

RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE SUL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI RELATIVE ALL'AUMENTO DI CAPITALE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE AI SENSI DELL'ART. 2441, QUINTO COMMA E SESTO COMMA, DEL CODICE CIVILE E DELL'ART. 158, PRIMO COMMA, D. LGS. 58/98

**Agli Azionisti di
DMAIL GROUP S.p.A.**

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

In relazione alla proposta di aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi degli articoli 2441, quinto comma del Codice Civile e 158, primo comma, del D. Lgs. 58/98 ("TUIF"), abbiamo ricevuto dalla società Dmail Group S.p.A. (di seguito "Dmail" o la "Società") la relazione del Consiglio di Amministrazione datata 20 giugno 2014 ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile (di seguito la "Relazione" o la "Relazione degli Amministratori"), che illustra e motiva la suddetta proposta di aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione, indicando i criteri adottati dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione.

La Relazione degli Amministratori ha per oggetto un'operazione di aumento del capitale sociale per un importo complessivo pari ad Euro 15.282.000, a pagamento, in via complessivamente inscindibile per il suo intero importo (di seguito l'"Aumento di Capitale"), da eseguirsi mediante emissione di azioni ordinarie aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione in due distinte tranches, di cui la prima tranche, pari ad Euro 7.732.700, comprensiva di sovrapprezzo, riservata a Rotosud S.p.A. (di seguito "Rotosud") e, dunque, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, comma 5 del Codice Civile (di seguito l'"Aumento Riservato") e la seconda tranche, pari a Euro 7.549.300, comprensiva di sovrapprezzo, da offrire in opzione agli aventi diritto ai sensi dell'articolo 2441, comma 1 del Codice Civile (di seguito l'"Aumento in Opzione").

Con riferimento all'Aumento Riservato, la proposta del Consiglio di Amministrazione, così come descritta nella Relazione degli Amministratori, ha per oggetto un'operazione di aumento del capitale sociale di Dmail da perfezionarsi mediante emissione di n. 51.551.333 nuove azioni ordinarie, aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione (da emettersi con godimento regolare), ad un prezzo di emissione di Euro 0,1500 per azione, da riservarsi in sottoscrizione esclusivamente a Rotosud. Tale aumento verrà effettuato con esclusione del diritto di opzione spettante agli azionisti ai sensi del quinto comma dell'art. 2441 del Codice Civile, al fine di consentire la sottoscrizione in via riservata delle azioni di nuova emissione da parte di Rotosud.

La proposta del suddetto Aumento di Capitale sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria della Società fissata in prima convocazione per il giorno 23 luglio 2014 e, occorrendo, in data 24 e 25 luglio 2014 rispettivamente in seconda ed in terza convocazione.

Nella nostra qualità di società incaricata della revisione contabile del bilancio separato di Dmail e del bilancio consolidato del Gruppo Dmail, ci è stato richiesto dal Consiglio di Amministrazione della Società di esprimere, ai sensi del combinato disposto dell'art. 2441, quinto comma e sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, TUIF, il nostro parere sull'adeguatezza del criterio proposto dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni di Dmail al servizio dell'Aumento Riservato.

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

Come indicato dagli Amministratori nella Relazione, il predetto Aumento di Capitale, si inserisce nell'ambito del progetto di risanamento economico-finanziario di Dmail e delle società da questa direttamente o indirettamente controllate (di seguito il "Gruppo Dmail" o il "Gruppo") e, congiuntamente alle altre operazioni ad esso collegate, risulta, a giudizio degli stessi Amministratori, indispensabile al fine di ricostituire la dotazione patrimoniale della Società e del Gruppo e assicurarne la continuità.

