

**AIM Italia**

Rating: Buy

Target Price: €7,1

Data	Sales	Ebitda	Ebit	Net Profit	EV/Ebitda	Ev/Ebit	P/E
2015	2.573	190	(231)	(1.229)	n.m.	n.m.	n.m.
2016F	3.200	570	145	(25)	35,2	n.m.	n.m.
2017F	4.200	935	480	305	21,4	41,8	62,3
2018F	5.200	1.230	675	495	16,3	29,7	38,4

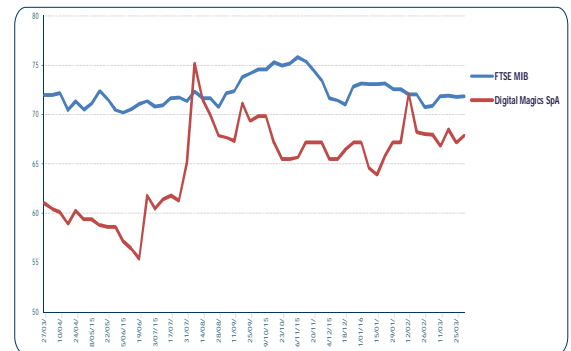
	Old	New
Risk Rating	Medium	Medium
Target (€)	7,46	7,10

**Market Data (€)**

Close Price (€)	4,06
Share Outstanding (m)	4,68
Market Cap. (€/m)	19,0
Market Float (%)	30,3
Avg daily Vol. (000s)	5,22
Past 12 Months	Max 6,07 Min 3,24

**Performance**

	3 M	12 M
Absolute	6,5	-24,1
Relative	6,7	4,9



**DIGITAL  
MAGICS**

Secondo notizie di stampa, Talent Garden, partecipata al 28,1% da Digital Magics ha effettuato un aumento di capitale da €6 mln per una valutazione complessiva pre-money di €12 mln. La nostra valutazione - aggiornata con i multipli a fine ottobre 2016 - è di €8,5 mln.

**I risultati del 1H16 sono peggiori rispetto alle nostre stime. Precisiamo che in un venture incubator, quale Digital Magics, i risultati economici sono scarsamente significativi, mentre assumono significato gli investimenti e, di riflesso, il NAV del portafoglio.** Il valore della produzione è cresciuto del 2,8% a €1,31 mln (€1,55 mln la nostra stima). L'Ebitda è sceso a €0,08 mln (€0,22 mln la nostra stima) da €0,15 mln del 1H15, mentre l'Ebit è risultato negativo per €0,02 mln (negativo per €0,05 mln nel 1H15) e una stima. Al 30 giugno, le società partecipate direttamente o indirettamente sono cresciute di 11 nuove start up (lo stesso risultato dell'intero 2015) portando il numero complessivo delle partecipazioni a 59 (è stata ceduta 1 partecipazione), di cui 37 iscritte nel registro delle startup innovative. Gli investimenti sono stati pari a €1,17 mln, portando il capitale investito netto ammonta a €20,4 mln (17,7 mln al 31 dicembre 2015). La PFN è risultata negativa per €2,47 mln (negativa per €1,0 mln a fine 2015), con disponibilità liquide pari a €1,2 mln.

**Il mercato di riferimento:** Il mercato italiano dei capitali d'investimento rivolto alle startup è decisamente poco sviluppato. L'offerta complessiva di capitale di rischio sul mercato italiano copre meno del 15-20% delle startup che nascono ogni anno. Se da una parte questo rappresenta un evidente svantaggio competitivo per le nostre imprese manifatturiere e non, dall'altro rappresenta una forte opportunità di business per le imprese che, come Digital Magics, sono in grado di poter far crescere l'economia digitale nel nostro paese.

**Fine tuning delle stime 2016F. Invariate quelle 2017-18F.** Scende del 26% la stima del valore delle produzione (a €2,55 mln), e scende anche la stima dell'Ebitda margin 2016F al 6,3% (17,8% la precedente stima e 7,4% nel 2015). L'Ebit margin dovrebbe migliorare e raggiungere il -7,6% (dal -9% del Fy15).

