,4	5,9
P/E (x)	20,7	21,7	12,3	7,7

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 €61,6 mln. L'equity value di Doxee utilizzando i market multiples risulta essere pari €57,1 mln. Ne risulta un equity value medio pari a circa € 59,4 mln. Il target price è di € 8,25, confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM invariato.

Mattia Petracca
+39 02 87208 765
mattia.petracca@integraesim.it

1. Economics & Financials

Table 1 – Economics & Financials

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Sales	13,74	15,49	17,71	21,50	26,00	30,00
Other Revenues	3,01	5,39	5,05	4,10	4,60	4,80
Value of Production	**16,75**	**20,88**	**22,76**	**25,60**	**30,60**	**34,80**
COGS	0,29	0,30	0,55	0,35	0,40	0,45
Use of Asset owned by Others	0,38	0,44	0,44	0,50	0,60	0,70
Services	7,58	8,75	8,81	10,00	11,40	12,90
Employees	5,07	6,02	7,00	7,60	8,50	9,60
Other Operating Expenses	0,28	0,36	0,35	0,45	0,50	0,55
EBITDA	**3,14**	**5,02**	**5,61**	**6,70**	**9,20**	**10,60**
EBITDA Margin	*18,8%*	*24,0%*	*24,7%*	*26,2%*	*30,1%*	*30,5%*
D&A	2,11	2,75	2,67	2,70	2,80	2,90
EBIT	**1,03**	**2,27**	**2,95**	**4,00**	**6,40**	**7,70**
EBIT Margin	*6,2%*	*10,9%*	*13,0%*	*15,6%*	*20,9%*	*22,1%*
Financial Management	(0,04)	(0,16)	(0,63)	(0,13)	(0,10)	(0,10)
EBT	**1,00**	**2,11**	**2,31**	**3,87**	**6,30**	**7,60**
Taxes	0,40	0,41	0,69	1,02	1,75	2,30
Net Income	**0,60**	**1,70**	**1,62**	**2,85**	**4,55**	**5,30**

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Fixed Asset	**7,37**	**8,61**	**10,49**	**10,30**	**10,50**	**11,10**
Account receivable	6,44	6,30	7,58	8,75	10,60	12,20
Account payable	4,55	4,60	5,44	5,30	6,10	6,80
Operating Working Capital	**1,89**	**1,71**	**2,14**	**3,45**	**4,50**	**5,40**
Other Receivable	1,39	2,06	2,08	2,80	3,30	3,80
Other Payable	1,91	2,05	2,34	2,35	2,70	3,00
Net Working Capital	**1,37**	**1,72**	**1,87**	**3,90**	**5,10**	**6,20**
Severance Indemnities & Provision	1,00	1,49	1,34	1,50	1,70	1,90
NET INVESTED CAPITAL	**7,75**	**8,83**	**11,02**	**12,70**	**13,90**	**15,40**
Share Capital	1,00	1,60	1,60	1,60	1,60	1,60
Reserves and Retained Profits	(1,18)	3,23	5,34	6,97	9,81	14,36
Net Profit	0,60	1,70	1,62	2,85	4,55	5,30
Equity	**0,42**	**6,53**	**8,56**	**11,41**	**15,96**	**21,26**
Cash and Cash Equivalent	0,54	3,75	3,21	4,51	8,86	15,36
Short-Term Financial debt	4,54	3,41	2,68	2,80	3,30	4,80
ML Term Financial Debt	3,32	2,65	2,99	3,00	3,50	4,70
Net Financial Position	**7,32**	**2,31**	**2,46**	**1,29**	**(2,06)**	**(5,86)**
TOTAL SOURCES	**7,75**	**8,83**	**11,02**	**12,70**	**13,90**	**15,40**