In particolare, l'Aumento di Capitale costituisce uno dei presupposti essenziali del Piano Industriale 2014-2018, approvato in sede consiliare in data 11 aprile 2014 (di seguito il "Piano" o "Piano 2014-2018") e asseverato in data 7 maggio 2014, ai sensi dell'art. 182 bis del Regio Decreto n. 267 del 16 marzo 1942 (come di volta in volta modificato e integrato, la "Legge Fallimentare" o "L.F.") dall'esperto Guido Croci, che prevede in sintesi:

- una ristrutturazione del debito di Dmail nei confronti delle banche in virtù di un accordo di ristrutturazione ai sensi dell'art. 182 bis della L.F.;
- il già citato aumento di capitale dell'importo complessivo di Euro 15.282.000, in parte riservato a Rotosud ed in parte offerto in opzione agli azionisti;
- un accordo di moratoria del debito verso le controllate Dservice S.r.l., Dmedia Commerce S.p.A. e Dmedia Group S.p.A.;
- un accordo di riscadenziamento del debito della Società con la controllata Buy On Web S.p.A. che preveda, *inter alia*, un impegno della Società a mettere a disposizione della controllata Buy On Web S.p.A. gli importi necessari per consentire a quest'ultima di far fronte agli impegni assunti nell'ambito di una transazione fiscale in fase di definizione con l'Agenzia delle Entrate per lo stralcio e la rateizzazione del proprio debito tributario;
- pagamento dei creditori non aderenti nei termini previsti dall'articolo 182 bis, comma 1, della L.F..

Il Piano 2014-2018 è alla base degli accordi di ristrutturazione stipulati con gli istituti di credito della Società in data 7 e 8 maggio 2014 (di seguito gli "Accordi di Ristrutturazione") che prevedono in sintesi:

- lo stralcio del debito bancario chirografario in una percentuale di circa il 60% dello stesso ed il pagamento di un importo pari a circa il 20%, da corrispondersi entro i 30 giorni successivi all'omologa degli Accordi ed il restante 20% circa, in due rate di pari importo scadenti il 31 dicembre 2015 ed il 31 dicembre 2016;
- la corresponsione di un'ulteriore somma in favore dei creditori bancari chirografari, a titolo di *earn out*, per un importo massimo di Euro 2 milioni, a partire dal 1 gennaio 2019 al raggiungimento di determinati obiettivi quantitativi e qualitativi del Gruppo;
- il riscadenziamento della quota parte del debito bancario che risulta assistito da garanzia ipotecaria;
- il richiamato aumento di capitale per complessivi Euro 15.282.000 di cui una parte riservata a Rotosud e una parte, in opzione agli aventi diritto, di cui Euro 2.792.400 già versati alla data della Relazione;

- l'impegno irrevocabile da parte di Odissea S.r.l. e Rotosud S.p.A. (ciascuno per quanto di propria ragione e competenza) nei confronti degli istituti di credito aderenti all'operazione di ristrutturazione a dotare la Società di quanto necessario per far fronte ad eventuali esigenze finanziarie, fino ad un importo massimo complessivo pari a Euro 3.000.000,00, secondo la forma tecnica del versamento in conto futuro aumento capitale o altra forma tecnica ritenuta tempo per tempo opportuna;
- l'integrazione mediante fusione per incorporazione nella Società della controllata Dmedia Commerce S.p.A. al fine dell'ottimizzazione economica, gestionale e finanziaria delle due società coinvolte;
- il rafforzamento economico e patrimoniale delle società controllate, per consentire a queste ultime di sviluppare la propria attività e aumentare la rispettiva produttività incrementando gli utili da distribuire alla Società sotto forma di dividendi.

Gli Accordi di Ristrutturazione, che risultano sospensivamente condizionati all'omologa da parte del Tribunale competente entro il 31 luglio 2014, sono stati depositati presso il Tribunale di Milano, ai sensi dell'articolo 182 bis L.F. in data 9 maggio 2014.

Con riferimento alla citata operazione di Aumento di Capitale gli Amministratori evidenziano che in data 11 aprile 2014 Antonio Percassi (tramite Odissea), Gianluigi Viganò, Adrio Maria De Carolis per conto di Niteroi S.r.l. (i "Soci Rilevanti"), nonché Rotosud e D. Holding S.r.l. hanno sottoscritto una lettera di impegno a favore della Società e degli istituti di credito coinvolti degli Accordi di Ristrutturazione, in base alla quale:

- Gianluigi Viganò si è impegnato, tra l'altro, ad esercitare i diritti di opzione ad esso spettanti e a sottoscrivere l'Aumento in Opzione fino ad un importo massimo di Euro 642.000 e Antonio Percassi (tramite Odissea) si è impegnato, tra l'altro, ad esercitare integralmente i diritti di opzione ad esso spettanti ed a sottoscrivere, per l'importo corrispondente l'Aumento in Opzione, nonché ad assicurare l'integrale sottoscrizione dell'Aumento in Opzione, anche eventualmente acquistando tutte le azioni rivenienti dall'Aumento in Opzione sottostanti i diritti di opzione non esercitati;
- Rotosud si è impegnata, *inter alia*, a sottoscrivere integralmente l'Aumento Riservato.