**La valutazione: TP €7,1 (da €7,46 rettificato), buy rating e risk medium invariati.** L'equity value di Digital Magics risulta pari €7,1 per azione. Abbiamo condotto la valutazione del range di valori di Digital Magics sulla base della metodologia sum-of-the-parts. Riteniamo che la stessa sia in grado di meglio cogliere (rispetto alle metodologie basate sullo sconto dei flussi) 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.). Diversamente dallo studio del 7 Aprile, abbiamo applicato uno sconto del 25% per tenere conto della contenuta liquidità. Sconto che in questo momento gli investitori del mercato AIM sembrano richiedere per valutazioni sum-of-the-parts.

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

## I risultati del 1H16

Nel 1H16, Digital Magics S.p.A. ha aperto 3 nuove sedi – Palermo, Roma e Bari – a cui si è aggiunta Padova nei primi mesi del secondo semestre, per intercettare e sostenere i talenti e le giovani imprese innovative e per strutturare programmi di Open Innovation con le aziende del territorio, vere e proprie eccellenze del Made in Italy.

Questa strategia di presenza e affiancamento territoriale nasce dall'opportunità di individuare e seguire da vicino le startup digitali italiane più promettenti, che non sono concentrate in un unico distretto, come avviene in altri Paesi d'Europa o negli Stati Uniti. La distribuzione della presenza consente di massimizzare il rapporto tra Digital Magics, le startup in portafoglio e gli investitori pubblici e privati locali che operano nel territorio.

Con la realizzazione di questo programma, Digital Magics diventa il primo business incubator di startup innovative digitali a vocazione nazionale. Le nuove sedi (Palermo per la Sicilia, Roma per Lazio e Centro Italia, Bari per Puglia e Basilicata e Padova per Veneto, Friuli Venezia Giulia e Trentino Alto Adige) si aggiungono a quelle di Milano e Napoli. Le sedi di Milano e Roma sono gestite direttamente dal team di Digital Magics, mentre le altre sedi periferiche sono il frutto di partnership strutturate con professionisti radicati nel territorio, che vantano esperienza e competenza in termini di mentorship e advisorship alle startup digitali, facendo proprie le metodologie consolidate di Digital Magics.

Nel 1H16 gli investimenti sono stati indirizzati nella progettazione e nella strutturazione dei programmi di Open Innovation per le imprese, che in particolare prevedono:

- servizi di informazione, supporto e formazione per il top management aziendale, finalizzati all'innovazione digitale grazie alla collaborazione con l'ecosistema delle startup;
- servizi di affiancamento per gli investimenti delle imprese nel digitale, attraverso analisi di scenario, scouting di talenti e tecnologie, supporto a programmi di corporate venture capital e di accelerazione di spinoff;
- servizi di supporto alle partnership industriali e commerciali tra imprese e startup digitali, con l'affiancamento in tutte le fasi di valutazione, negoziazione e gestione del rapporto;
- servizi di indirizzo per la realizzazione di applicazioni tecnologiche innovative realizzate dalle startup.

I servizi offerti da Digital Magics sono integrati con quelli di Talent Garden – partecipata al 28,1% da Digital Magics – il principale network europeo di coworking focalizzato sul digitale che offre informazione e formazione per executive manager e team di startup, comunicazione, produzione di eventi di innovazione, progettazione di spazi di lavoro innovativi e ospitalità nei campus.

Nel corso del primo semestre è stato inoltre avviato progetto il GIOIN (Gasperini Italian Open Innovation Network), che si posiziona come il punto di riferimento italiano per gli imprenditori, il management delle aziende italiane e i professionisti interessati alla quarta rivoluzione industriale. GIOIN è strutturato in una serie di eventi a tema (sei nel corso del 2016), realizzati anch'essi con il supporto di Talent Garden, tramite il coinvolgimento di imprenditori e startupper di fama nazionale e internazionale che, seguendo questo modello, stanno facendo innovazione nei loro settori. L'obiettivo è essere fonte di ispirazione e di competenza per chi è alla ricerca di una soluzione per crescere, innovare, generare valore, in un'arena competitiva

sempre più agguerrita, globale e tecnologica. Ai primi 4 eventi hanno già aderito centinaia di aziende, con alcune delle quali è stato già avviato un programma di Open Innovation specifico.