CONSOLIDATED CASH FLOW (€/mln)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
EBIT	**2,27**	**2,95**	**4,00**	**6,40**	**7,70**
Taxes	0,41	0,69	1,02	1,75	2,30
NOPAT	**1,86**	**2,26**	**2,98**	**4,65**	**5,40**
D&A	2,75	2,67	2,70	2,80	2,90
Change in receivable	0,14	(1,28)	(1,17)	(1,85)	(1,60)
Change in payable	0,05	0,85	(0,14)	0,80	0,70
Other Changes	(0,54)	0,28	(0,72)	(0,15)	(0,20)
Change in NWC	**(0,35)**	**(0,15)**	**(2,03)**	**(1,20)**	**(1,10)**
Change in Provision	0,50	(0,15)	0,16	0,20	0,20
OPERATING CASH FLOW	**4,75**	**4,62**	**3,81**	**6,45**	**7,40**
Investments	(3,98)	(4,55)	(2,51)	(3,00)	(3,50)
FREE CASH FLOW	**0,77**	**0,07**	**1,30**	**3,45**	**3,90**
Financial Management	(0,16)	(0,63)	(0,13)	(0,10)	(0,10)
Change in Payable to Banks	(1,80)	(0,39)	0,13	1,00	2,70
Change in Equity	4,40	0,42	0,00	0,00	0,00
FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)	**3,21**	**(0,54)**	**1,30**	**4,35**	**6,50**

Source: Doxee and Integrae SIM estimates

1.1 FY20A Results

Table 2 – Actual VS Estimates FY20A

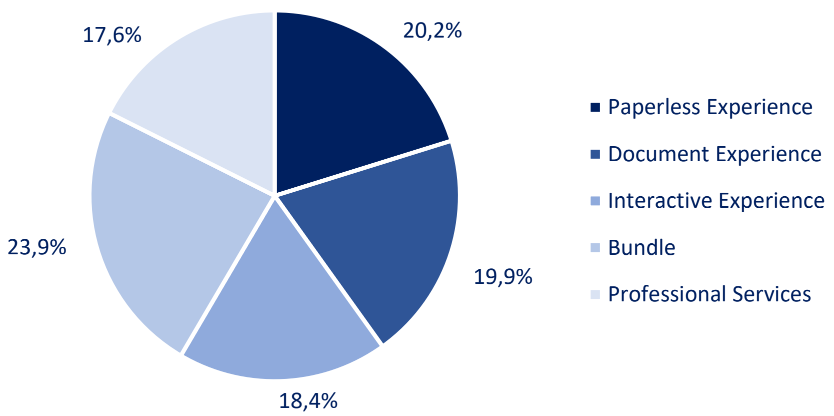
€/mln	VoP	EBITDA	EBITDA %	EBIT	Net Income	NFP
FY20A	**22,76**	**5,61**	**24,7%**	**2,95**	**1,62**	**2,46**
FY20E	21,80	5,50	25,2%	2,80	2,00	1,68
Change	*4,4%*	*2,1%*	*-0,6%*	*5,3%*	*-18,7%*	*N.A*

Source: Integrae SIM

Tramite comunicato stampa, la Società, commentando i risultati annuali, dichiara che: *"In un anno caratterizzato da grandi difficoltà, sotto ogni punto di vista, siamo riusciti a migliorare significativamente ricavi e marginalità"*, *"Tutto ciò è stato possibile anche grazie alla costante attenzione dedicata all'attività di R&S, culminata nella nuova release della Doxee Platform® , che rappresenta una delle soluzioni best-in-class a livello globale segnalata da diversi advisor internazionali."*.

Il valore della produzione si attesta a € 22,76 mln, rispetto a un valore pari a € 20,88 mln registrato a fine 2019 e a € 21,80 mln stimati nel nostro precedente *report*. Tale risultato è stato possibile soprattutto grazie alla crescita delle linee: **document experience**, **interactive experience**, e **paperless experience**.