L'efficacia degli impegni assunti dai Soci Rilevanti e da Rotosud è in ogni caso sospensivamente condizionata all'omologa degli Accordi di Ristrutturazione.

Gli Amministratori nella propria Relazione evidenziano come l'Aumento di Capitale (complessivamente inscindibile per il suo intero importo) sia parte essenziale degli Accordi di Ristrutturazione e costituisca per la Società, anche grazie all'ingresso nella compagine sociale del nuovo socio Rotosud attraverso l'Aumento Riservato, attualmente il mezzo per recuperare le condizioni di continuità aziendale altrimenti insussistenti avuto riguardo alla situazione finanziaria e patrimoniale della Società.

In particolare, per quanto riguarda la situazione patrimoniale della Società, gli Amministratori ricordano nella Relazione che in data 12 giugno 2014 il Consiglio di Amministrazione ha approvato la situazione patrimoniale al 31 marzo 2014 dalla quale risulta che il patrimonio netto risulta negativo per Euro 19,7 milioni (negativo per Euro 18,9 milioni al 31 dicembre 2013). Pertanto la Società – fermi restando i benefici temporanei previsti dalla procedura concordataria - si trova nella fattispecie di cui all'art. 2447 del Codice Civile. In considerazione della situazione di deficit patrimoniale il Consiglio di Amministrazione ritiene che l'esecuzione degli Accordi di Ristrutturazione e quindi l'adempimento di tutti gli impegni ivi previsti, tra i quali l'esecuzione dell'Aumento di Capitale, siano necessari per il recupero della consistenza patrimoniale della Società. Diversamente, la Società dovrà adottare le deliberazioni inerenti allo scioglimento e alla liquidazione della Società ai sensi dell'articolo 2484, n. 4 del Codice Civile.

Alla luce delle considerazioni sopra esposte, gli Amministratori indicano di ritenere che la scelta di escludere il diritto di opzione con riferimento all'Aumento di Capitale Riservato sia funzionale a garantire il risanamento della Società ed il buon esito degli Accordi di Ristrutturazione e, quindi, il rafforzamento della Società e del Gruppo in quanto solo il concorso degli impegni assunti da Rotosud, unitamente agli impegni assunti da Odissea, consente di poter prospettare il soddisfacimento del fabbisogno finanziario necessario per l'integrale esecuzione dell'Aumento di Capitale, come detto complessivamente inscindibile, e indispensabile per il superamento della situazione di squilibrio patrimoniale della Società.

3. NATURA E PORTATA DEL PRESENTE PARERE

Il presente parere di congruità, emesso ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158, primo comma, del D. Lgs. 58/98, ha la finalità di rafforzare l'informativa a favore degli Azionisti esclusi dal diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile, in ordine alle metodologie adottate dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni ai fini del previsto Aumento Riservato.

Più precisamente, il presente parere di congruità indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni al servizio dell'Aumento Riservato e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate ed è costituito dalle nostre considerazioni sull'adeguatezza, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, di tali metodi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società. Tale valutazione è di esclusiva competenza degli Amministratori.