#### Il piano industriale pluriennale 2014-18

Il piano industriale 2014-18F rimane tutt'ora valido. Il piano 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 prevedeva investimenti di circa €4 mln all'anno in un centinaio di nuove iniziative digitali in 5 anni. Il programma è finanziato dai risultati della gestione 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.

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 10-15 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.

Date le premesse di cui sopra, di seguito indichiamo le nostre stime:

**Fig. 1 – Il Conto Economico**

<b>P&amp;L (Data on €/000)</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
Revenues	2.444,7	2.458,0	2.350,0	4.000,0	5.000,0
Other revenues	207,9	115,1	200,0	200,0	200,0
<b>TOTAL REVENUES</b>	<b>2.652,5</b>	<b>2.573,2</b>	<b>2.550,0</b>	<b>4.200,0</b>	<b>5.200,0</b>
Raw materials	-229,0	-25,4	-30,0	-300,0	-420,0
Cost of services	-2.006,2	-2.105,6	-2.020,0	-2.700,0	-3.250,0
Cost of labor	-289,9	-252,5	-340,0	-265,0	-300,0
<b>TOTAL COSTS</b>	<b>-2.525,1</b>	<b>-2.383,5</b>	<b>-2.390,0</b>	<b>-3.265,0</b>	<b>-3.970,0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>127,4</b>	<b>189,6</b>	<b>160,0</b>	<b>935,0</b>	<b>1.230,0</b>
<b>Ebitda margin</b>	<b>4,8%</b>	<b>7,4%</b>	<b>6,3%</b>	<b>22,3%</b>	<b>23,7%</b>
Depreciations	-339,7	-421,1	-350,0	-450,0	-550,0
Bad debts	-8,7	0,0	-5,0	-5,0	-5,0
<b>EBIT</b>	<b>-221,0</b>	<b>-231,4</b>	<b>-195,0</b>	<b>480,0</b>	<b>675,0</b>
<b>Ebit margin</b>	<b>-8,3%</b>	<b>-9,0%</b>	<b>-7,6%</b>	<b>11,4%</b>	<b>13,0%</b>
Financial charges	-75,4	-106,0	-150,0	-50,0	-40,0
Value adjustment on assets	-613,3	-965,1	-200,0	-50,0	-50,0
Extraordinary items	0,0	77,0	200,0	0,0	0,0
<b>PRE-TAX PROFIT</b>	<b>-909,7</b>	<b>-1225,6</b>	<b>-345,0</b>	<b>380,0</b>	<b>585,0</b>
Taxes	-12,1	-3,8	-40,0	-75,0	-90,0
<b>NET PROFIT</b>	<b>-921,9</b>	<b>-1229,4</b>	<b>-385,0</b>	<b>305,0</b>	<b>495,0</b>

Fonte: Digital Magics e stime Integrae SIM

**Fig. 2 - Lo Stato Patrimoniale**

<b>A&amp;L (Data in €/000)</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
Fixed assets	13.488	15.955	16.500	17.500	19.000
Net working capital	1.474	1.626	4.077	2.882	1.378
Employee benefit fund	(41)	(41)	(42)	(42)	(43)
Accruals and deferrals	(30)	141	(35)	(35)	(35)
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>14.891</b>	<b>17.681</b>	<b>20.500</b>	<b>20.305</b>	<b>20.300</b>
Shareholders' equity	12.878	16.639	18.000	18.305	18.800
NFP	(2.014)	(1.043)	(2.500)	(2.000)	(1.500)
<b>FINANCIAL SOURCES</b>	<b>14.891</b>	<b>17.681</b>	<b>20.500</b>	<b>20.305</b>	<b>20.300</b>

