

Digital Magics

AIM Italia

Rating: Buy

Target Price: €9.79

Data	Ricavi	Ebitda	Ebit	EV/Ebitda	Ev/Ebit	P/E
2013	1.652	8	(355)	n.m.	n.m.	n.m.
2014	2.653	127	(221)	n.m.	n.m.	n.m.
2015F	3.900	1.580	1.270	12,4	15,4	21,2
2016F	4.700	2.140	1.825	9,1	10,7	14,0

	Old	New
Rating	BUY	BUY
Risk Rating	Medium	Medium
Target (€)	9,10	9,79

Market Data (€)

Close Price (€)		6,05
Share Outstanding (m)		3,67
Market Cap. (€/m)		22,2
Market Float (%)		30,3
Avg daily Vol. (000s)		6,2
Past 12 Months	Max 7,25	Min 4,42

Performance	3 M	12 M
Absolute	22,5	0,1
Relative	10,5	-12,5



I risultati economici del FY14 sono leggermente inferiori alle nostre stime. Decisamente meglio invece i risultati patrimoniali, che evidenziano l'intensa attività. Riduciamo del 3% le nostre stime di fatturato e Ebitda per il 2015F. In rialzo del 7% invece quelle del 2016F. Come noto, i risultati economici di un venture incubator non riflettono pienamente l'attività svolta durante il corso dell'anno. I progetti di incubazione richiedono infatti tempi incerti, ma sicuramente più di un anno, per essere portati a compimento. Molto meglio confrontare l'ammontare complessivo degli investimenti, cresciuto del 18,7% raggiungendo €12,7 mln.

Nel 2014 la crescita dei servizi di incubazione è stata del 49% (€2,4 mln), mentre l'Ebitda ha raggiunto €0,13 mln (€0,08 mln nel 2013). Il fatturato aggregato del nuovo perimetro di partecipazioni ammonta complessivamente a €18,8 mln, superiore dell'80% rispetto al fatturato aggregato delle partecipazioni detenute FY13. Gli investimenti nelle partecipate sono stati €3,2 mln, a cui si aggiungono oltre €2 mln investiti da soggetti terzi appartenenti al Digital Magics Angel Network. Inoltre sono entrate 11 nuove startup digitali - di cui 8 innovative - ed è stata ceduta una partecipazione. Il portafoglio complessivo al 31 dicembre 2014 è di 41 partecipazioni. Il Capitale investito netto è di €14,9 mln (€11,2 mln FY2013). I debiti finanziari sono €2,0 mln (cassa per €2,6 mln FY13): disponibilità di cassa di €2 mln, indebitamento finanziario a BT €0,65 mln e a LT di €3,36 mln.

Il CdA proporrà all'assemblea un aumento di capitale per massimi €4,99 mln per finanziare la crescita da destinarsi in opzione a tutti gli azionisti e un aumento riservato di €2,0 mln con esclusione del diritto d'opzione riservato ad un piano di stock option per gli amministratori, i dipendenti e i collaboratori della società. Verrà inoltre chiesta all'assemblea l'autorizzazione all'acquisto e alla vendita di azioni proprie.

La valutazione: Buy, TP €9,79 (da €9,1), risk medium. L'equity value di Digital Magics risulta pari €9,79 per azione. Abbiamo condotto la valutazione del range di valori di Digital Magics sulla base di due metodologie: Residual Income Method - RIM e sum-of-the-parts. Riteniamo che un corretto mix tra le diverse valutazioni, sia in grado di meglio cogliere il "corretto fair value" di una società come Digital Magics caratterizzata da alcune particolarità definibili intangibles (management quality, track record, azionisti manager, sviluppo potenziale elevato etc.).

Antonio Tognoli
+39 02 7862 5303
antonio.tognoli@integraesim.it

I risultati del 2014

I ricavi da servizi di incubazione nel 2014 sono pari a €2,4 mln, in crescita del 49% rispetto a €1,6 mln del 2013. L'Ebitda passa da €0,08 mln a €127 mln. L'Ebit dell'esercizio migliora a €-0,22 mln (era di €-0,35 mln nel 2013). Il risultato dell'esercizio, pari a €-0,92 mln (€-0,808 mln del 2013) è stato influenzato da svalutazioni delle attività finanziarie per € 0,613 mln.

Gli investimenti nelle startup partecipate sono di circa €3,2 mln (€3,6 mln 2013), a cui si aggiungono oltre €2 mln investiti nelle partecipate da soggetti terzi appartenenti al Digital Magics Angel Network.

Il capitale investito netto è di €14,9 mln (€11,2 mln nel 2013). La variazione è essenzialmente dovuta all'incremento del valore delle immobilizzazioni finanziarie per gli investimenti. Il patrimonio netto è pari a €12,9 mln (€13,8 mln nel 2013).

L'indebitamento finanziario netto è di €2 mln; il debito a medio lungo termine di €3,36 mln e le disponibilità liquide di €2 mln. Sono inclusi nell'indebitamento anche €0,313 mln relativi alla quota sottoscritta e versata di prestiti obbligazionari convertibili in scadenza il 31 dicembre 2015, data in cui gli obbligazionisti potranno optare per il rimborso o per la conversione in azioni di nuova emissione della società.

All'inizio del 2014 il CdA ha approvato il piano industriale pluriennale 2014-2018, che prevede di trasformare Digital Magics in un incubatore a vocazione nazionale, attraverso una presenza incrementale distribuita sul territorio per cogliere le opportunità di investimento dove nascono e intercettare gli interessi finanziari e industriali di natura locale. Il piano prevede una forte crescita dei ricavi industriali dai servizi di incubazione e un programma di investimenti per oltre €20 mln in un centinaio di iniziative, con la destinazione alla distribuzione di dividendi della metà degli utili netti derivati dall'attività industriale e dai disinvestimenti.

L'aumento di capitale

In data odierna il Consiglio di Amministrazione di Digital Magics ha deliberato di convocare l'Assemblea Ordinaria e Straordinaria degli Azionisti, per i giorni 29 aprile e 30 aprile 2015, rispettivamente in prima e seconda convocazione, con il seguente ordine del giorno per quanto attiene alla parte straordinaria:

- proposta di aumento del capitale sociale, a pagamento e in via scindibile, per un importo complessivo, comprensivo di eventuale sovrapprezzo, di massimi Euro 4.999.000, da offrirsi in opzione agli aventi diritto ai sensi dell'art. 2441, primo, secondo e terzo comma, del Codice Civile, mediante emissione di azioni ordinarie aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione e con termine finale di sottoscrizione il 31 dicembre 2015;
- proposta di aumento di capitale a pagamento e in via scindibile (anche mediante delega al consiglio di amministrazione ai sensi dell'art. 2443 cod. civ.), per un importo complessivo, comprensivo di eventuale sovrapprezzo di massimi Euro 2.000.000 con esclusione del diritto di opzione da offrire ai beneficiari di un piano di stock option riservato ad amministratori, collaboratori e dipendenti di Digital Magics e delle partecipate.

Il primo aumento di capitale a pagamento viene proposto all'assemblea per finanziare il piano industriale e in particolare l'operazione Talent Garden e l'espansione territoriale dell'incubatore, che sarà facilitata grazie anche agli accordi industriali sottoscritti e che consentirà a Digital

Magics di divenire l'operatore leader in Italia nel settore dello sviluppo delle startup innovative digitali in fase seed, con il conseguente ottenimento di significativi livelli di redditività derivante sia dai servizi industriali di incubazione che dalla cessione delle partecipazioni.

In merito all'aumento di capitale sociale in opzione, i soci Enrico Gasperini, Alberto Fioravanti e Gabriele Ronchini (firmatari dell'accordo con TIP oltre alla Società, di cui al successivo paragrafo) hanno dichiarato la loro intenzione di cedere tutti i diritti di opzione loro spettanti al fine di aprire il capitale sociale di Digital Magics a soci che possano, stante la loro attività specifica, cooperare con la società per lo sviluppo dell'attività.

Il secondo aumento di capitale proposto all'assemblea sarà destinato all'emissione delle azioni a servizio di un piano di incentivazione a favore di amministratori, collaboratori e dipendenti di Digital Magics e delle sue partecipate.

La partnership con Talent Garden, e Tamburi Investment Partners

Talent Garden (TAG), fondato nel 2011 a Brescia, è diventato in soli tre anni il leader italiano fra i digital co-working network, aggregando i diversi attori del mondo dell'innovazione, e costruendo una community online di circa 40.000 persone tra freelance, developer, startup digitali, investitori e grandi aziende. Sono 50 i cofondatori e i membri dei team TAG dei 10 campus dislocati sul territorio europeo (Milano, Barcellona, Torino, Genova, Kaunas, Bergamo, Brescia, Padova, Cosenza, Pisa) dove vengono ospitati oltre 500 professionisti e 100 imprese che operano nel settore digitale. Ogni anno vengono organizzati oltre 350 eventi e corsi che mirano a formare professionalmente i giovani startupper e i manager per un totale di 35.000 partecipanti solo nel 2014. I campus locali sono in parte aziende controllate da Talent Garden e in parte derivano da accordi di franchising.

La collaborazione industriale con TAG prevede il supporto da parte di Digital Magics per lo sviluppo del network e dei suoi servizi, puntando all'apertura di 50 nuovi spazi in Europa entro il 2018. Digital Magics e le sue partecipate avranno accesso al network TAG e in ogni sede locale verranno attivati congiuntamente servizi di incubazione e di "Open Innovation", con l'obiettivo di creare la più completa piattaforma di co-working, "Open Innovation" e accelerazione italiana. Tale collaborazione è inoltre sancita da un accordo tra i soci di TAG e Digital Magics per l'ingresso della Società nella compagine sociale di TAG con una partecipazione che potrà arrivare al 28% del capitale sociale.

