

Tuttavia gli Amministratori, nello scenario di voler considerare, come anche da questi riferito essere riscontrabile in talune prassi valutative, l'effetto positivo legato all'esdebitamento bancario rettificando il valore economico stimato dall'Advisor Prevalente della sola quota relativa alle minoranze in ragione del rispettivo *fair value* in luogo del valore contabile ed eliminando al contempo l'effetto positivo dei versamenti in conto aumento di capitale, hanno in ultima istanza stimato un valore economico della Società pari ad Euro 228.000, come di seguito illustrato:

<i>Valori in Euro migliaia</i>	
Equity Value Report Valutazione EY	3.406,8
Storno beneficio finanziario versamento soci 2013	(1.892,4)
Storno beneficio finanziario versamento soci 2014	(900,0)
Rettifica Minorities	(386,4)
Equity Value	228,0

Pertanto gli Amministratori, sulla base di un valore del capitale economico di Dmail compreso tra 0 ed Euro 228.000 e di conseguenza di un valore unitario compreso tra 0 ed Euro 0,1500 per azione, hanno ritenuto ragionevole ed opportuno attribuire un valore positivo alle azioni di nuova emissione al servizio dell'Aumento Riservato fissandone il prezzo pari al limite massimo dell'intervallo individuato, e cioè pari ad Euro 0,1500 per azione (zero-virgola-quindici) a titolo di capitale sociale.

Tenuto conto di quanto sopra esposto, il Consiglio di Amministrazione ritiene che alla luce dell'art. 2441, sesto comma, Codice Civile il prezzo di emissione al servizio dall'Aumento Riservato sia congruo e non pregiudizievole per gli attuali azionisti della Società, anche considerando che tale aumento di capitale è necessario e condizione essenziale per l'attuazione delle misure previste negli Accordi di Ristrutturazioni di Dmail e nel relativo Piano, stante l'attuale stato di crisi finanziaria e deficit patrimoniale in cui è venuta a trovarsi la Società.

6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RISCONTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Nella Relazione non vengono evidenziate particolari difficoltà incontrate dagli Amministratori nelle valutazioni di cui al punto precedente, ferme restando le considerazioni svolte al precedente paragrafo 5. in merito alle peculiarità della situazione di Dmail.

7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Come riportato nella Relazione degli Amministratori il prezzo di emissione delle azioni per l'Aumento Riservato è stato determinato in Euro 0,1500.

8. LAVORO SVOLTO

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico, abbiamo:

- incontrato preliminarmente la Direzione Amministrativa della Società e condotto approfondimenti con gli Advisors che ci hanno illustrato le metodologie adottate, nonché le ipotesi di valutazione e fornito le prime analisi di dettaglio;
- esaminato, per le finalità di cui al presente lavoro, lo Statuto vigente della Società;

- esaminato i verbali del Consiglio di Amministrazione della Società datati 12 e 20 giugno 2014 con specifico riguardo all'Aumento Riservato;
- svolto una lettura critica della Relazione degli Amministratori;
- esaminato la documentazione resa disponibile con riferimento agli 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;
- esaminato le lettere di impegno pervenute alla Società in data 11 aprile 2014 e in data 5 maggio 2014 contenenti, *inter alia*, l'impegno assunto da Rotosud in merito alla integrale sottoscrizione dell'Aumento Riservato;
- esaminato il 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.;
- svolto discussioni con gli Amministratori al fine di comprendere la situazione della Società al momento della presentazione degli Accordi di Ristrutturazione ex art. 182 bis L.F. e la situazione in essere alla data della presente relazione;
- analizzato, sulla base di discussioni con gli Amministratori, il lavoro da loro svolto per l'individuazione dei criteri di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni onde riscontrarne l'adeguatezza, in quanto, nelle circostanze, ragionevoli, motivati e non arbitrari;
- riscontrato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni del Consiglio di Amministrazione riguardanti i metodi valutativi da esso adottati ai fini della fissazione del prezzo di emissione delle azioni;
- considerato gli elementi necessari ad accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il prezzo di emissione delle nuove azioni;
- effettuato verifiche sull'andamento delle quotazioni di borsa della Società nei sei mesi antecedenti la Relazione e analizzato l'andamento delle quotazioni di Dmail nel corso degli ultimi 12 mesi, dei volumi di negoziazione allo scopo di apprezzare la liquidità del titolo e i volumi scambiati, in relazione alle considerazioni degli Amministratori circa l'applicazione del metodo delle quotazioni di borsa;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati dagli Amministratori con le fonti di riferimento nonché la correttezza matematica del calcolo del prezzo di emissione delle azioni effettuato mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Amministrazione;
- svolto autonome analisi di sensibilità, nell'ambito del metodo di valutazione del DCF adottato dal Consiglio di Amministrazione per la valutazione della Società;
- effettuato una selezione di operazioni aventi natura e caratteristiche simili al fine di individuare eventuali elementi di raffronto che potessero risultare utili, nelle specifiche circostanze, per le finalità dell'incarico;

- discusso con il *management* di Dmail, ferme restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di elaborazione previsionale, il Piano allo scopo di verificare la ragionevolezza delle assunzioni su cui si fonda;
- raccolto, attraverso colloqui con la Direzione della Società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la predisposizione del Piano, con riferimento a eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto significativo sulle assunzioni sottostanti l'elaborazione dello stesso, sui dati e sulle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, nonché sui risultati delle valutazioni;
- ricevuto formale attestazione dei legali rappresentanti della Società sugli elementi di valutazione messi a disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data della nostra relazione, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'operazione e agli altri elementi presi in considerazione.