*Fonte: Digital Magics e stime Integrae SIM*

**Fig. 3 – II cash flow**

Cash Flow (data in €/000)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>A. Cash flows from operating activities</b>					
Profit (loss) for the year	-922	-1229	-385	305	495
Income tax	-12	-4	-40	-75	-90
interest expense (interest)	75	106	150	50	40
Losses (gains) on disposal of financial fixed assets	-	12	0	0	0
Taxes from previous years		-102	0	0	0
<b>1. Profit (loss) before income taxes,</b>					
<b>dividends and surplus losses on disposal</b>	<b>-832</b>	<b>-1213</b>	<b>-275</b>	<b>280</b>	<b>445</b>
Adjustments for non-cash items that had no counterpart in the CCN					
Provision for risks and charges	9	0			
intangible assets amortization	324	397	325	422	520
Depreciation of tangible assets	16	24	25	28	30
Write-downs for impairment losses	602	965	200	50	50
Employee leaving indemnity provision	17	15	16	16	17
Provision for deferred tax liabilities (assets)	-2	4	2	2	2
Write-down of intangible assets	0	0	0	0	0
Bad debt	0	0	0	0	0
<b>2. Cash flow before changes in net working capital</b>	<b>133</b>	<b>192</b>	<b>293</b>	<b>798</b>	<b>1064</b>
Changes in net working capital					
Decrease (increase) in inventories	-195	-59	-65	-85	-100
Decrease (increase) in trade receivables	123	-111	-110	-125	-145
Decrease (increase) in receivables from subsidiaries	18	465	450	525	600
Decrease (increase) in receivables from associates	-578	-99	-100	-125	-155
Decrease (increase) in tax receivables	23	15	18	22	25
Decrease (increase) in other assets, net	-62	-212	-200	-210	-235
Decrease (increase) in prepayments and accrued income	88	-111	-85	-90	-100
Increase (decrease) in trade payables	-251	318	200	150	125
Increase (decrease) in payables to subsidiaries	92	5	0	0	0
Increase (decrease) in payables to affiliated	-493	-34	-25	-30	-39
Increase (decrease) in taxes payable	-105	54	35	38	42
Increase (decrease) in other liabilities, net	692	-712	-250	-320	-300
Increase (decrease) in accrued expenses and deferred income	60	-60	0	0	0
<b>3. Cash flow after changes in net working capital</b>	<b>-454</b>	<b>-348</b>	<b>161</b>	<b>548</b>	<b>782</b>
other adjustments					
Interest received (paid)	-75	-106	-150	-50	-40
Employee leaving indemnity paid	-46	-15	-10	-5	-5
(Income taxes paid)	0	0	0	0	0
dividends	0	0	0	0	0
Use of funds	-51	-36	-35	-45	-52
<b>4. Cash flow after other adjustments</b>	<b>-627</b>	<b>-505</b>	<b>-34</b>	<b>448</b>	<b>685</b>
<b>cash flow from operating activities (A)</b>	<b>-627</b>	<b>-505</b>	<b>-34</b>	<b>448</b>	<b>685</b>
<b>B. Cash flows from investing activities</b>					
tangible					
(Investments)	-17	-38	-45	-60	-68
Sale proceeds of divestitures	0	0	0	0	0
Intangible assets	0	0	0	0	0
(Investments)	-243	-402	-350	-420	-500
Sale proceeds of divestitures	195	0	0	0	0
financial fixed assets	0	0	0	0	0
(Investments)	-3928	-3128	-3000	-3000	-3000
Sale proceeds of divestitures	0	0	0	0	0
Marketable securities	0	0	0	0	0
(Investments)	-29	0	0	0	0
(Investments) disinvestments in equity investments	0	0	0	0	0
<b>cash flows from investing activities (B)</b>	<b>-4022</b>	<b>-3568</b>	<b>-3395</b>	<b>-3480</b>	<b>-3568</b>
<b>C. Cash flows from financing activities</b>					
Third-party funding					
Increase (decrease) in short-term bank debts	240	508	350	430	480
Increase (decrease) in medium-term bank debt	2412	-854	500	800	1200
Bond loan					
own funds					
Capital increase Paid	0	4991	0	0	0
<b>Cash flow from financing activities (C)</b>	<b>2651</b>	<b>4644</b>	<b>850</b>	<b>1230</b>	<b>1680</b>
<b>Increase (decrease) in cash and cash equivalents (A + B + C)</b>	<b>-1997</b>	<b>570</b>	<b>-2579</b>	<b>-1802</b>	<b>-1203</b>
<b>Cash and cash equivalents at 1 January</b>	<b>4001</b>	<b>2004</b>	<b>2574</b>	<b>-5</b>	<b>-1807</b>
<b>Cash and cash equivalents at 31 December</b>	<b>2004</b>	<b>2574</b>	<b>-5</b>	<b>-1807</b>	<b>-3010</b>