Tamburi Investment Partners (TIP) è una investment - merchant bank indipendente e diversificata che ha posto le imprese italiane "eccellenti" al centro della propria attività, opera da advisor e investe:

- con una reale ottica di sviluppo nel medio / lungo termine;
- in minoranze, lasciando agli imprenditori la responsabilità e la guida delle aziende;
- capitalizzando sull'enorme - ed unico, almeno in Italia - patrimonio di competenze accumulato nel tempo.

TIP ha come azionisti stabili alcune delle più importanti famiglie imprenditoriali italiane, in grado di apportare know-how industriale e talvolta di partecipare, come co-investitore, in operazioni di dimensione particolarmente significativa.

Il legame tra Digital Magics e TIP è stato sancito da un accordo di sottoscrizione e garanzia che prevede - a condizione che l'aumento di capitale in opzione venga deliberato dall'Assemblea e che il prezzo di emissione fissato dal CDA non sia superiore a €4,95 per azione - l'incremento della partecipazione di TIP in Digital Magics mediante la sottoscrizione dell'aumento di capitale

in opzione che la società promuoverà nei prossimi mesi. La sottoscrizione delle nuove azioni, per un controvalore dell'aumento di capitale in opzione – comprensivo di valore nominale e sovrapprezzo – massimo di €2 mln, sarà posta in essere mediante esercizio delle opzioni spettanti a TIP in qualità di attuale azionista non rilevante (detentore alla data odierna di una partecipazione pari all'1,36% del capitale sociale di Digital Magics) e delle opzioni che i soci Enrico Gasperini, Alberto Fioravanti e Gabriele Ronchini si sono impegnati a cedere.

TIP si impegna, inoltre a sottoscrivere, per un controvalore massimo di €0,5 mln, le azioni che risultassero inoperte all'esito dell'offerta in opzione, esercitando i diritti di prelazione ad essa spettanti ex art. 2441, comma 3, del Codice Civile in base alle azioni possedute o derivanti dalle opzioni tornate nella disponibilità di Digital Magics post esercizio dei diritti di prelazione. La sottoscrizione avverrà al prezzo dell'aumento di capitale in opzione.

La partnership con TIP prevede il supporto al network di Digital Magics e TAG, favorendo ulteriori investimenti nelle startup e scaleup digitali e lo sviluppo dei programmi di “Open Innovation” e di digitalizzazione delle imprese eccellenti del Paese.

L'obiettivo complessivo delle due alleanze è costruire il più importante hub dell'innovazione per il “DIGITAL MADE IN ITALY” rafforzando il piano industriale di Digital Magics che prevede lo sviluppo, entro il 2018, di oltre 100 nuove startup innovative partecipate.

Il piano industriale pluriennale 2014-18

In occasione dell'approvazione del progetto di bilancio 2013, il CdA ha approvato anche il nuovo Piano Industriale Pluriennale (2014-2018), che prevede di rafforzare il posizionamento di Digital Magics come incubatore di startup a vocazione nazionale, attraverso una presenza incrementale distribuita su tutto il territorio, per cogliere le opportunità di investimento e intercettare gli interessi finanziari e industriali di natura locale.

Il Piano Industriale Pluriennale prevede, nei prossimi 5 anni, un programma di investimenti di circa €4 mln all'anno in un centinaio di nuove iniziative digitali. Questo programma sarà finanziato dai risultati delle gestioni caratteristica e dalle risorse rivenienti dalle cessioni delle partecipazioni (exit) che sono stimate per un ammontare complessivo, nel periodo, di oltre €20 mln di Euro. Circa un terzo di tali risorse (la metà delle plusvalenze nette stimate) saranno destinate alla distribuzione di dividendi.

Il Piano Industriale Pluriennale prevede inoltre l'obiettivo di ampliare con oltre 1.000 nuovi investitori il Digital Magics Angel Network, la rete informale di soggetti interessati a co-investire in club deal a supporto di startup innovative. Gli investitori sono privati (imprenditori e top manager con la passione per l'innovazione digitale), industriali (come Gruppo RCS, Gruppo Uvet, Nice, con cui sono in essere anche programmi di Open Innovation), finanziari (come Tamburi Investment Partners, Gruppo Banca Sella, Atlante Seed, Gate14 Group e UniCredit). Il Digital Magics Angel Network è un asset strategico per il venture incubator, non solo perché aumenta la leva finanziaria, ma anche perché rinforza il know how e la rete relazionale a disposizione delle startup in portfolio.

Sempre nel Piano Industriale Pluriennale è previsto lo sviluppo del programma di Open Innovation, che si rivolge alle imprese italiane con l'obiettivo di supportarle nel loro processo di innovazione digitale. In breve, Digital Magics e il partner industriale creano un programma comune che mira, all'interno del settore industriale di riferimento, a: investire in startup innovative, acquisire nuovi asset o creare spin-off a partire da asset presenti in azienda, sviluppare attività di M&A. Il programma unisce l'esperienza industriale del partner con la competenza dell'incubatore in campo digitale.

Al fine di consentire alle startup in portafoglio lo sviluppo prospettato dal piano di investimenti, e soprattutto per sviluppare un programma espansivo. Come dicevamo, il modello di business a regime prevede:

- l'avvio ogni anno di circa 18-20 nuove startup;
- il finanziamento (seed) medio di Digital Magics di ciascuna di queste per circa €0,3 mln;
- la realizzazione, ogni anno, di 8-10 round di ulteriore finanziamento sulle startup in portafoglio: co-seed del valore unitario di €0,5-0,7 mln (destinato ad operatori early-stage, come i Business Angels) e round A del valore unitario di €1,5-2 mln destinato tipicamente ai Venture Capital;
- la realizzazione, ogni anno, di 3-4 exit dalle partecipazioni in portafoglio, tra cui:
 - operazioni di dimensioni piccole: valore equity circa €2 mln finanziate solo con seed capital, entro il terzo/quarto anno di attività;
 - operazioni medie: valore equity circa €5 mln, finanziate con seed e co-seed capital, entro il quinto/sesto anno di attività;
 - operazioni più importanti: valore equity €15-20 mln, finanziate con seed e co-seed capital e successivamente con un round A da parte di Venture Capitalist, entro il sesto/settimo anno di attività.
- un tasso di "mortalità" delle startup intorno al 50%, molto concentrato sui primi 24-36 mesi di avvio delle iniziative; in particolare, non è prevedibile una mortalità rilevante per quelle startup su cui sono stati effettuati tre round di finanziamento – seed, co-seed e round A – perché si presuppone che abbiano raggiunto un adeguato grado di maturità.

L'implementazione e lo sviluppo del modello di business richiede:

- le risorse finanziarie per il seed delle nuove startup, realizzato interamente da Digital Magics;
- il dialogo continuo e la capacità di coinvolgere i potenziali co-investitori, avendo la disponibilità delle risorse finanziarie per eventualmente intervenire direttamente (parzialmente o integralmente) nella fase di co-seed ove i tempi e i modi previsti dai co-investitori non risultassero adeguati;
- il dialogo continuo e la capacità di coinvolgere i Venture Capitalist per finanziare (round A) lo sviluppo delle iniziative con potenziale di crescita del valore in un periodo più lungo;
- il dialogo continuo e la capacità di coinvolgere gli operatori finanziari e industriali del settore per realizzare le exit programmate.

Le nuove società partecipate

Alle 31 società partecipate (direttamente o indirettamente) da Digital Magics al 31 dicembre 2013 (cui nelle note precedenti avevamo dato ampia descrizione), si sono aggiunte nel corso dell'esercizio 2014 11 nuove iniziative, di cui una già ceduta, grazie anche al contributo dell'incubatore campano 56Cube S.r.l., controllato al 100% da Digital Magics e dedicato alle operazioni nel Sud Italia.

TRIPITALY S.r.l.

Il progetto Tripitaly.it è il primo portale "open" per l'incoming del turismo in Italia, sviluppato in partnership con il Gruppo Uvet, polo distributivo leader nella fornitura di servizi e soluzioni per viaggi leisure, business travel, miche e pharma, e con il patrocinio di Confturismo, struttura di riferimento di Confcommercio-Imprese per l'Italia per il comparto del turismo. La piattaforma innovativa raggrupperà in un solo hub le informazioni, i servizi e le diverse offerte commerciali per fornire ai turisti, che arrivano dall'estero, un punto di riferimento unico che consenta in modo semplice e veloce di pianificare e acquistare il proprio pacchetto vacanza personalizzato e su misura. Al sito internet sarà affiancata un'applicazione mobile che accompagnerà i turisti stranieri durante il loro soggiorno in Italia. Al 31/12/2014 Digital Magics detiene il 50% del capitale sociale.

NETWORKMAMAS S.r.l.

È una piattaforma dall'utilizzo facile e intuitivo che permette di ottenere consulenze o videolezioni online da donne esperte in diversi settori, che dopo essere diventate mamme hanno deciso di gestire in autonomia il proprio tempo e la propria carriera. NetworkMamas riunisce in un unico luogo virtuale avvocati, psicologi, architetti, traduttori, truccatori, esperti di tecnologia, marketing e comunicazione, e molto altro. La piattaforma permette a mamme professioniste di reinserirsi nel mondo del lavoro potendo gestire il loro tempo con maggior libertà e nello stesso tempo propone servizi utili e in tempo reale a chi ne ha bisogno.

È una startup innovativa incubata dall'acceleratore RCS NEST, promosso e gestito in partnership da Digital Magics e dal Gruppo editoriale RCS. Al 31/12/2014 Digital Magics detiene il 23% del capitale sociale.

APPMETRICS S.r.l.

Oggi lo smartphone è diventato un elemento insostituibile. La maggior parte dei servizi online sono oggi principalmente acquistati e utilizzati da questi dispositivi. Ogni nuova tecnologia viene pensata e realizzata prima di tutto per mobile. In questo scenario le app svolgono quindi un ruolo fondamentale: il loro corretto funzionamento, la sicurezza dei dati gestiti, come, quando e quanto vengono usate, sono informazioni importantissime per qualsiasi azienda al fine di correggere e/o migliorare i servizi accessibili via APP. Grazie ad AppMeter, l'innovativa piattaforma di AppMetrics tutto ciò è possibile. Al 31/12/2014 Digital Magics, tramite 56Cube, detiene il 50% del capitale sociale.