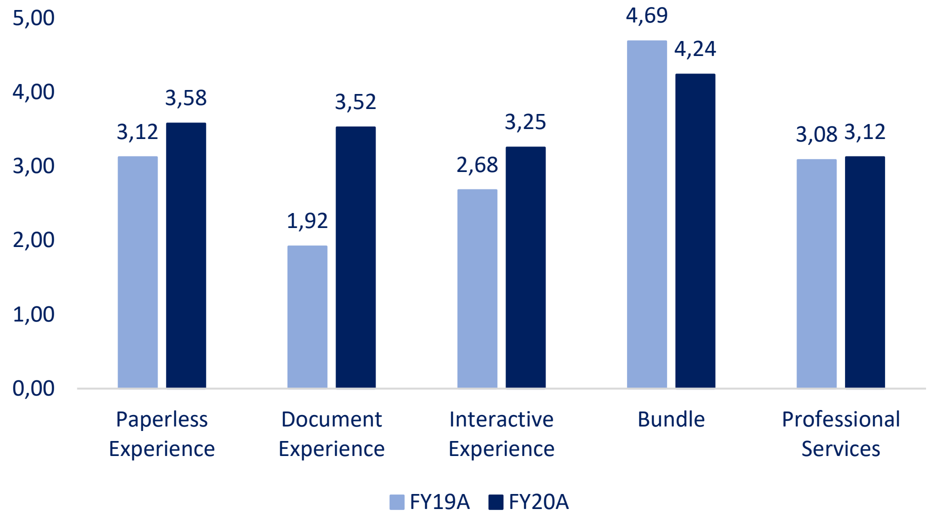
Chart 1 – Revenues Breakdown by Segment



Source: Doxee

La principale fonte di ricavo, nel corso del 2020A, è stata la business line **bundle** che ha generato una quota di ricavi pari al 23,9% circa del totale. I restanti ricavi sono così suddivisi: 20,2% dalla linea **paperless experience**, 19,9% dalla linea **document experience**, 18,4% dalla linea **interactive experience** e 17,6% per i servizi professionali ad alto valore aggiunto, denominati **professional services**.

Chart 2 – Revenues by Business Unit FY19A vs FY20A



Source: Doxee

Le linee di prodotto che maggiormente hanno contribuito all'incremento dei ricavi sono state: la paperless experience, che si attesta a € 3,58 mln, con un aumento del 14,6% rispetto a € 3,12 mln del 2019, la document experience, che registra ricavi pari a € 3,52 mln (in crescita dell'83,7% rispetto a € 1,92 mln del 2019) e la interactive experience, che registra ricavi pari a € 3,25 mln (in crescita del 21,6% rispetto a € 2,68 mln del 2019). In leggera crescita anche i professional service e in contrazione del 9,6% la linea bundle. I Ricavi ricorrenti, grazie anche all'aumento delle attività erogate in modalità SaaS, si attestano al 74% circa.

L'EBITDA, pari a € 5,61 mln, registra un significativo aumento pari all'11,9% rispetto ai € 5,02 mln dell'esercizio precedente e risulta maggiore anche rispetto alle nostre precedenti stime pari a € 5,50 mln. Anche l'EBITDA Margin, pari al 24,7%, aumenta leggermente rispetto al 24,0% del 2019, rimanendo sostanzialmente in linea con le nostre aspettative, pari al 25,2%. L'EBITDA Margin beneficia della maggior incidenza delle linee di prodotto a maggior marginalità sul totale e di una maggior efficienza operativa.

L'EBIT è pari a € 2,95 mln (€ 2,27 mln nel 2019), dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 2,67 mln derivanti prevalentemente dagli investimenti in sviluppo tecnologico. Anche il valore dell'EBIT risulta maggiore rispetto alle attese, pari a € 2,80 mln. L'EBIT Margin, pari al 13,0% mostra un incremento rispetto allo scorso anno (10,9%), mentre l'Utile Netto si attesta a € 1,62 mln rispetto a € 1,70 mln registrato nel 2019A e a € 2,00 mln atteso. La variazione è imputabile a finanziamenti inter-company con Doxee USA.

La NFP passa da € 2,31 mln a € 2,46 mln. Il valore della NFP è fortemente influenzato dagli importanti investimenti sostenuti nel corso dell'anno. Una buona parte degli investimenti è riconducibile ad attività di Ricerca e sviluppo, principalmente dovuti alla nuova *release* della Doxee Platform® e al lancio del nuovo programma di API. Oltre a questo, è stato sviluppato il nuovo portale dedicato alla gestione semplificata dei processi di ordinazione e fatturazione elettronica.