Fonte: Digital Magics e stime Integræ SIM

## La valutazione

Abbiamo condotto la valutazione di Digital Magics sulla base della metodologie della somma delle parti (sum-of-the-parts).

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 del valore degli intangibles che costituiscono - in tutte le imprese ma in particolare in un business 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 investimento nella fase seed.

Per quanto riguarda il calcolo abbiamo calcolato il fair value delle partecipate 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 Ottobre 2016 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 sono stati usati sia il multiplo E/Ebitda (laddove significativo), sia quello EV/Sales (più 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:

EV = multiplo x EBITDA

EV/Sales = multiplo x EBITDA/Sales

EV/Sales = multiplo x 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. Per quanto riguarda gli investimenti del 1H16 in nuove società, abbiamo considerato il loro valore di libro senza ulteriori valutazioni.

Segnaliamo che, come riportato da notizie di stampa, Talent Garden ha lanciato un aumento di capitale per €6 mln e un'emissione di obbligazioni per complessivi €12 mln, per una valutazione pre-money di €12,0 mln. La nostra valutazione, effettuato con i multipli al 31 Ottobre 2016, risulta di €8,4 mln.

Di seguito la valutazione di ciascuna delle società del portafoglio.

**Fig. 4 – il calcolo del valore delle partecipate**

Società Controllate	Data acq/ costituz.	Quota % detenuta	Categoria	Segmento	Subsegmento/Altro segmento	VALUTAZIONE E (100%)	VALUTAZIONE (quota DM)	Metodo Valutativo
4W Marketplace	2007	32,15%	EXIT	Digital Advertising	Marketing Technologies	13758	4423	EV/Sales medio 16-17-18 Digital Media (media robusta) e DCF
AdRaptors	2011	35,56%	ROUND A	Marketing Technologies	Digital Advertising	5135	1826	Media robusta EV/EBITDA prospettici 2016-2017 ponderati 75% Mkte Tech 25% det adv
Digital Bees + Singring	2004	78,69%	ROUND A	Digital Media/Commerce	Media Content	2848	2241	EV/SALES Digital Media media robusta 16-17-18 attualizzati all'IRR atteso
Easybaby	2006	24,95%	EXIT	Traditional Media	Specialty TV	1537	383	Regressione EV/Sales con EBITDA%
Eclettica	2012	20,00%	EXIT	System Integrator	Software	2553	511	Regressione EV/Sales con EBITDA%
Emotional Target	2011	100,00%	ROUND A	Digital Advertising	Marketing Technologies	1936	1936	Media robusta EV/EBITDA prospettici 2016-2018 ponderati 75% Mkte Tech 25% det adv
Growish	2011	49,90%	ROUND A	Digital Media/Commerce	Social Lift/E	2637	1316	EV/Sales medio 16-17-18 Digital Media (media robusta)
Jumpin	2010	85,00%	ROUND A	Digital Media/Commerce	Ecommerce	2223	1890	EV/SALES Digital Media robusta 16-17-18 attualizzati all'IRR atteso
LiveXtention	2007	70,00%	ROUND A	Digital Advertising	Digital Advertising/Agency	4197	2938	EV/Sales medio 16-17 Digital Advertising
Digital Events (Plannify)	2012	32,93%	ROUND A	Digital Media/Commerce	Social planning	2308	760	EV/Sales 16-17-18 digital media attualizzati con media robusta
PremiumStore	2012	62,27%	ROUND A	Digital Media/Commerce	Virtual newstand	5703	3552	EV/Sales medio 16-17 Digital Media (media robusta)
Profesling	2012	85,00%	SEED	Marketing Technologies	Digital Advertising	952	809	EV/Sales medio 16-17-18 70% Mktg Tech 30% dgt adv (media robusta)
Sinapsi	2012	27,00%	EXIT	IT	Software House	2269	613	Regressione EV/Sales con EBITDA%
Sharide	2007	72,42%	SEED	IT	Software House	1257	910	Media tra EV/EBITDA 2016-2018 e EV/Sales 2016-2018 Digital Media
Ulaola	2012	24,81%	ROUND A	Digital Media/Commerce	Marketplace	1421	353	Media tra EV/EBITDA 2016-2018 e EV/Sales 2016-2018 Digital Media