CAMBIOMERCI.COM S.r.l.

È un circuito di credito commerciale tra aziende, il cui carattere innovativo consiste nella multilateralità dello scambio di beni e servizi attraverso l'assunzione di crediti da parte di chi vende e di debiti da parte di chi acquista, nei confronti di imprese interne al circuito, crediti che sono utilizzabili per altre vendite e altri acquisti da effettuare in tempi successivi. Questo meccanismo consente la fluida circolazione degli scambi, garantita dalla scadenza di crediti e debiti all'interno del circuito. In 2 anni di attività la startup ha associato oltre 450 imprese in tutta Italia, permettendo lo scambio, attraverso moneta complementare, di merci e servizi dei più diversi settori dell'economia, dall'industria al commercio, dal terziario all'agricoltura, fino ai professionisti. Al 31/12/2014 Digital Magics, tramite 56Cube, detiene il 12% del capitale sociale.

MIMESI S.r.l.

Mimesi opera nel settore del media monitoring e delle rassegne stampa, utilizzando un processo produttivo innovativo. Il software proprietario è in grado di digitalizzare tutti gli articoli monitorati e la tecnologia semantica permette di massimizzare il valore dei contenuti, garantendo una rassegna di qualità con il miglior indice di pertinenza del mercato. Oggi Mimesi è il terzo player del mercato italiano (CAGR fatturato: +19% annuo negli ultimi 4 anni) con clienti di diverse tipologie, tra cui agenzie di comunicazione e digital PR, settore privato (trasversalmente a svariati ambiti economici), editori e PA. Al 31/12/2014 Digital Magics detiene il 10% del capitale sociale.

XOKO S.r.l.

Xoko è una startup innovativa digitale specializzata nel settore turistico: il primo prodotto sviluppato è Hotelbrand. Unico nel suo genere ed essenziale per gli operatori di settore, Hotelbrand è un brand checker di ultima generazione, creato per offrire la possibilità di scegliere fra infiniti competitor, confrontare i loro prezzi per tipologia di camera e numero di notti e ottimizzare le proprie tariffe, analizzare la propria brand reputation sulle varie Online Travel Agency, il proprio posizionamento sul mercato di riferimento e il posizionamento sui motori di ricerca. Una serie di tool in grado di aiutare le strutture ricettive a organizzare al meglio le proprie strategie di vendita e di marketing, confrontandosi costantemente con il mercato e i competitor. Al 31/12/2014 Digital Magics, tramite 56Cube, detiene il 20% del capitale sociale.

TROVA LA ZAMPA S.r.l.

Startup innovativa incubata in RCS NEST, l'acceleratore di imprese digitali gestito dal Gruppo RCS e da Digital Magics, Trova La Zampa è il portale dedicato agli animali domestici e offre un servizio completo di informazioni, consigli e aiuti dedicati ai pet lover. Punto di forza del sito è la ZampaMap, una mappa in cui si possono geolocalizzare numerose informazioni e servizi legati al mondo degli animali. Il portale ospita anche numerose rubriche con lo scopo di rispondere ai dubbi più comuni in tema di salute, benessere, alimentazione, igiene, toelettatura, educazione, addestramento e molto altro ancora. Il sito ospita anche una sezione dedicata alle campagne di sensibilizzazione sociali su temi riguardanti gli animali domestici. Al 31/12/2014 Digital Magics detiene il 30% del capitale sociale.

SOLO S.r.l.

SOLO realizza un POS virtuale che consente a qualsiasi merchant (professionista o impresa) di accettare pagamenti con carte di credito e di debito senza dover strisciare la carta in un supporto fisico, con l'intento di abbattere le barriere per l'adozione dei POS da parte di esercenti e commercianti che vedono nella burocrazia e nella strumentazione degli ostacoli che limitano l'accettazione dei pagamenti con carta. Con SOLO il merchant condivide un link web al proprio profilo pubblico e verificato con i clienti, che possono pagare comodamente da qualsiasi dispositivo: uno smartphone, un Tablet o un qualsiasi computer. Con SOLO non è necessario utilizzare alcun device o dispositivo hardware, nessun costo fisso e nessun canone mensile per il merchant. Nessuna applicazione da scaricare e nessuna registrazione per il cliente. Al 31/12/2014 Digital Magics detiene il 35% del capitale sociale.

YOUSPA S.r.l.

È il primo portale multilingue dedicato alla ricerca delle SPA (centri benessere) in ogni parte del mondo, con un motore di ricerca ricco di oltre 100 parametri che consentono di scegliere la SPA che meglio si accorda ai propri desideri, con la possibilità di recensirla anche in modalità certificata. Punto di riferimento, con YOUSPA Magazine, per informazioni e cultura del benessere. Al 31/12/2014 Digital Magics detiene il 15% del capitale sociale.

TALENT GARDEN S.r.l.

Talent Garden (TAG) è un network di campus per i talenti dell'innovazione. TAG fornisce lo spazio, la community e i servizi di cui talenti, innovatori e startupper hanno bisogno per sviluppare il proprio business. È il luogo perfetto per sviluppare le proprie idee in un ambiente stimolante e creativo in cui si svolgono spesso workshop, seminari, masterclass, hackathon, campus pensati per permettere alle persone di lavorare, collaborare, connettersi, imparare e condividere i successi insieme. Gli spazi includono posti per lavorare, rilassarsi, bere un caffè, pensare e incontrare altri talenti e contaminare le proprie idee. Sono aperti 24/7 e offrono tutto ciò che serve per far crescere le proprie idee. Al 31/12/2014 Digital Magics detiene il 10,06% del capitale sociale.

Le società

Tripitaly, NetworkMamas, AppMetrics, CambioMerci.com, Xoko, Trova La Zampa, SOLO e YOUSPA sono iscritte nella sezione speciale del Registro delle Imprese riservata alle Startup Innovative (ex Decreto Crescita 2.0 - D.L. n.179/2012, convertito con modificazioni in Legge n. 221/2012, successivamente emendata con Legge 99/2013), e nel corso del 2014 anche Premium Store, Tasteet, Private Broker e ulaola sono state iscritte come Startup Innovative. Quindi, al 31 dicembre 2014 sono 21 le Startup Innovative direttamente o indirettamente partecipate da Digital Magics e inserite nel programma di incubazione.

Nel corso dell'anno è stata incubata la startup Dotadv Srl e ceduta con una plusvalenza a Subito.it. Nel novembre 2014, Digital Magics e gli altri azionisti di Agata S.p.A (partecipata al 22,4%) hanno firmato un informativi esistenti, supportando in tal modo la trasformazione e l'adeguamento dei processi aziendali all'e-Business.

Nel novembre 2014, Digital Magics e gli altri azionisti di Agata S.p.A (partecipata al 22,4%) hanno firmato un accordo con la società scandinava TrustBuddy per la cessione del 100% di Prestiamoci, che allora era l'unica società di peer-to-peer lending al mondo quotata in Borsa (a

dicembre si è quotata al NYSE l'americana Lending Club). L'offerta vincolante di TrustBuddy, soggetta a due diligence e approvazione delle autorità competenti, prevede un prezzo di €5,3 mln, da corrispondere cash per €1,5 mln e per €3,8 mln in azioni TrustBuddy. Digital Magics detiene circa il 22,4% di Agata S.p.A. (considerando anche la diluizione dovuta alle stock option riservate al top management) con un valore di carico di circa €0,3 mln. Alla finalizzazione dell'operazione Agata S.p.A. rileverà una plusvalenza dalla cessione di circa il 300%, dopo poco più di un anno dal primo investimento.

Nel corso dell'anno sono stati inoltre siglati importanti accordi di co-investimento con operatori finanziari e industriali volti al rafforzamento del Digital Magics Angel Network, tra cui quelli con Confartigianato, Expert System, Epic, Fondo Atlante (Banca IntesaSanpaolo), Gate14, Gruppo Banca Sella, Gruppo Creval, Nice, RCS Mediagroup, UniCredit, Uvet. A cui si sono aggiunti quelli con Innogest e Quadrivio all'inizio del 2015.