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente dalla Società i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Più in particolare abbiamo ottenuto e analizzato la seguente documentazione:

- Relazione degli Amministratori del 20 giugno 2014 predisposta ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 72 del Regolamento Consob 11971/99;
- Verbali del Consiglio di Amministrazione del 12 e 20 giugno 2014 per le finalità di cui al presente lavoro;
- Statuto vigente della Società per le finalità di cui al presente lavoro;
- Bilancio consolidato semestrale abbreviato al 30 giugno 2013 del Gruppo Dmail e la relativa relazione sulla revisione contabile limitata da noi emessa in data 11 aprile 2014. Si ricorda che, a causa degli effetti connessi alle rilevanti incertezze attinenti la continuità aziendale, detta relazione evidenziava l'impossibilità ad esprimerci sulla conformità del bilancio consolidato semestrale abbreviato del Gruppo Dmail al 30 giugno 2013 al principio contabile internazionale applicabile per l'informativa finanziaria infrannuale (IAS 34);

- Bilanci separato e consolidato di Dmail al 31 dicembre 2013, e le relative relazioni di revisione da noi emesse in data 7 giugno 2014 contenenti – anche in base a quanto previsto dagli statuti principi di revisione in presenza di rilevanti problematiche di continuità aziendale - un richiamo di informativa in ordine all'esistenza di *“rilevanti incertezze che fanno sorgere dubbi significativi sulla capacità del Gruppo Dmail di continuare ad operare sulla base del presupposto della continuità aziendale”*;
- Relazione trimestrale della Società al 31 marzo 2014 approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 12 giugno 2014, non assoggettata a revisione contabile;
- Comunicati stampa riguardanti l'operazione oggetto della presente relazione;
- Piano 2014-2018 approvato dal Consiglio di Amministrazione di Dmail in data 11 aprile 2014;
- Asseverazione del Piano 2014-2018 ai sensi dell'art. 182 bis L.F. rilasciata in data 7 maggio 2014 dall'esperto Dott. Guido Croci;
- Accordi di Ristrutturazione ai sensi dell'art. 182 bis L.F. stipulati con le banche creditrici in data 7 e 8 maggio 2014 e relativo ricorso per omologazione depositato presso il Tribunale di Milano in data 9 maggio 2014;
- Lettere di impegno pervenute alla Società in data 11 aprile 2014 e 5 maggio 2014 contenenti, *inter alia*, l'impegno assunto da Rotosud in merito alla integrale sottoscrizione dell'Aumento Riservato;
- Patto parasociale dell'11 aprile 2014 tra Antonio Percassi, Gianluigi Viganò, Adrio Maria De Carolis, Rotosud S.p.A. e D. Holding S.r.l.;
- Documento *“Dmail Group - Valutazione del capitale economico”* predisposto da Ernst & Young Financial-Business Advisors S.p.A. in data 11 giugno 2014;
- *“Fairness Opinion Dmail Group S.p.A. – Fairness opinion propedeutica all'aumento di capitale sociale”* predisposta da Meridie Advisory S.r.l. in data 11 giugno 2014;
- *“Parere tecnico a cura del Prof. Capizzi - Corso Azionario del titolo Dmail Group S.p.A. e valore intrinseco sottostante”* emesso da Meridie Advisory S.r.l. in data 20 giugno 2014;
- Documentazione di dettaglio relativa alla valutazione predisposta dagli Amministratori, ai criteri ed alle modalità di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni di Dmail proposto per l'Aumento Riservato;
- Andamento dei prezzi di mercato delle azioni di Dmail registrati nei sei mesi precedenti la data della Relazione degli Amministratori e nei sei mesi precedenti il 9 maggio 2014, giorno in cui Dmail ha depositato presso il Tribunale di Milano il ricorso per l'omologa degli Accordi di Ristrutturazione;
- Dettagli e prospetti elaborati dagli Amministratori, nonché elementi emersi dalla discussione con gli stessi;
- Elementi contabili, extracontabili e di tipo statistico, nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini dell'espletamento del nostro incarico.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera rilasciata dalla Società in data 2 luglio 2014, che, per quanto a conoscenza degli Amministratori e della Direzione di Dmail, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative alle assunzioni sottostanti le elaborazioni dei piani economico-finanziari sopra richiamati, nonché ai dati e alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni.

5. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI DELL'AUMENTO RISERVATO

5.1 Premessa

Ai fini della determinazione del prezzo di emissione, il Consiglio di Amministrazione di Dmail si è avvalso anche dell'attività di supporto di Meridie Advisory S.r.l., in qualità di advisor esterno nominato dal Consiglio di Amministrazione (di seguito, l'“Advisor”) e di Ernst & Young Financial-Business Advisors S.p.A. (di seguito, “EY” o l'“Advisor Prevalente” e collettivamente gli “Advisors”), la cui relazione è stata ritenuta prevalente dal Consiglio di Amministrazione essendo l'Advisor Prevalente nominato dal consigliere indipendente.