1.2 FY21E – FY23E Estimates

Table 3 – Estimates Updates FY21E-23E

€/mln	FY21E	FY22E	FY23E
VoP			
New	**25,6**	**30,6**	**34,8**
Old	25,6	30,6	N/A
Change	*0,0%*	*0,0%*	*N/A*
EBITDA			
New	**6,7**	**9,2**	**10,6**
Old	6,7	9,2	N/A
Change	*0,0%*	*0,0%*	*N/A*
EBITDA %			
New	**26,2%**	**30,1%**	**30,5%**
Old	26,2%	30,1%	N/A
Change	*0,0%*	*0,0%*	*N/A*
EBIT			
New	**4,0**	**6,4**	**7,7**
Old	4,0	6,4	N/A
Change	*0,0%*	*0,0%*	*N/A*
Net Income			
New	**2,8**	**4,5**	**5,3**
Old	2,8	4,5	N/A
Change	*0,0%*	*0,0%*	*N/A*
NFP			
New	**1,3**	**(2,1)**	**(5,9)**
Old	(0,6)	(3,9)	N/A
Change	*N.A*	*N.A*	*N.A*

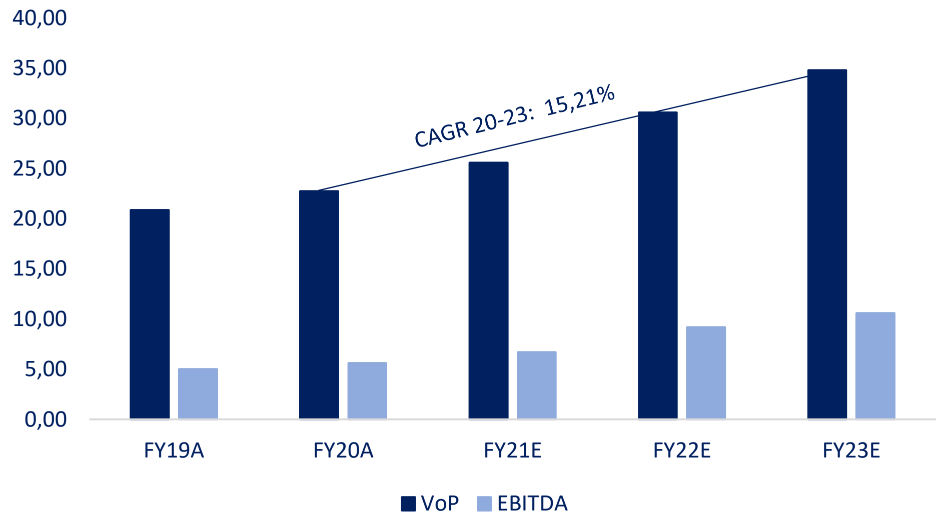
Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati pubblicati nella relazione annuale per il 2020A, confermiamo quasi integralmente le stime sia per l'anno in corso sia per i prossimi anni.

In particolare, confermiamo valore della produzione 2021E pari a € 25,6 mln ed un EBITDA pari a € 6,7 mln, corrispondente ad un EBITDA margin del 26,2%. Per gli anni successivi, ci aspettiamo che il valore della produzione possa aumentare fino a € 34,8 mln (CAGR 20A-23E: 15,21%) nel 2023E, con EBITDA pari a € 10,60 mln (corrispondente ad un EBITDA margin del 30,5%), in crescita rispetto a € 5,61 mln del 2020A (corrispondente ad un EBITDA margin del 24,7%).

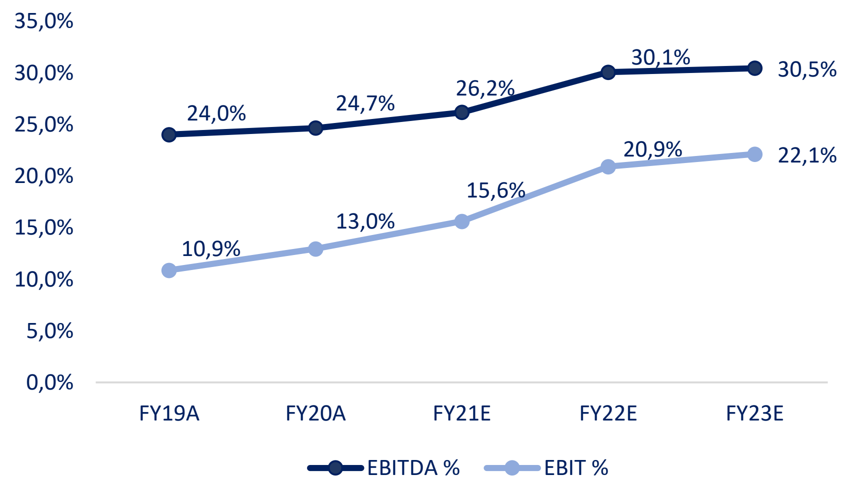
A livello patrimoniale, invece, modifichiamo le nostre precedenti stime di NFP, in ragione delle differenze riscontrate sul 2020A.