Wazzap	2010	92,50%	SEED	Digital Media/Commerce	Social TV	1862	1722	EV/Sales medio 16-17-18 Digital Media (media robusta)
YOU-ng	2012	16,00%	SEED	Digital Media/Commerce	Editoria Online	1301	208	EV/Sales medio 16-17 Digital Media (media tronca)
Agata (Prestiamoci)	2013	17,20%	ROUND A	Financial Service	Social Lending	4228	727	EV/Sales medio 16-17-18 panel + asset gestiti per controllo
Buzzoole	2013	8,79%	ROUND A	Digital Advertising	Influence Engine Optimization	8046	707	EV/Sales medio 16-17-18 Digital Media (media tronca)
DeRev	2013	17,47%	SEED	Financial Service	Social Crowdfunding	2202	385	EV/Sales medio 16-17-18 e multiplo EV/Sales panel crowdfunding
Il Mangione	2013	33,00%	SEED	Digital Media/Commerce	Piattaforma Enogastronomica	292	96	EV/Sales medio 16-17-18 Digital Media (media tronca)
Intertwine	2013	16,80%	SEED	Digital Media/Commerce	Social Writing	2147	361	EV/Sales medio 16-17-18 Digital Media (media tronca)
Private Broker	2013	20,00%	SEED	Financial Service	Investing Information	220	44	Costo
BeeStay	2013	24,00%	SEED	Digital Media/Commerce	Social Shopping	3710	890	EV/Sales medio 16-17
Tasteet!	2013	40,00%	SEED	Digital Media/Commerce	Piattaforma Enogastronomica	759	304	EV/Sales medio 16-17-18
AppMetrics	2015	40,00%	SEED	Marketing Technologies	Mobile Technology	1548	619	EV/Sales medio 16-17-18 Digital Advertising (media robusta)
CambioMerci.com	2015	12,00%	SEED	Digital Media/Commerce	Bartering	3308	397	EV/Sales medio 16-17-18 Digital Advertising (media robusta)
Xoko	2015	16,00%	SEED	Digital Media/Commerce	Piattaforma Turistica	998	160	EV/Sales medio 16-17-18 Digital Advertising (media robusta)
Mimesi	2015	9,50%	ROUND A	Digital Media/Commerce	Digital Information	8438	802	EV/Sales medio 16-17-18 Digital Media (media robusta)
Solo	2015	35,00%	SEED	Digital Media/Commerce	Digital Payment	1446	506	EV/Sales medio 16-17-18 Digital Media (media robusta)
Talent Garden	2015	28,08%	ROUND A	Business Process Outsourcing	Talent Incubator	3439	2381	EV/Sales medio 16-17-18 Digital Media (media robusta)
Tripitaly	2015	50,00%	SEED	Turismo	Piattaforma Turistica	15417	7708	EV/Sales medio 16-17-18 Sales e EBITDA medio settore turismo 2017 (Infinancials)
Trova La Zampa	2015	30,00%	SEED	Digital Advertising	Social / e-Commerce	360	108	EV/Sales medio 16-17-18 Digital Media (media robusta)
YOUSPA	2015	15,00%	SEED	Digital Advertising	Social Rating	2449	367	EV/Sales medio 16-17-18 Digital Media
Wish List	2015	7,89%	ROUND A	Digital Media/Commerce	E-Commerce	10339	816	EV/Sales medio 16-17-18 Digital Media (media robusta)
WikIRE	2015	5,00%	ROUND A	Digital Media/Commerce	Classified/Auction/P-to-P	4947	247	EV/Sales medio 16-17-18 Digital Media (media robusta)
Hyperloop (Jumpstarter)	2015	8,69%	ROUND A	Business Service	Business Process Platform	6895	599	EV/Sales medio 16-17-18 Structure Infrastructure
B2G WebBeers	2015	40,00%	SEED	Digital Media/Commerce	E-Commerce	2017	807	EV/Sales medio 16-17-18 Digital Media (media robusta)
Volumeet	2015	3,75%	SEED	Digital Media/Commerce	E-Commerce	1961	74	EV/Sales medio 16-17-18 Digital Media (media robusta)
VIN.CI (Profumeriaweb)	2015	5,00%	ROUND A	Digital Media/Commerce	E-Commerce	8124	406	EV/Sales medio 16-17-18 Digital Media
Pneusmart b.v.	2015	2,00%	ROUND A	Digital Media/Commerce	E-Commerce	14040	281	EV/Sales medio 16-17-18 Digital Media (media robusta)
Almadomov	2015	13,76%	SEED	Consumer Electronics	Smartphone	2698	371	EV/Sales medio 16-17-18 Digital Media (media robusta)
Quomi	2015	13,36%	SEED	Digital Media/Commerce	E-Commerce	3233	432	EV/Sales medio 16-17-18 Digital Media (media robusta)
FOODQUOTE	2015	2,96%	ROUND A	Digital Media/Commerce	E-Commerce	5815	172	EV/Sales medio 16-17-18 Digital Media
<b>Totale</b>						<b>178015</b>	<b>47158</b>	