Gli Advisors hanno provveduto ad emettere, in data 11 giugno 2014, due distinte relazioni finalizzate a supportare il Consiglio di Amministrazione nella determinazione del prezzo di emissione delle azioni a servizio dell'Aumento Riservato di Dmail. In particolare, entrambi gli Advisors hanno identificato come criterio per la determinazione del prezzo di emissione il criterio valutativo dei flussi di cassa attualizzati (“*Discounted Cash Flow*” o “DCF”). Inoltre, mentre l'Advisor Prevalente ha previsto nella sua relazione l'utilizzo del metodo dei corsi di borsa, l'Advisor ha ritenuto lo stesso non idoneo nella specifica circostanza, ed in data 20 giugno 2014 ha rilasciato al Consiglio di Amministrazione un parere contenente le analisi riguardanti il metodo dei prezzi di borsa ai fini della valutazione del capitale economico della Società ed intesa a motivare la scelta di non idoneità nella specifica circostanza.

Gli Amministratori, anche per le ragioni identificate nella Relazione e di seguito richiamate, hanno ritenuto di non utilizzare il metodo delle quotazioni di borsa, indicato dall'articolo 2441, sesto comma, del Codice Civile, utilizzando pertanto il criterio valutativo dei *Discounted Cash Flow*.

Gli Amministratori hanno infine assunto le risultanze derivanti dall'applicazione di tale metodo da parte dell'Advisor Prevalente, ritenendo tuttavia necessario ed appropriato effettuare alcune autonome considerazioni valutative, come più dettagliatamente descritto nella Relazione e di seguito richiamate.

5.2 Descrizione dei metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Amministrazione

Tanto premesso, gli Amministratori, nel rammentare che la disposizione di cui all'art. 2441, comma 6, del Codice Civile prevede che, quando la società esclude il diritto di opzione, il prezzo di emissione delle nuove azioni debba essere determinato in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le società quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre, sottolineano la circostanza che nel caso in esame il tema presenta tuttavia profili peculiari.

Gli Amministratori evidenziano come la Società versi in una situazione rilevante ai fini dell'art. 2447 del Codice Civile e l'operazione di ricapitalizzazione in esame, posta in essere in virtù di un accordo di ristrutturazione di debiti bancari ai sensi dell'articolo 182 bis L.F., condiziona, ed al tempo stesso è condizionata a, il decreto di omologa richiesto al Tribunale di Milano. Tale operazione, all'esito del compiuto adempimento di tutti gli impegni previsti negli Accordi di Ristrutturazione comporterà, tra gli altri, un effetto positivo sul patrimonio netto almeno per i seguenti aspetti:

- a) Euro 15.282.000 con la liberazione integrale dell'Aumento di Capitale in parte riservato e in parte in opzione al mercato;
- b) Euro 10.055.245 per lo stralcio del debito bancario ai sensi degli accordi intercorsi con gli istituti di credito.

Per contro, gli Amministratori rammentano che in assenza della più volte descritta manovra finanziaria di ristrutturazione del debito e ricapitalizzazione societaria, la Società avrebbe un valore nullo, o addirittura ampiamente negativo, alla luce della situazione di deficit patrimoniale altrimenti insanabile e pertanto nullo sarebbe il valore detenuto da ciascuno degli azionisti attuali.

In ragione di quanto sopra, gli Amministratori ritengono per definizione soddisfatta la ratio dell'art. 2441, sesto comma, Codice Civile in quanto l'effetto diluitivo che i soci attuali subiscono almeno in parte quale conseguenza della soppressione del diritto di opzione per circa la metà dell'Aumento di Capitale in corso di delibera, non comporterà per gli stessi, secondo gli Amministratori, alcuna perdita di valore delle azioni ad oggi detenute ma, anzi, la conservazione da parte dei soci attuali di una, seppur decisamente modesta, frazione del capitale sociale che rappresenterà un incremento del valore della loro partecipazione.