Chart 3 – VoP and EBITDA FY19A-23E



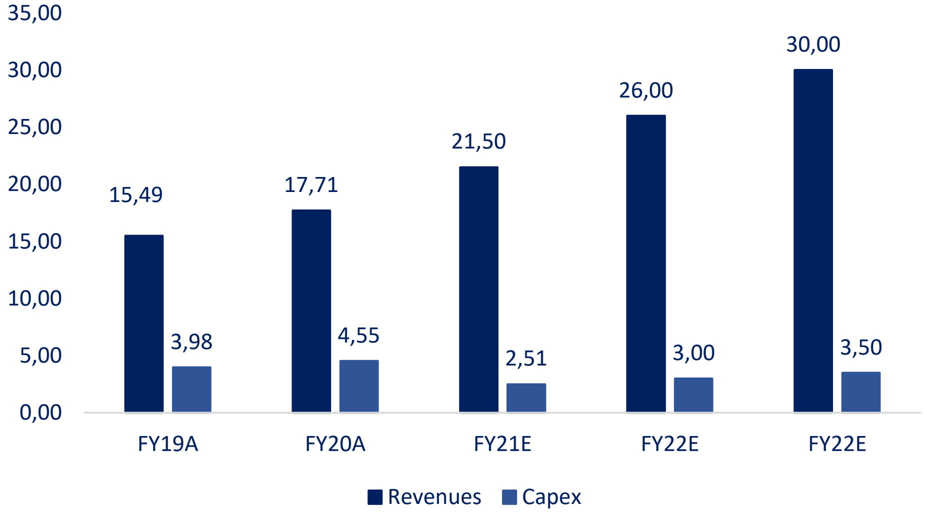
Source: Integrae SIM

Chart 4 – Margin FY19A-23E



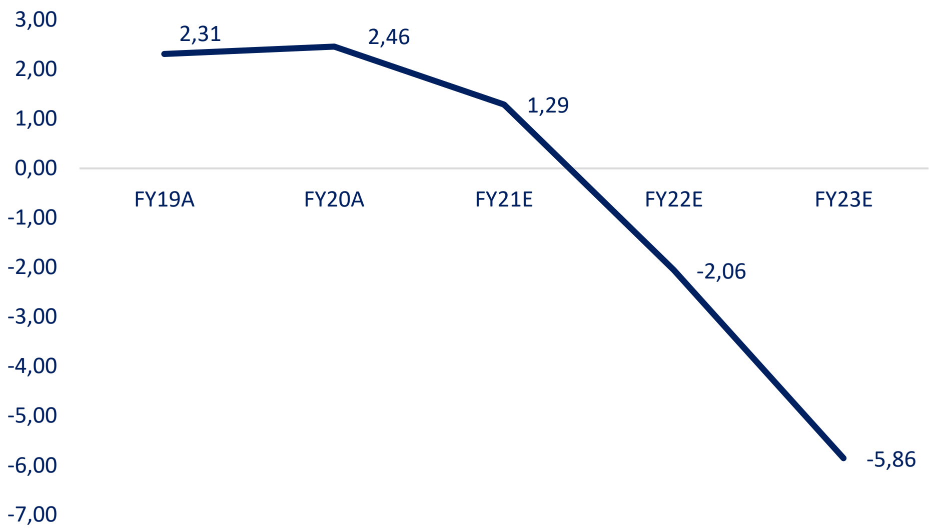
Source: Integrae SIM

Chart 5 – Capex FY19A-23E



Source: Integrae SIM

Chart 6 – NFP FY19A-23E



Source: Integrae SIM

2. Valuation

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

2.1 DCF Method

Table 4 – WACC

WACC			5,44%
Risk Free Rate	-0,13%	α (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,85%	Beta Adjusted	0,70
D/E (average)	42,86%	Beta Relevered	0,91
Ke	7,15%	Kd	2,00%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un WACC di 5,44%.