Fonte: Elaborazione Integræe SIM su dati Digital Magics



**Fig. 5 – I multipli delle vendite**

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

Fonte: elaborazione Integrae SIM

**Fig. 6 – La regressione sull'EV/SALES**

SEGMENT NAME	REGRESSION ON EV/SALES		
	INTERCEPT	COEFFICIENT	R-SQUARED
Digital Media/Commerce	1,37	11,99	0,13
Digital Advertising	- 1,34	24,66	0,83
Marketing Technology	3,00	0,88	0,00
Agency/Consulting	- 0,10	10,33	0,83
Marketing Services	- 0,08	12,51	0,70
TV Broadcasting	2,05	2,82	0,10
Cable & Satellite	0,63	7,76	0,33
OOH & Specialty Media	0,73	7,92	0,37
IT Consulting/System Integrator	- 0,22	15,36	0,56
Business Process Outsourcing	0,06	0,05	0,46

Fonte: elaborazione Integrae SIM

**Fig. 7 – I multipli EV/EBITDA**

SEGMENT NAME	MEAN	MEDIAN	ADJ. W. AVG.	ROBUST AVG.	HIGH GROWTH
Digital Media/Commerce	16,0x	12,0x	13,6x	15,2x	18,2x
Digital Advertising	16,5x	13,7x	14,5x	16,5x	21,2x
Marketing Technology	37,8x	17,9x	16,4x	37,8x	50,0x
Agency/Consulting	9,2x	9,2x	8,9x	9,2x	10,8x
Marketing Services	11,6x	9,0x	7,3x	11,6x	7,7x
TV Broadcasting	10,1x	9,9x	7,0x	10,1x	n.m.
Cable & Satellite	10,2x	9,7x	7,0x	9,9x	11,1x
OOH & Specialty Media	10,6x	10,4x	9,1x	10,6x	n.m.
IT Consulting/System Integrator	13,6x	11,3x	10,6x	13,6x	29,6x
Business Process Outsourcing	10,1x	9,3x	7,8x	9,8x	14,7x

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 risulta di €46,5 mln (€39,2 mln nella nota del 7 aprile) Alle stesse abbiamo quindi sommato algebricamente:

- l'avviamento, pari al 25%, costituito dagli intangibles, derivante dal management track record rappresentato dall'IRR medio degli ultimi 3 anni (pari al 25%) al netto del tasso medio dei titoli con scadenza fra 4 anni e sei mesi e 6 anni e sette mesi (Fonte Banca d'Italia – Rendistato) del periodo novembre 2015 – ottobre 2016, pari a 0,57%;
- i futuri investimenti necessari per realizzare il piano, che abbiamo quantificato in €2 mln;
- la mortalità media delle società in fase seed (50%);
- la posizione finanziaria netta stimata al 31 Dicembre 2016.