Gli Amministratori nella loro Relazione hanno valutato anche l'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre conformemente al disposto dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile.

In particolare, gli Amministratori hanno analizzato l'andamento della quotazione del titolo Dmail nel corso degli ultimi sei mesi, rilevando che il medesimo risulta influenzato da fattori di natura speculativa amplificati dalla volatilità e dalla scarsa liquidità del titolo, precisando a tale proposito che nel mese di dicembre 2012, antecedentemente all'annuncio dell'operazione di ingresso di soci esterni alla compagine societaria, i corsi di borsa erano decisamente inferiori a quelli attuali pur in presenza di volumi di transazioni poco significativi anche a tale data. Gli Amministratori ritengono che tale situazione possa trovare giustificazione nel fatto che il prezzo di borsa incorpora anche aspettative degli investitori in ordine alla Società, non necessariamente razionali e coerenti con le informazioni disponibili al mercato anche con riguardo al reale stato di fatto in cui si trova la Società sottolineando che non è infatti infrequente che, in situazioni quali quella in esame, indipendentemente dall'informativa resa in ordine alla situazione patologica di crisi, il mercato azionario non consideri la conseguente perdita del valore dell'azione e pertanto l'andamento dei prezzi ufficiali dei titoli quotati non risulta rappresentativo dell'effettivo valore del capitale economico delle società in stato di crisi, attribuendo un valore ingiustificato alla luce della certezza di perdere completamente il proprio interesse patrimoniale da parte dell'azionista. Sulla base di quanto esposto gli Amministratori hanno reputato che il corso di borsa degli ultimi sei mesi non sia rappresentativo dell'effettivo valore corrente della Società, sottolineando il fatto che l'ingresso nel capitale sociale dei nuovi azionisti a sostegno della Società rappresenta il presupposto essenziale per il risanamento della stessa.

Per le ragioni sopra esposte gli Amministratori hanno ritenuto pertanto appropriato adottare il criterio valutativo del *Discounted Cash Flow*, metodo utilizzato anche dagli Advisors rispettivamente incaricati dal Consiglio di Amministrazione e dal consigliere indipendente ed ampiamente illustrato nelle rispettive relazioni.

Gli Amministratori nella Relazione rilevano che il metodo del *Discounted Cash Flow* determina il valore del capitale investito di un'azienda attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa operativi ("FCFO"), generati dalla stessa sulla base del costo medio ponderato del capitale ("*Weighted Average Cost of Capital*" o "WACC"), cui si somma il valore residuo ("*Terminal Value*") determinato attraverso una stima dei flussi di cassa operativi netti di lungo periodo. Pertanto, in tale ambito, si ipotizza che il valore dell'impresa oggetto di valutazione sia funzione dei flussi di cassa generati dall'attività caratteristica attualizzati a un tasso che rappresenta il costo opportunità del capitale investito. Al valore così ottenuto ("*Enterprise Value*") viene dedotto l'indebitamento finanziario netto alla data di riferimento della valutazione, nella fattispecie il 31 dicembre 2013, al fine di ottenere il valore economico della Società ("*Equity Value*").

In particolare gli Amministratori hanno, in prima istanza, fatto riferimento alla valutazione sviluppata con il metodo del DCF dall'Advisor Prevalente, che ha stimato un valore economico, inclusivo dei versamenti in conto futuro aumento di capitale, già effettuati alla data della valutazione, di circa Euro 3,4 milioni come di seguito illustrato.

La metodologia del DCF è stata applicata ai flussi di cassa operativi relativi al periodo esplicito determinati sulla base del Piano 2014-2018 del Gruppo Dmail, asseverato, ancillare agli Accordi di Ristrutturazione. Il WACC è stato stimato pari al 10,43%, quale tasso ponderato tra il 9,90% e l'11,12%, per tener conto dei differenti premi di rischio specifici attribuibili ai due segmenti di business Media Locali ("Dmedia Group") e Media Commerce ("Dmedia Commerce") in cui opera la Società.