Fig. 1 – Le stime delle società partecipate

Società Controllate	Data acq/ costituz.	Revenues	EBITDA	EBIT	Revenues	EBITDA	EBIT	Revenues	EBITDA	EBIT
<i>Dati in (€ '000)</i>		2015			2016			2017		
4W Marketplace	2007	5.813	135	-348	4.611	172	-287			
56Cube	2012	0	0	0	0	0	0	0	0	0
AdRaptors	2011	1500	32		2600	559		4500	1422,2	
Digital Bees + Singring	2004	1391	-77,1	N/A	5601	242,2	N/A	7451	865	N/A
Digital Magics BH	2008	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Easybaby	2006	685,4	184	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Eclettica	2012	909	209	173	757	128	93			
Emotional Target	2011	515	89	75	768	137	110	821	235	203
Growish	2011	94	-230	-358	749	-140	-405	2191	848	573
Jumpin	2010	144	-27	-37	304	84	72	456	190	180
LiveXtention	2007	1700	192	182	2300	409	394	3000	754	734
Plannify	2012	644	-65	-317	1076	130	-233	1555	272	-38
PremiumStore	2012	1092	-610	-801	4219	-334	-547	7946	310	98
Profeeling	2012	207	-36	-156	1355	448	328	2243	974	854
Sinapsi	2012	1420	35	30	1500	104	100	1600	111	107
Sharide	2007	650	31	12	670	38	13	700	42	17
Ulaola	2012	5	-58	-144	49	-71	-141	724	174	104
Wazzap	2010	220	-220	N/A	755	165	N/A	834	339	N/A
YOU-ng	2012	642	214	N/A	1749	1282	N/A			
Agata (Prestiamoci)	2013	662	-172	-354	2854	45	-156	8560	-376	-536
Buzzoole	2013	2060	129	97	5475	2710	2664			
DeRev	2013	171	-69	-87	240	2	-24	405	128	102
Il Mangione	2013	95	44	N/A	143	77	N/A	209	123	N/A
Intertwine	2013	260	-362	-372	802	-67	-89	1900	675	648
Private Broker	2013	0	0	0	183	-984	-1003	1239	-1011	-1039
BeeStay	2013	1769	-35	-50	2653	58	35	3714	186	180
Skill Me	2013	754	513	466	1546	1201	1163			
Tasteet!	2013	135	-186	-186	433	8,4	-48	944	257	189
AppMetrics	2015	215	-694	-703	1520	15	-6	4401	2035	2008
CambioMerci.com	2015	764	-351	-366	1931	32	-1	3801	984	945
Xoko	2015	190	-275	-283	578	-176	-194	1236	273	254
Mimesi	2015	2807	50		3327	300		4017	710	
Network Mamas	2015	19	-49		374,5	-67		774	131	
Solo	2015	3	-616		109	-707		1190	-161	
Talend Garden	2015	878	132		1800	605		2600	1062	
Tripitaly	2015	5500	-3600	-4700	24800	1800	-200	41300	8000	6400
Trova La Zampa	2015	585	198		923	452				
YOUSPA	2015	842	-271	-295	3979	-182	-230	11767	641	550
Totale		35.338	(5.818)	(8.523)	82.733	8.473	1.408	122.078	20.193	12.532

Fonte: Digital Magics

Fig. 2 – Il conto economico

Conto Economico (dati in € 000)	2012	2.013	2.014	2015E	2016E
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	3.048	1.642	2.445	3.500	4.000
Altri ricavi	8	10	208	200	200
TOTALE RICAVI	3.056	1.652	2.653	3.700	4.200
Costo materie prime, suss e di consumo	-17	-3	-229	-200	-210
Costo dei servizi esterni	-2.192	-1.290	-2.006	-1.800	-2.000
Costo del lavoro	-424	-351	-290	-320	-350
TOTALE COSTI	(2.633)	(1.644)	(2.525)	(2.320)	(2.560)
EBITDA	423	8	127	1.380	1.640
<i>Ebitda margin</i>	<i>13,8%</i>	<i>0,5%</i>	<i>4,8%</i>	<i>37,3%</i>	<i>39,0%</i>
Ammortamenti	-39	-272	-340	-300	-300
Svalutazione crediti	-433	-91	-9	-10	-15
EBIT	-49	-355	-221	1.070	1.325
<i>Ebit margin</i>	<i>-1,6%</i>	<i>-21,5%</i>	<i>-8,3%</i>	<i>28,9%</i>	<i>31,5%</i>
Oneri finanziari netti	-284	-263	-75	-50	-35
Rettifiche di valore su attività finanziarie	-425	-182	-613	-150	-180
Oneri straordinari	434	-11	0	0	0
UTILE ANTE IMPOSTE	-324	-811	-910	870	1.110
Imposte	54	3	-12	-25	-28
UTILE NETTO	-270	-808	-922	845	1.082

Fonte: Digital Magics e stime Integrae SIM

Fig. 3 – Lo stato patrimoniale

Stato Patrimoniale (dati in € 000)	2012	2.013	2.014	2015E	2015E
Immobilizzazioni	5.368	10.733	13.488	14.500	15.500
Capitale circolante netto	1.211	410	1.487	739	739
TFR e fondi	(253)	(96)	(113)	(125)	(150)
Ratei e Risconti	(12)	117	30	35	50
CAPITALE INVESTITO NETTO	6.314	11.165	14.891	15.149	16.139
Patrimonio Netto	2.967	13.800	12.878	13.723	14.805
Posizione Finanziaria Netta	(3.347)	2.635	(2.014)	(1.426)	(1.334)
FONTI FINANZIARIE	6.314	11.165	14.891	15.149	16.139

Fonte: Digital Magics e stime Integrae SIM

La valutazione

Abbiamo condotto la valutazione di Digital Magics sulla base di due metodologie: Residual Income Method – RIM e sum-of-the-parts.

Riteniamo che un corretto mix tra le diverse valutazioni, sia in grado di meglio cogliere il “corretto fair value” di una società come Digital Magics caratterizzata da alcuni particolari definibili intangibles (management quality, track record, azionisti manager, sviluppo potenziale elevato etc.).

Non abbiamo preso in considerazione le metodologie basate sui flussi di cassa che riteniamo non tengano conto del valore patrimoniale, ma soprattutto di mercato, dei beni che compongono l’attivo fisso. Ovvero dei beni che consentono l’espressione di un flusso costante (Ebitda) da scontare opportunamente. Le stesse, inoltre, non consentono l’espressione del valore degli intangibles che costituiscono - in tutte le imprese ma in particolare in un venture incubator come Digital Magics - la vera barriera all’ingresso all’entrata con successo nel settore. Le fonti finanziarie sono infatti una condizione necessaria ma non sufficiente per lo sviluppo di un progetto vincente di venture incubator.

Il modello RIM

Il RIM, come noto, partendo dalla struttura tipica del “Dividend Discounting Model”, esprime il valore di una azione come la somma tra il book value corrente e il valore attuale degli abnormal earnings attesi, definiti come gli utili attesi al netto del capital charge (cioè, il book value atteso scontato ad un tasso - K_e - che esprime il costo del capitale proprio).

Il modello RIM permette quindi di stabilire una relazione tra il valore di mercato di un’azienda e le informazioni contabili. Il modello poggia su assunzioni di base molto restrittive.

1. La prima di queste, riguarda la relazione tra il prezzo di una azione e i dividendi attesi: in particolare il valore di mercato di una azienda è dato dal valore attuale dei dividendi attesi (Present Value of Expected Dividends, PVED), scontato ad un tasso che esprime il free-risk rate;
2. La seconda assunzione di base è nota come “clean surplus relation”, secondo la quale il book value dell’anno t è uguale al book value dell’anno precedente ($t-1$) più gli utili al netto dei dividendi e di eventuali aumenti di capitale. Quindi, se i dati contabili e i dividendi soddisfano tale relazione, significa che i dividendi riducono il book value, ma non influiscono sull’ammontare degli utili.
3. La terza assunzione, infine, prevede che il valore di un’azione sia influenzato dalla struttura della serie storica degli abnormal earnings attesi e che, più in particolare, vi sia una relazione lineare tra queste due grandezze.

Date queste assunzioni di base, il modello RIM stabilisce che, siccome il PVED e la “clean surplus relation” implicano che il valore di mercato di una azienda è uguale al book value più il valore attuale degli abnormal earnings attesi, la valutazione può allora focalizzarsi sulle previsioni degli utili futuri piuttosto che sulle previsioni dei dividendi.

Nel nostro caso abbiamo applicato, per il calcolo del costo del capitale proprio (K_e), il rendimento medio (2014) lordo dei titoli con scadenza compresa tra 8 anni e 7 mesi e 12 anni e 6 mesi (Rendistato Banca d’Italia). Nel calcolo del cost of equity – K_e , abbiamo considerato un beta pari a 0,6 (quale media della rischiosità dei diversi business), un premio per il rischio del 7,85% (fonte Prof. A. Damodaran). Il K_e risulta così pari al 6,24%, che abbiamo usato per il calcolo dell’equity value con la metodologia RIM.

Inoltre, abbiamo supposto un tasso di crescita a medio termine dell'utile in linea al CAGR 2015-2020 dell'utile netto, pari al 40% e un payout ratio pari al 40% costante.

Il valore dell'equity di Digital Magics secondo la metodologia RIM al 2015 risulta pari a €43,1 mln.

Fig. 4 - il Residual Income Method

Forecasted Earnings (E)	Year $t+1$	Year $t+2$
		1045
Implied Long term E Growth Rate	40%	
Dividend Payout Ratio	40%	
Beginning Book Value	12878	
Cost of equity capital	6,2%	

Residual Income Model

Year	2015	2016	2017	2018
Beginning Book Value / Share	12878	13505	14454	15783
Beginning BV + Forecasted E - Dividends = Ending BV/Share				
Long Term E growth				
Forecasted E	1045	1582	2215	3101
Dividend payout ratio	0,40	0,40	0,40	0,40
Dividend / share (€)	418,00	632,80	885,92	1240,29
Forecasted ROE = Forecasted E / Beginning BV				
Forecasted ROE	0,081	0,117	0,153	0,196
Required rate (r)	<u>0,062</u>	<u>0,062</u>	<u>0,062</u>	<u>0,062</u>
Forecasted Residual Income	0,019	0,055	0,091	0,134
	$(1+r)^1$	$(1+r)^2$	$(1+r)^3$	$(1+r)^4$
Discount factor	1,062	1,129	1,199	1,274
Implied stock price	16760	24277	32429	43172

Fonte: elaborazione e stime Integræ SIM

Il modello sum-of-the-parts

Per quanto riguarda la seconda metodologia di calcolo, sum-of-the-parts, abbiamo calcolato il fair value delle partecipate, di volta in volta, tenendo conto della fase di vita di ciascuna delle stesse e/o del loro potenziale espresso dai multipli di mercato.

La valutazione delle partecipate più mature è stata espressa in considerazione dei multipli LTM a Febbraio 2015 di un panel di oltre 200 società comparabili nel mondo, selezionate sulla base di parametri del settore di attività e di affinità del business (Fonte dei comparables: Bloomberg e Petsky Prunier).

Nella valutazione non si è usato il multiplo EV/EBITDA, comunemente usato nella valutazione di società industriali non capital intensive e si è preferito invece il multiplo EV/Sales, comunemente usato sia per la valutazione di startup che per la valutazione di società che operano nei settori digitali.