**Fig. 8 – Il calcolo del fair value**

Dati in € mln	SOP
Totale Fair Value	47158
Avviamento	11521
Investimenti del 1H16	1170
Fair Value rettificato	59849
Futuri investimenti	-2000
Fair Value netto	57849
Mortalità seed	-8639
EV Digital Magics	49210
PFN Digital Magics	-2500
Equity Value DM	46710
Numero azioni	4930
Equity value per azione	9,475

**Fonte: elaborazione Integrae SIM**

L'equity value medio risulta pertanto uguale a €9,47 per azione (da €7,46 della nota del 7 aprile).

Diversamente dalla nota precedente, abbiamo deciso di applicare all'equity value uno sconto pari al 25%, raggiungendo così un equity value di €7,1 per azione (€7,46% nella nostra nota precedente, ma al lordo dello sconto del 25%). Sconto che in questo momento gli investitori sembrano richiedere per investire sul mercato AIM Italia. Riteniamo comunque opportuno sottolineare che negli ultimi 12 mesi l'indice del mercato AIM Italia ha sovraperformato del 6% il FTSE MIB. Il giudizio sulla ragionevolezza dello sconto è stato calcolato con riguardo alla minore liquidità rispetto ai comparables che caratterizza il titolo post quotazione. A tale riguardo si è tenuto conto anche dello studio condotto da W.L. Silber (Discount on restricted stock: the impact of liquidity on stock prices in Financial Analysis Journal, vol. 47, 1997, pp 60-64, più recentemente confermato da J.D. Finnerty, the impact of transfer restriction on stock prices, Working paper, Analisis Group/Economics, Cambridge, Ottobre 2002, che ha individuato uno sconto medio variabile tra il 15% e il 25%). Lo sconto di liquidità, diversamente

dalla sconto di minoranza, non necessariamente è incorporato nelle quotazioni di mercato (T. Onesti, Sconti di minoranza e sconti di liquidità, Cedam, 2001).

Si ritiene opportuno sottolineare che tale studio, che ha trovato grande applicazione negli Stati Uniti, è stato recentemente richiamato anche dalla scienza aziendalistica italiana quale strumento per la valutazione dello sconto per "lack of marketability" anche per i titoli quotati caratterizzati da contenuti volumi di scambi tali da non renderne efficiente la formazione del prezzo (c.d. titoli sottili) (Cfr. Landa, Zacchini, Onesti, La valutazione della Aziende, Giappichelli 2013, p.531 e ss.gg.).

**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 current Vice President of Associazione Italiana Analisti Finanziari – AIAF, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalists guild member.

**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, Resolution n. 17725 of March 29<sup>th</sup> 2011.

INTEGRAE SIM SpA will performs the role of Nominated Advisory (NOMAD) and specialist for the financial instruments issued by the company covered in this report.

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
27/3/2015	Buy	6.76*	Medium	Talent Garden / TIP / DM
13/4/2015	Buy	7,29*	Medium	FY14 Results
8/7/2015	Buy	7,29*	Medium	Zanox Agreement
7/4/2016	Buy	7,46	Medium	FY15 Results

\* Rettificato

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.

Conflicts of interest, including potential conflicts and related organizational measures are set forth in this disclaimer section.

#### Valuation methodologies

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).

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 INTEGRA 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.

Conflicts of interest, including potential conflicts and related organizational measures are set forth in this disclaimer section.

#### Rating system

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.

<b>Risk Total Return – ETR – for different risk and rating categories</b>			
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		

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. .;*