La determinazione del *Terminal Value* è stata effettuata attualizzando i FCFO dell'ultimo anno di Piano. In particolare si è considerato che tali flussi di cassa siano rappresentativi della capacità futura di lungo periodo della Società di generazione di flussi di cassa, a seguito dell'entrata a regime delle strutture e degli interventi effettuati nel corso degli anni precedenti (coerentemente con quanto indicato nel Piano stesso) ed ipotizzando investimenti di sostituzione/mantenimento in linea con l'ultimo anno di Piano. Nella determinazione del FCFO di regime è stato considerato, in un'ottica di lungo periodo, un tasso di crescita perpetua del *business* pari al 1,8% annuo, in linea con il dato medio dell'indice italiano dei prezzi al consumo ("CPI") per il periodo 2019-2044.

L'Advisor Prevalente ha inoltre considerato nella stima del valore del capitale economico della Società, quale *surplus asset*, il valore delle partecipazioni non consolidate, assunto in misura pari al valore contabile in quanto ritenuto da questo rappresentativo del valore di mercato delle stesse e, quali *liabilities*, il valore attuale dell'esborso stimato in favore dei creditori bancari chirografari a titolo di *earn out*, a partire dal 1 gennaio 2019.

La tabella presentata di seguito riassume la valutazione dell'Advisor Prevalente dell'*Equity Value* della Società sulla base del metodo del DCF:

Valori in Euro migliaia

Sommatoria FCFO attualizzati	(96,4)
WACC	10,43%
Tasso di crescita perpetua	1,8%
Terminal Value	35.830,2
Terminal Value attualizzato	22.926,9
Business Enterprise Value	22.830,5
Partecipazioni non consolidate	1.055,0
Valore attuale <i>earn out</i>	(435,6)
Total Enterprise Value	23.449,9
<i>Posizione Finanziaria Netta</i>	<i>(29.288,7)</i>
<i>Stralcio debito bancario (al netto dei costi di procedura)</i>	<i>9.486,0</i>
<i>Versamenti in c/aumento di capitale sociale</i>	<i>2.792,4</i>
Posizione Finanziaria Netta post stralcio e post versamenti in c/aumento capitale	(17.010,3)
TFR	(2.085,8)
Equity Value ante Minorities	4.353,8
Minorities	(947,0)
Equity Value	3.406,8

Peraltro gli Amministratori, ravvisata la necessità di apportare alcuni correttivi al fine di riflettere le più comuni prassi valutative, hanno elaborato autonome considerazioni, rettificando di conseguenza il valore economico stimato dall'Advisor Prevalente, al fine di:

- eliminare l'effetto finanziario positivo generato dai versamenti in conto futuro aumento di capitale per Euro 2.792.400, in acconto rispetto al deliberando aumento di capitale di Euro 15.282.000 considerato dall'Advisor Prevalente;
- rettificare di Euro 386,4 migliaia, il valore complessivo legato alla quota parte attribuibile alle minoranze della Società, che sono state apprezzate dall'Advisor Prevalente in ragione del rispettivo valore contabile di Euro 947 migliaia, in luogo di un più idoneo valore economico attribuibile alle stesse, anche vista la natura strategica in seno alle medesime minoranze, stimabile in Euro 1.333,4 migliaia;
- eliminare, stante la stretta interdipendenza con le altre condizioni previste dall'accordo medesimo, ivi compreso la totale sottoscrizione dell'aumento di capitale in oggetto, il beneficio finanziario considerato dall'Advisor Prevalente legato all'effetto dell'esdebitamento per circa Euro 9,5 milioni, il quale ha quindi assunto il buon esito dell'omologa degli Accordi di Ristrutturazione ai sensi dell'art. 182 bis L.F..

Sulla base dell'applicazione del metodo DCF, tenuto conto di quanto sopra esposto, il valore del capitale economico della Società al 31 dicembre 2013 *pre-money*, antecedente l'esdebitazione conseguente all'omologa degli Accordi di Ristrutturazione e l'integrale sottoscrizione del connesso aumento di capitale di Euro 15.282.000, risulta negativo per Euro 9,3 milioni e quindi nullo, valore che trova conferma anche nelle conclusioni raggiunte da Meridie Advisory S.r.l. che ha stimato negativo il valore del capitale economico della Società.