Questa prassi si spiega per le seguenti ragioni:

- il multiplo EV/EBITDA non è applicabile a società che non generano risultati positivi o, comunque, non a regime. Motivo questo che induce ad utilizzare il multiplo EV/Sales, soprattutto nella valutazione di startup e di società in financial distress;
- i drivers fondamentali dei business digitali (es. traffico, numero di visitatori, basket medio, fees per licenze, etc.), influiscono direttamente sulla linea dei ricavi, mentre i costi non sono rappresentativi della dimensione del business e hanno inoltre natura non variabile (salvo poche eccezioni).

Il multiplo applicato è ottenuto attraverso due procedimenti.

- 1) Il primo, è il calcolo del multiplo medio, depurato degli outliers, su un peer group caratterizzato da elevati tassi di crescita (non inferiori al 15%) nel segmento settoriale di rispettiva competenza selezionato.
- 2) Il secondo, è l'applicazione del multiplo EV/Sales ottenuto attraverso una regressione lineare dei multipli EV/Sales sugli EBITDA Margin delle società nel segmento selezionato. La ratio di tale metodologia risiede nella convinzione economico - finanziaria che vi sia una relazione positiva fra prezzo, inteso come multiplo delle Sales, e marginalità, espressa dall'EBITDA Margin. E' infatti lecito aspettarsi che, a parità di tutte le altre condizioni, il mercato finanziario tenda ad apprezzare le società con un elevato ritorno reddituale lordo (l'EBITDA margin appunto) del capitale investito. Apprezzamento espresso attraverso una crescita del prezzo.

La regressione sul multiplo EV/Sales è coerente con la valutazione del multiplo EV/EBITDA, infatti:

$$\text{EV} = \text{multiplo} \times \text{EBITDA}$$

$$\text{EV/Sales} = \text{multiplo} \times \text{EBITDA/Sales}$$

$$\text{EV/Sales} = \text{multiplo} \times \text{EBITDA Margin}$$

Abbiamo applicato la regressione sul multiplo solamente quando il parametro R2 è superiore a 0,5x, che corrisponde ad una correlazione fra EV/Sales e EBITDA Margin del 71%.

Le partecipate in fase Co-seed, e quelle il cui sviluppo è caratterizzato da un elevato grado di incertezza, sono state valutate al costo della partecipazione.

Di seguito la valutazione di ciascuna delle società del portafoglio.

Fig. 5 – il calcolo del valore delle partecipate

Società Controllate	Data acq/ costituz.	Valore partecip.	Quota % detenuta	Categoria	Subsegmento/Altro segmento	VALUTAZIONE (100%)	VALUTAZIONE (quota DM)
4W Marketplace	2007	1362	42,9%	EXIT	Marketing Technologies	8110	3477
56Cube	2012	290	100,0%	ALTRO	N/A	290	290
AdRaptors	2011	358	16,8%	ROUND A	Digital Advertising	3602	604
Digital Bees + Singring	2004	1016	75,0%	ROUND A	Media Content	3531	2649
Digital Magics BH	2008	12	60,0%	ALTRO	Incubator	20	12
Easybaby	2006	172	25,0%	EXIT	Specialty TV	2100	524
Eclettica	2012	180	20,0%	EXIT	Software	1139	228
Emotional Target	2011	105	100,0%	ROUND A	MarketinE TechnoloEies	2461	2461
Growish	2011	894	47,1%	ROUND A	Social EiftinE	1827	861
Jumpin	2010	1382	85,0%	ROUND A	Ecommerce	1268	1078
LiveXtention	2007	7	70,0%	ROUND A	Digital Advertising/Agency	3817	2672
Plannify	2012	528	40,3%	ROUND A	Social planning	1776	715
PremiumStore	2012	1590	63,5%	ROUND A	Virtual newstand	5321	3377
Profeeling	2012	509	85,0%	SEED	Digital Advertising	1373	1167
Sinapsi	2012	211	27,0%	EXIT	Software House	1677	453
Sharide	2007	456	72,4%	SEED	Software House	947	686
Ulaola	2012	360	25,0%	ROUND A	Marketplace	1525	381
Wazzap	2010	703	92,5%	SEED	Social TV	1191	1102
YOU-ng	2012	104	16,0%	SEED	Editoria Online	664	106
Agata (Prestiamoci)	2013	297	24,8%	ROUND A	Social Lending	5333	1325
Buzzoole	2013	297	14,9%	ROUND A	Influence Engine Optimization	2005	299
DeRev	2013	302	17,5%	SEED	Social Crowdfunding	1815	317
Il Mangione	2013	103	33,0%	SEED	Piattaforma Enogastronomica	367	121
Intertwine	2013	160	20,0%	SEED	Social Writing	944	189
Private Broker	2013	44	20,0%	SEED	Investing Information	220	44
BeeStay	2013	120	24,0%	SEED	Social Shopping	3389	813
Skill Me	2013	28	39,2%	SEED	Marketplace	71	28
Tasteet!	2013	110,0	40,0%	SEED	Piattaforma Enogastronomica	1049	420
AppMetrics	2015	5	50,0%	SEED	Mobile Techonlogy	437	218
CambioMerci.com	2015	5	12,0%	SEED	Bartering	1254	150
Xoko	2015	11	20,0%	SEED	Piattaforma Turistica	312	62
Mimesi	2015	40	10,0%	ROUND A	Digital Information	5590	559
Network Mamas	2015	40	23,0%	SEED	Social Consulting	552	127
Solo	2015	146	35,0%	SEED	Digital Payment	625	219
Talend Garden	2015	235	10,1%	ROUND A	Talent Incubator	4649	468
Tripitaly	2015	500,0	50,0%	SEED	Piattaforma Turistica	28047	14024
Trova La Zampa	2015	63	30,0%	SEED	Social / e-Commerce	1159	348
YOUSPA	2015	1,5	15,0%	SEED	Social Rating	883	132
Totale		12.747				101337	42704

Fonte: Elaborazione Integræ SIM su dati Digital Magics

Fig. 6 – I metodi valutativi

Società Controllate	Metodo Valutativo
<i>Dati in (€ '000)</i>	
4W Marketplace	EV/Sales medio 15-16-17 Digital Media (media robusta)
56Cube	Costo
AdRaptors	Media robusta EV/EBITDA prospettici 2013-2016 ponderati 75% Mkte Tech 25% det adv
Digital Bees + Singring	EV/SALES Digital Media media robusta 15-16-17 attualizzati all'IRR atteso
Digital Magics BH	Costo
Easybaby	Regressione EV/Sales con EBITDA%
Eclettica	Regressione EV/Sales con EBITDA%
Emotional Target	Media robusta EV/EBITDA prospettici 2015-2017 ponderati 75% MktE Tech 25% dEt adv
Growish	EV/Sales medio 15-16-17 Digital Media (media robusta)
Jumpin	EV/SALES Digital Media robusta 15-16-17 attualizzati all'IRR atteso
LiveXtention	EV/Sales medio 15-16 Digital Advertising
Plannify	EV/Sales 15-16-17 digital media attualizzati con media robusta
PremiumStore	EV/Sales medio 15-16 Digital Media (media robusta)
Profeeling	EV/Sales medio 15-16-17 70% Mktg Tech 30% dgt adv (media robusta)
Sinapsi	Regressione EV/Sales con EBITDA% (al costo perché no bp)
Sharide	Media tra EV/EBITDA 2015-2017 e EV/Sales 2015-2017 Digital Media
Ulaola	Media tra EV/EBITDA 2015-2017 e EV/Sales 2015-2017 Digital Media
Wazzap	EV/Sales medio 15-16-17 Digital Media (media robusta)
YOU-ng	EV/Sales medio 15-16 Digital Media (media tronca)
Agata (Prestiamoci)	EV/Sales medio 15-16-17 panel + asset gestiti per controllo
Buzzoole	EV/Sales medio 15-16-17 Digital Media (media tronca)
DeRev	EV/Sales medio 15-16-17 e multiplo EV/Sales panel crowdfunding
Il Mangione	EV/Sales medio 15-16-17 Digital Media (media tronca)
Intertwine	EV/Sales medio 15-16-17 Digital Media (media tronca)
Private Broker	Costo
BeeStay	EV/Sales medio 15-16
Skill Me	Costo
Tasteet!	EV/Sales medio 15-16-17
AppMetrics	EV/Sales medio 15-16-17 Digital Advertising (media robusta)
CambioMerci.com	EV/Sales medio 15-16-17 Digital Advertising (media robusta)
Xoko	EV/Sales medio 15-16-17 Digital Advertising (media robusta)
Mimesi	EV/Sales medio 15-16-17 Digital Media (media robusta)
Network Mamas	EV/Sales medio 15-16-17 Digital Media (media robusta)
Solo	EV/Sales medio 15-16-17 Digital Media (media robusta)
Talend Garden	EV/Sales medio 15-16-17 Digital Media (media robusta)
Tripitaly	EV/Sales medio 15-16-17 Sales e EBITDA medio settore turismo 2015 (Infinancials)
Trova La Zampa	EV/Sales medio 15-16-17 Digital Media (media robusta)
YOUSPA	EV/Sales medio 15-16-17 Digital Media (media robusta)

Fonte: Elaborazione Integrae SIM

Fig. 7 – I multipli delle vendite

SEGMENT NAME	MEAN	MEDIAN	ADJ. W. AVG.	ROBUST AVG.	HIGH GROWTH
Digital Media/Commerce	3,2x	1,9x	3,8x	2,6x	3,7x
Digital Advertising	3,1x	1,9x	3,3x	2,5x	3,8x
Marketing Technology	4,0x	3,2x	3,8x	3,8x	4,9x
Agency/Consulting	1,1x	0,9x	1,3x	1,1x	1,1x
Marketing Services	1,5x	1,2x	0,8x	1,5x	1,9x
TV Broadcasting	4,1x	4,3x	2,2x	4,1x	0,0x
Cable & Satellite	3,2x	2,9x	2,2x	3,2x	0,0x
OOH & Specialty Media	2,6x	2,3x	2,3x	2,6x	0,0x
IT Consulting/System Integrator	1,6x	1,4x	1,5x	1,6x	1,7x
Business Process Outsourcing	1,2x	0,8x	1,4x	1,2x	2,7x
TV+CABLE+SPECIALTY MEDIA*	3,3x	2,9x	11,2x	0,3x	