Table 5 – DCF Valuation

DCF Equity Value		61,6
FCFO actualized	7,8	12%
TV actualized DCF	56,3	88%
Enterprise Value	**64,1**	100%
NFP (FY20A)	2,5	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, risulta un ***equity value* di €61,6 mln**.

Table 6 – Equity Value – Sensitivity Analysis

€/mln		WACC						
		3,9%	4,4%	4,9%	5,4%	5,9%	6,4%	6,9%
	2,5%	186,5	137,9	109,3	90,4	77,0	67,0	59,3
	2,0%	139,8	110,7	91,6	78,0	67,9	60,0	53,8
Growth	1,5%	112,2	92,8	79,1	68,8	60,8	54,5	49,3
rate (g)	1,0%	94,1	80,1	69,7	61,6	55,2	50,0	45,6
	0,5%	81,2	70,6	62,5	55,9	50,6	46,2	42,4
	0,0%	71,6	63,3	56,7	51,3	46,8	43,0	39,7
	-0,5%	64,1	57,4	52,0	47,4	43,6	40,3	37,4

Source: Integrae SIM

2.2 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 7 – Market Multiples

Company Name	EV / EBITDA (x)		EV / EBIT (x)		P / E (x)	
	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E
Maps S.p.A.	4,5x	3,7x	8,7x	6,6x	11,0x	7,9x
Neosperience SpA	8,0x	5,3x	27,1x	11,3x	46,1x	16,7x
Piteco SpA	11,8x	10,6x	17,1x	14,8x	20,1x	16,6x
Alkemy SpA	7,2x	5,9x	9,9	8,1	18,5	13,1
Median	**7,6x**	**5,6x**	**13,5x**	**9,7x**	**19,3x**	**14,9x**

Source: Infinancials

Table 8 – Market Multiples Valuation

€/mln	2021E	2022E
Enterprise Value (EV)		
EV/EBITDA	51,2	51,5
EV/EBIT	53,9	61,9
P/E	54,9	67,6
Equity Value		
EV/EBITDA	49,9	53,6
EV/EBIT	52,6	64,0
P/E	54,9	67,6
Average	**52,5**	**61,7**

Source: Integrae SIM

L'*equity value* di Doxee, utilizzando i *market multiple* EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E risulta essere **pari a € 57,1 mln**.

2.3 Equity Value

Table 9 – Equity Value

Average Equity Value (€/mln)	59,4
Equity Value DCF (€/mln)	61,6
Equity Value multiples (€/mln)	57,1
Target Price (€)	**8,25**

Source: Integrae SIM

Ne risulta un *equity value* medio pari a €59,4 mln. **Il *target price* è quindi di € 8,25 (prev. €6,00). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.**

Table 10 – Target Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20A	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	11,0x	9,2x	6,7x
EV/EBIT	21,0x	15,5x	9,7x

Source: Integrae SIM

Table 11 – Current Price Implied Valuation Multiples

Multiples	FY20A	FY21E	FY22E
EV/EBITDA	6,7x	5,6x	4,1x
EV/EBIT	12,8x	9,4x	5,9x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958 and Consob Regulation n. 20307/2018

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. INTEGRAE SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRAE and other intermediaries: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integrae SIM's current Head of Research, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalists guilt. Mattia Petracca and Emanuele Negri are 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
03/04/2020	3,12	Buy	6,10	Medium	Update
02/10/2020	3,31	Buy	6,00	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 S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of 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 expected total return (ETR – absolute performance in the 12 months following the publication of the analysis, including the ordinary dividend paid by the company), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the expected total return may temporarily fall outside the proposed range

Equity Total Return (ETR) for different risk categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR >= 7.5%	ETR >= 10%	ETR >= 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR <= -5%	ETR <= -5%	ETR <= 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that 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, 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 directly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

In order to disclose its possible interest conflict Integrae SIM states that:

- Integrae SIM S.p.A. It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Nominated Adviser of the Doxee SpA;
- Integrae SIM S.p.A. It pays, or has paid in the past 12 months inside of the engagement of specialist, research services in favor of Doxee SpA;
- Integrae SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Doxee SpA;
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.

At the Integrae SIM website you can find the archive the last 12 months of the conflicts of interest between Integrae SIM and issuers of financial instruments, and their group companies, and referred to in research products produced by analysts at Integrae SIM.