Fonte: elaborazione Integrae SIM

Fig. 8 – La regressione sull'EV/SALES

SEGMENT NAME	REGRESSION ON EV/SALES		
	INTERCEPT	COEFFICIENT	R-SQUARED
Digital Media/Commerce	1,9	8,4	0,0921
Digital Advertising	- 0,6	24,3	0,6366
Marketing Technology	3,7	0,9	0,0045
Agency/Consulting	0,1	9,2	0,4763
Marketing Services	- 0,6	15,4	0,8090
TV Broadcasting	- 0,5	13,4	0,3181
Cable & Satellite	2,4	2,1	0,2339
OOH & Specialty Media	- 0,1	10,4	0,5594
IT Consulting/System Integrator	- 0,2	12,5	0,7338
Business Process Outsourcing	0,0	0,0	0,7441
TV+CABLE+SPECIALTY MEDIA*	1,8	0,0	0,2078

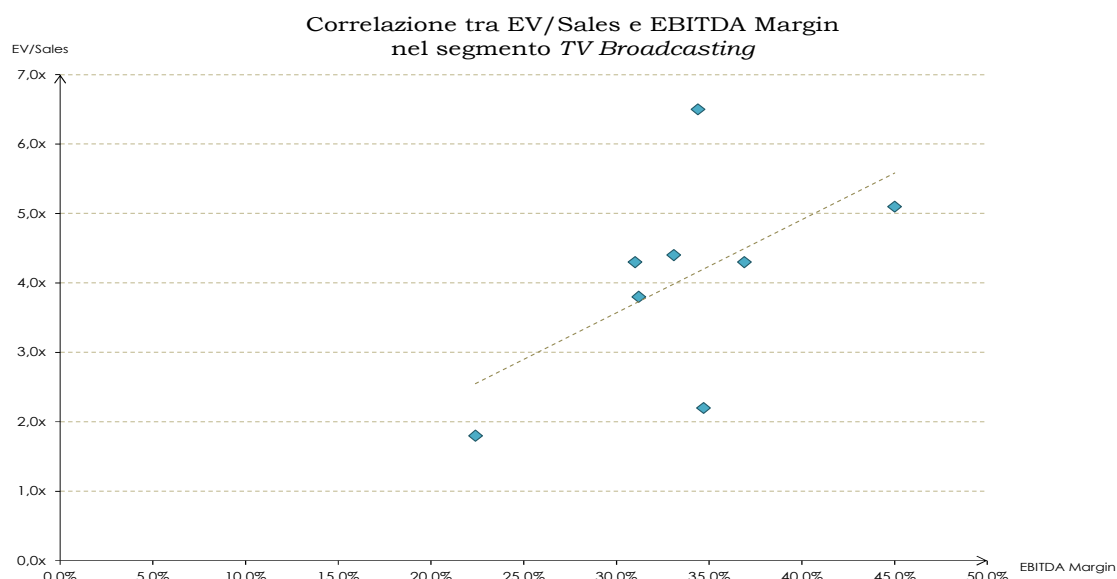
Fonte: elaborazione Integrae SIM

Fig. 9 – I multipli EV/EBITDA

SEGMENT NAME	EBITDA MULTIPLES			
	MEAN	MEDIAN	ROBUST AVG.	HIGH GROWTH
Digital Media/Commerce	17,8x	12,3x	16,8x	22,6x
Digital Advertising	27,2x	15,2x	27,2x	25,3x
Marketing Technology	26,6x	18,4x	26,6x	35,8x
Agency/Consulting	11,7x	10,0x	11,7x	
Marketing Services	9,2x	9,5x	9,2x	
TV Broadcasting	11,9x	11,9x	11,9x	
Cable & Satellite	9,1x	8,6x	9,1x	
OOH & Specialty Media	10,1x	10,8x	10,1x	
IT Consulting/System Integrator	12,0x	10,1x	12,0x	
Business Process Outsourcing	10,9x	10,0x	10,9x	
TV+CABLE+SPECIALTY MEDIA*	10,6x	11,2x	3,3x	

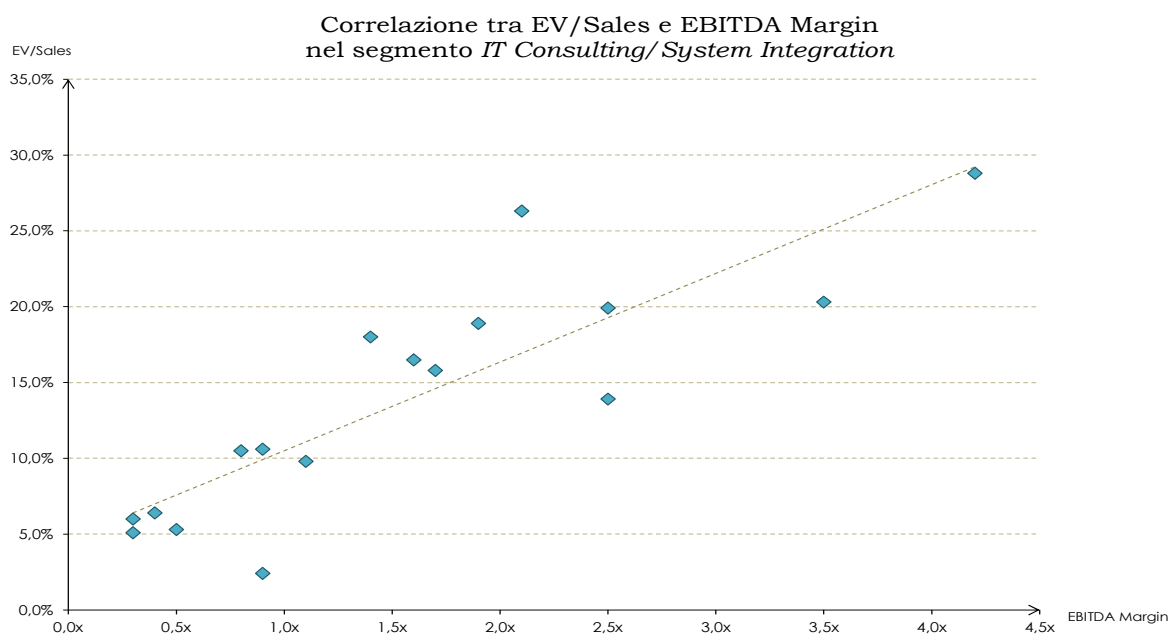
Fonte: elaborazione Integrae SIM

Fig. 10 - La correlazione tra EV/Sales e EBITDA margin nel segmento TV broadcasting



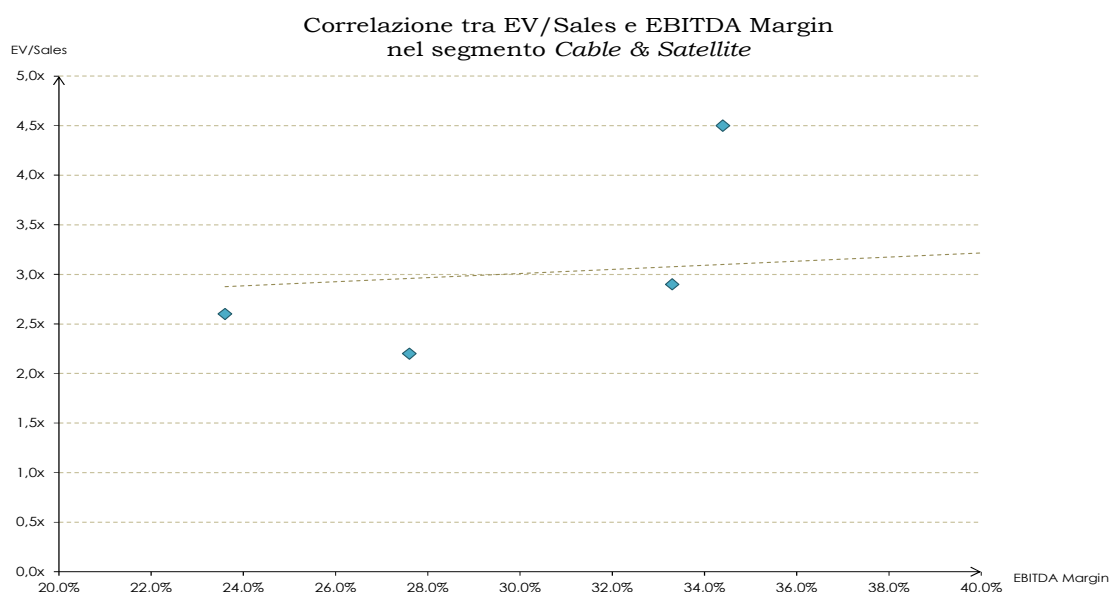
Fonte: elaborazione Integræ SIM

Fig. 11 - La correlazione tra EV/Sales e EBITDA margin nel segmento IT consulting / System Integration



Fonte: elaborazione Integræ SIM

Fig. 12 - La correlazione tra EV/Sales e EBITDA margin nel segmento Cable & Satellite



Fonte: elaborazione Integrae SIM

Fig. 13 - Comparables – settore Digital Advertising

Nome	Paese	Revenue	EBITDA	EBITDA %	Growth	EV/Sales	EV/EBITDA
Google Inc.	United	66.001,0	21.475,0	32,5%	18,9%	5,0x	15,2x
Alliance Data Systems Corporation	United	5.302,9	1.517,4	28,6%	22,8%	5,9x	20,5x
Angie's List, Inc.	United	315,0	(4,4)	NM	28,2%	1,2x	NM
AOL Inc.	United	2.527,2	423,0	16,7%	8,9%	1,2x	7,4x
Autobyte Inc.	United	106,3	8,2	7,7%	35,6%	1,1x	13,6x
Bankrate, Inc.	United	531,0	119,5	22,5%	24,0%	2,7x	12,2x
Blinkx plc	United	241,7	12,7	5,3%	6,2%	0,3x	6,5x
Blucora, Inc.	United	580,7	91,1	15,7%	1,2%	1,0x	6,4x
Constant Contact, Inc.	United	331,7	37,3	11,2%	16,2%	3,5x	31,3x
Coupons.com Incorporated	United	221,8	(11,5)	NM	32,1%	2,6x	NM
Criteo SA	France	901,9	77,8	8,6%	67,8%	2,7x	31,2x
Ctrip.com International Ltd.	* China	1.119,8	92,4	8,3%	36,2%	5,9x	71,1x
Demand Media, Inc.	United	365,9	29,4	8,0%	40,0%	0,1x	1,7x
Dice Holdings, Inc.	United	262,6	74,0	28,2%	23,0%	2,1x	7,5x
Digital Globe Services Inc.	United	38,9	4,0	10,2%	52,5%	1,6x	15,2x
eHealth, Inc.	* United	179,7	1,0	0,5%	0,3%	0,6x	115,7x
Facebook, Inc.	* United	12.466,0	6.225,0	49,9%	58,4%	16,9x	33,7x
Google Inc.	United	66.001,0	21.475,0	32,5%	18,9%	5,0x	15,2x
Groupon, Inc.	* United	3.191,7	89,2	2,8%	24,0%	1,4x	50,3x
Hi-Media S.A.	France	243,9	2,9	1,2%	-4,7%	0,1x	11,8x
HomeAway, Inc.	United	446,8	65,4	14,6%	28,9%	5,5x	37,4x

Fonte: elaborazione Integrae SIM

Fig. 14 - Comparables – settore TV Broadcasting

Nome	Paese	Revenue	EBITDA	EBITDA %	Growth	EV/Sales	EV/EBITDA
Entravision Communications Corporation	United	242,0	75,5	31,2%	8,1%	3,8x	12,1x
General Communication Inc.	United	899,2	312,1	34,7%	15,7%	2,2x	6,2x
Gray Television Inc.	United	425,8	140,8	33,1%	12,8%	4,4x	13,3x
Grupo Televisa, S.A.B.	Mexico	5.427,5	1.684,4	31,0%	8,6%	4,3x	13,8x
Journal Communications Inc.	United	413,8	92,5	22,4%	1,6%	1,8x	8,1x
Liberty Global plc	United	18.248,3	8.215,2	45,0%	26,1%	5,1x	11,3x
Media General, Inc.	* United	675,0	232,4	34,4%	150,1%	6,5x	18,8x
Nexstar Broadcasting Group, Inc.	United	631,3	233,2	36,9%	25,7%	4,3x	11,6x

Fonte: elaborazione Integrae SIM

Fig. 15 - Comparables – settore Marketing Technology

Nome	Paese	Revenue	EBITDA	EBITDA %	Growth	EV/Sales	EV/EBITDA
Adobe Systems Incorporated	United	4.147,1	756,2	18,2%	2,3%	9,0x	49,2x
Bazaarvoice, Inc.	United	180,0	(27,2)	NM	16,9%	3,7x	NM
Oracle Corporation	United	38.822,0	16.943,0	43,6%	3,4%	4,7x	10,7x
salesforce.com, inc.	* United	5.373,6	302,7	5,6%	32,0%	8,4x	148,6x
SAP SE	Germany	21.255,2	6.990,3	32,9%	4,4%	4,2x	12,6x
Brightcove Inc.	United	125,0	(3,5)	NM	13,8%	1,8x	NM
ChannelAdvisor Corporation	United	84,9	(27,7)	NM	24,8%	2,2x	NM
ChinaCache International Holdings	China	225,6	11,2	5,0%	40,0%	0,8x	16,4x
Constant Contact, Inc.	United	331,7	37,3	11,2%	16,2%	3,5x	31,3x
Covisint Corporation	United	89,5	(33,7)	NM	- 9,1%	0,6x	NM
Cvent, Inc.	* United	142,2	10,4	7,3%	28,0%	7,2x	99,3x
Dealertrack Technologies, Inc.	United	854,4	105,9	12,4%	77,4%	3,2x	25,7x
Demandware, Inc.	* United	160,6	(21,2)	NM	54,8%	12,8x	NM
E2open, Inc.	United	78,5	(26,0)	NM	13,0%	3,0x	NM
eBay Inc.	United	17.902,0	5.039,0	28,1%	11,6%	3,8x	13,4x
Endurance International Group	United	629,8	146,2	23,2%	21,1%	5,6x	24,2x
Five9, Inc.	United	103,1	(29,1)	NM	22,5%	1,6x	NM
Informatica Corporation	United	1.048,0	195,6	18,7%	10,5%	3,8x	20,2x
Infosystems S.A.	Poland	2,3	1,6	69,0%	0,0%	1,1x	1,6x
Interactive Intelligence Group Inc.	United	341,3	0,4	0,1%	7,2%	2,5x	NM
IBM Corporation	United	92.793,0	24.372,0	26,3%	- 5,7%	2,1x	7,9x
Jive Software, Inc.	United	178,7	(39,6)	NM	22,6%	1,4x	NM
LivePerson Inc.	United	209,9	8,2	3,9%	18,1%	2,8x	70,9x
Marin Software Incorporated	United	99,4	(26,8)	NM	28,5%	1,8x	NM
Marketo, Inc.	United	150,0	(46,0)	NM	56,3%	7,0x	NM
Mercadolibre, Inc.	Argentina	556,5	186,9	33,6%	17,8%	10,2x	30,5x
MicroStrategy Inc.	United	579,8	45,1	7,8%	0,7%	2,9x	37,0x
NetSuite Inc.	* United	556,3	(53,2)	NM	34,2%	13,0x	NM
Nuance Communications, Inc.	United	1.927,5	186,7	9,7%	3,5%	3,2x	33,3x
Open Text Corporation	Canada	1.858,4	557,0	30,0%	35,4%	4,2x	14,1x
Opera Software ASA	Norway	480,8	106,5	22,2%	60,2%	2,1x	9,6x
Oracle Corporation	United	38.822,0	16.943,0	43,6%	3,4%	4,7x	10,7x
PROS Holdings, Inc.	United	185,8	(4,9)	NM	28,3%	3,6x	NM
PTC Inc.	United	1.357,5	283,2	20,9%	4,5%	3,2x	15,3x
Qlik Technologies, Inc.	United	556,8	2,9	0,5%	18,4%	4,8x	NM
Rightside Group, Ltd.	United	191,7	(10,2)	NM	3,5%	0,6x	NM
Rovi Corporation	United	542,3	186,1	34,3%	0,9%	5,7x	16,5x

Fonte: elaborazione Integrae SIM

Fig. 16 - Comparables – segmento IT Consulting/System Integration

Nome	Paese	Revenue	EBITDA	EBITDA %	Growth	EV/Sales	EV/EBITDA
Accenture plc	Ireland	30.539,4	4.820,5	15,8%	6,4%	1,7x	10,9x
Amdocs Limited	Channel	3.605,9	683,2	18,9%	6,6%	1,9x	10,1x
Bechtle AG	Germany	3.143,6	165,3	5,3%	13,0%	0,5x	10,1x
Booz Allen Hamilton Holding Corporatio	United	5.331,7	520,7	9,8%	- 5,2%	1,1x	11,2x
Broadridge Financial Solutions, Inc.	United	2.622,6	522,4	19,9%	4,6%	2,5x	12,7x
Business & Decision SA	France	271,3	13,9	5,1%	- 5,0%	0,3x	5,8x
Cap Gemini S.A.	France	12.797,9	1.361,7	10,6%	4,8%	0,9x	8,5x
CGI Group, Inc.	Canada	8.977,2	1.481,7	16,5%	2,0%	1,6x	9,9x
Cognizant Technology Solutions Corpora	United	10.262,7	2.078,5	20,3%	16,1%	3,5x	17,3x
Computer Sciences Corporation	United	12.593,0	1.319,0	10,5%	- 4,4%	0,8x	7,9x
CSG Systems International Inc.	United	751,3	135,0	18,0%	0,5%	1,4x	8,0x
Digi International Inc.	* United	194,1	4,7	2,4%	- 0,8%	0,9x	38,3x
Globant S.A.	Luxembourg	199,6	27,8	13,9%	26,1%	2,5x	18,0x
International Business Machines Corporc	United	92.793,0	24.372,0	26,3%	- 5,7%	2,1x	7,9x
Infosys Ltd.	India	8.644,0	2.489,0	28,8%	6,8%	4,2x	14,7x
ITS Group	France	220,6	13,3	6,0%	78,7%	0,3x	5,7x
NCI, Inc.	United	317,0	20,3	6,4%	- 4,6%	0,4x	6,4x

Fonte: elaborazione Integrae SIM

Fig. 17 - Comparables – segmento Digital Media/Commerce

Nome	Paese	Revenue	EBITDA	EBITDA %	Growth	EV/Sales	EV/EBITDA
1-800-Flowers.com Inc.	United	1.027,9	103,4	10,1%	36,3%	0,8x	8,2x
58.com Inc.	* China	230,0	24,6	10,7%	83,8%	13,2x	NM
Alibaba Group Holding Limited	* China	11.417,3	4.787,3	41,9%	44,1%	17,8x	42,5x
Amazon.com Inc.	* United	88.988,0	4.365,0	4,9%	19,5%	2,0x	39,8x
AOL Inc.	United	2.527,2	423,0	16,7%	8,9%	1,2x	7,4x
Baidu, Inc.	China	7.909,1	2.492,1	31,5%	53,6%	8,5x	26,8x
Blucora, Inc.	United	580,7	91,1	15,7%	1,2%	1,0x	6,4x
Blue Nile Inc.	United	473,5	17,8	3,8%	5,2%	0,6x	14,8x
CafePress Inc.	* United	229,5	0,5	0,2%	-6,6%	0,1x	49,7x
Care.com, Inc.	* United	105,7	(33,0)	NM	41,1%	1,6x	NM
CDW Corporation	United	12.074,5	880,9	7,3%	12,1%	0,8x	11,0x
Changyou.com Limited	China	755,3	52,9	7,0%	2,4%	2,0x	28,2x
Chegg, Inc.	* United	304,8	11,6	3,8%	19,3%	1,9x	51,0x
Cnova N.V.	Netherlands	4.204,8	78,6	1,9%	19,8%	0,5x	29,1x
Copart, Inc.	United	1.163,8	417,4	35,9%	5,1%	4,1x	11,6x
Cupid plc	* United	29,6	(7,7)	NM	-43,6%	0,1x	NM
CyberAgent Inc.	Japan	1.877,8	298,5	15,9%	36,0%	1,6x	10,3x
Demand Media, Inc.	United	365,9	29,4	8,0%	40,0%	0,1x	1,7x
DeNA Co., Ltd.	Japan	1.219,0	334,4	27,4%	-24,6%	1,0x	3,6x
eBay Inc.	United	17.902,0	5.039,0	28,1%	11,6%	3,8x	13,4x
E-Commerce China Dangdang Inc.	China	1.249,7	16,0	1,3%	28,5%	0,4x	29,6x
eLong Inc.	* China	175,1	(46,5)	NM	7,6%	1,8x	NM
Everyday Health, Inc.	United	174,4	15,4	8,8%	23,2%	2,4x	27,5x
Expedia Inc.	United	5.763,5	752,4	13,1%	20,8%	2,1x	16,3x
Facebook, Inc.	* United	12.466,0	6.225,0	49,9%	58,4%	16,9x	33,7x
Forgame Holdings Limited	China	152,3	28,8	18,9%	-5,6%	0,3x	1,4x
G5 Entertainment AB (publ)	Sweden	23,3	1,3	5,5%	82,1%	1,3x	23,1x
GameLoft SE	France	322,0	36,3	11,3%	5,7%	1,0x	8,6x
Geeknet, Inc.	* United	140,7	(6,7)	NM	1,8%	NM	0,9x
Glu Mobile, Inc.	* United	223,1	10,8	4,9%	111,3%	2,1x	43,1x
Google Inc.	United	66.001,0	21.475,0	32,5%	18,9%	5,0x	15,2x
Gree, Inc.	Japan	894,7	281,3	31,4%	-25,0%	0,9x	2,9x
GrubHub Inc.	* United	253,9	67,7	26,7%	85,1%	12,3x	46,0x
Hollywood Media Corp.	* United	0,4	(4,8)	NM	-31,1%	NM	1,4x
HSN, Inc.	United	3.588,0	328,5	9,2%	5,4%	1,0x	11,0x
IAC/InterActiveCorp	United	3.109,5	497,8	16,0%	2,9%	1,8x	11,3x
iDreamSky Technology Limited	China	64,1	13,4	20,8%	0,0%	4,9x	23,4x
International Game Technology	United	1.967,5	608,3	30,9%	-16,4%	3,1x	9,9x
iProperty Group Limited	* Malaysia	17,9	0,0	0,2%	14,6%	23,1x	NM
j2 Global, Inc.	United	599,0	249,5	41,7%	15,0%	5,5x	13,1x
JD.com, Inc.	* China	16.356,7	(671,7)	NM	62,5%	2,0x	NM
Jiayuan.com International Ltd.	China	93,6	3,9	4,1%	22,2%	0,5x	13,0x
JobStreet Corp. Bhd.	Malaysia	7,1	5,8	81,5%	NM	7,3x	8,9x
Jumei International Holding Limited	China	607,0	75,5	12,4%	49,1%	2,2x	18,0x
King Digital Entertainment plc	Ireland	2.269,4	744,9	32,8%	20,4%	1,8x	5,4x
Kongzhong Corp.	China	208,9	22,2	10,6%	21,5%	0,2x	1,6x
LifeLock, Inc.	United	476,0	37,3	7,8%	28,8%	2,2x	27,9x
Liberty Interactive Corporation	United	10.499,0	1.857,0	17,7%	-6,7%	1,8x	10,2x
LightInTheBox Holding Co., Ltd.	* China	349,0	(25,5)	NM	25,4%	0,6x	NM
LinkedIn Corporation	* United	2.218,8	232,4	10,5%	45,2%	14,0x	NM
Liquidity Services, Inc.	United	498,9	48,5	9,7%	-1,3%	0,4x	4,6x
MeetMe, Inc.	* United	44,8	1,4	3,1%	11,0%	1,7x	53,9x
Mercadolibre, Inc.	Argentina	556,5	186,9	33,6%	17,8%	10,2x	30,5x
Mixi, Inc.	Japan	618,2	263,2	42,6%	716,8%	4,4x	10,3x
NCsoft Corporation	South Korea	769,0	267,3	34,8%	0,0%	3,3x	9,4x
Netflix, Inc.	* United	5.504,7	456,7	8,3%	25,8%	5,1x	61,4x
NEXON Co., Ltd.	Japan	1.443,4	510,3	35,4%	11,3%	2,1x	5,9x
Orbitz Worldwide, Inc.	United	932,0	139,2	14,9%	10,0%	1,7x	11,1x
Overstock.com Inc.	United	1.497,1	29,6	2,0%	14,8%	0,2x	12,3x
Pacific Online Ltd.	China	146,4	54,6	37,3%	20,1%	2,5x	6,8x
Pandora Media, Inc.	* United	920,8	(15,8)	NM	40,6%	3,0x	NM
PChome Online Inc.	Taiwan	626,5	31,7	5,1%	22,2%	1,5x	28,8x
Perform Group plc.	United	401,1	50,9	12,7%	32,7%	2,5x	20,0x
PetMed Express, Inc.	United	228,0	29,4	12,9%	-3,3%	1,1x	8,8x
Phoenix New Media Limited	China	260,6	49,6	19,0%	20,6%	1,2x	6,5x
The Priceline Group Inc.	United	8.442,0	3.288,0	38,9%	24,3%	7,6x	19,4x
Rakuten, Inc.	Japan	4.996,2	1.139,7	22,8%	15,4%	4,7x	20,6x
RealNetworks Inc.	* United	156,2	(61,9)	NM	-24,2%	0,6x	NM
Rediff.com India Limited	* India	15,8	(10,6)	NM	-2,7%	2,6x	NM
Renren Inc.	* China	90,9	(94,5)	NM	-46,4%	1,2x	NM
Shanda Games Limited	China	661,0	291,0	44,0%	-6,3%	2,3x	5,2x

Fonte: elaborazione Integrae SIM

Il calcolo dell'equity value

Il fair value delle società così calcolato costituisce la base di partenza per il calcolo dell'equity value della Digital Magics. Valore di partenza che, nel caso della metodologia RIM risulta pari a €43,2 mln, mentre nella sum-of-the-parts, risulta di €42,7 mln. Alle stesse abbiamo quindi sommato algebricamente:

- l'avviamento, pari al 24% (dal 27%), costituito dagli intangibles, derivante dal management track record rappresentato dall'IRR medio stimato dei prossimi 3 anni (pari al 25%) al netto del tasso dei BTP medio a 10 anni (1,5%);
- i futuri investimenti necessari per realizzare il piano, che abbiamo quantificato in €5 mln (da 2 mln);
- la mortalità media delle società in fase seed del 50% (dal 30%);
- la posizione finanziaria netta al 31 Dicembre 2014 (€2,01 mln).

Fig. 18 – Il calcolo del fair value

Dati in € mln	RIM	SOP
Totale Fair Value	43172	42704
Avviamento	10145	10035
Fair Value rettificato	53317	52739
Futuri investimenti	-5000	-5000
Fair Value netto	48317	47739
Mortalità seed	-10070	-10070
EV Digital Magics	38247	37669
PFN Digital Magics	-2014	-2014
Equity Value DM	36233	35655
Numero azioni	3670	3670
Equity value per azione	9,87	9,72
Equity Value medio per azione	9,79	

Fonte: elaborazione Integræ SIM

L'equity value medio risulta pertanto uguale a €9,79 (da €9,1) per azione.

Il nostro rating e il nostro rischio rimangono Buy e medium rispettivamente, mentre il nostro target price cambia a €9,79 (da €9,1).

**Disclosure Pursuant to Article 69 ET SEQ. of Consob (Italian Securities Exchange Commission) Regulation
No. 11971/1999**

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, Associazione Italiana Analisti Finanziari – AIAF Board member, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV member, member of Organismo Italiano di Contabilità - OIC, international account working group and Journalists guild

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	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
19/5/2014	Buy	9,1	Medium	FY14 Results
29/5/2014	Buy	9,1	Medium	Premium Store
26/9/2015	Buy	9,1	Medium	1H14 Results
14/11/2014	Buy	9,1	Medium	Exit Prestiamoci
20/11/2014	Buy	9,1	Medium	Partnership con Epic SIM
10/2/2015	Buy	9,1	Medium	FY14 Preliminary Results
27/3/2015	Buy	9,1	Medium	Talent Garden / TIP / DM

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.

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.

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

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

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 indirectly, 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. operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities Nominated

Adviser of the Digital Magics S.p.A. .;

Integrae SIM S.p.A. pays or has paid in the past 12 months inside of the assignment of specialist, research services in favor Digital Magics S.p.A. .;

Integrae SIM S.p.A. plays, or has played in the last 12 months, the role of specialist financial instruments issued by Digital

Magics S.p.A. .;

Integrae SIM S.p.A. has worked in the last 12 months which entity in charge of placing shares of Digital Magics SpA resulting from a plan of capital increase approved by the shareholders.