9. COMMENTI E PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

9.1 Premessa

In via preliminare, è opportuno ricordare nuovamente che oggetto della presente relazione è, nell'ambito della complessa e articolata operazione sinteticamente ricordata al precedente paragrafo 2., l'Aumento Riservato che si presenta come aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile.

Come illustrato nella Relazione degli Amministratori, l'operazione si inquadra nell'ambito del progetto di ristrutturazione del Gruppo Dmail ed in particolare di quanto disciplinato dagli Accordi di Ristrutturazione ai sensi dell'art. 182 bis L.F perfezionati con gli istituti di credito in data 7 e 8 maggio 2014 come meglio descritto al precedente paragrafo 2..

La Relazione degli Amministratori illustra la complessiva operazione e l'aumento di capitale in esame e descrive le motivazioni sottostanti le scelte metodologiche dagli stessi effettuate ed il processo logico seguito ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'aumento di capitale medesimo.

Al riguardo, in considerazione delle caratteristiche dell'operazione, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni esclusivamente sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'Aumento Riservato, vale a dire sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi adottati dal Consiglio di Amministrazione nel proprio procedimento valutativo, nonché sulla loro corretta applicazione. Esula viceversa dall'ambito del presente parere qualsivoglia considerazione in relazione ai profili di opportunità e/o convenienza dell'Aumento di Capitale per gli azionisti di Dmail, che rimangono di stretta competenza di questi ultimi.

Le seguenti considerazioni in merito alla ragionevolezza e non arbitrarietà delle metodologie adottate dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'Aumento Riservato tengono anche conto dell'articolato quadro delle intese intervenute tra i vari soggetti interessati dalle operazioni indicate nel precedente paragrafo 2. che hanno caratterizzato la struttura complessiva dell'operazione. Ciò esclusivamente nell'ottica della tutela della posizione degli azionisti esclusi dal diritto d'opzione, che rappresentano i destinatari del presente parere.

9.2 Commenti in ordine alla determinazione da parte degli Amministratori del prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'Aumento Riservato

9.2.1 Determinazione del valore del capitale economico di Dmail attraverso la metodologia DCF

La Relazione degli Amministratori descrive le motivazioni sottostanti la metodologia adottata dal Consiglio di Amministrazione ed il processo logico dallo stesso seguito ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni a servizio dell'Aumento Riservato.

Gli Amministratori hanno innanzitutto effettuato la valutazione del capitale economico di Dmail per le finalità dell'Aumento Riservato e, avuto riguardo alle peculiari caratteristiche della stessa, hanno seguito un approccio largamente condiviso dalla prassi professionale in sede di valutazione delle società, il *Discounted Cash Flow*.

I metodi di tipo finanziario in effetti risultano, ad oggi, quelli più diffusamente applicati, in considerazione sia della solidità e coerenza dei principi teorici di base, sia della maggiore familiarità presso investitori, esperti ed osservatori internazionali. In particolare il metodo DCF adottato dagli Amministratori risulta di ampio utilizzo nella prassi aziendalistica internazionale e rientra tra i metodi basati sui flussi di cassa prospettici, riconosciuti dalla migliore dottrina. A tale proposito, nella Relazione degli Amministratori viene descritto il procedimento valutativo svolto e le motivazioni sottostanti le scelte effettuate per l'individuazione dei differenti parametri.

Nell'applicazione di tale metodo, gli Amministratori hanno opportunamente considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti, sulla base della prassi valutativa, professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita.

In particolare, ai fini della determinazione del tasso da impiegare per l'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici nell'ambito del metodo DCF, gli Amministratori hanno fatto riferimento al costo medio ponderato del capitale ossia il "WACC", stimato come la media ponderata del costo del capitale proprio e del costo del debito del Gruppo. Il costo del capitale proprio è stato determinato dagli Amministratori con il metodo del *Capital Asset Pricing Model*. Nell'applicazione di tale metodo, gli Amministratori hanno opportunamente considerato le caratteristiche della Società ed il fatto che la stessa operi in due segmenti di business con caratteristiche differenti tra di loro. Tale aspetto è stato considerato nella stima del coefficiente beta, che, esprimendo il rischio sistematico di uno specifico titolo azionario rispetto al portafoglio di mercato, differisce, *inter alia*, in base al settore di appartenenza. Nella fattispecie gli Amministratori hanno stimato sia i coefficienti beta sia la struttura finanziaria media pertinenti i singoli segmenti di business Media Locali e Media Commerce, mediante l'utilizzo di due distinti *panel* di società comparabili al fine di stimare i tassi di attualizzazione WACC specifici per i due segmenti in cui opera la Società. Infine per ottenere il tasso WACC, i singoli tassi sono stati ponderati sulla base del peso dei rispettivi EBITDA sull'EBITDA complessivo dell'anno 2018, ritenuto espressivo del dato di medio-lungo termine della Società. Le scelte metodologiche effettuate dagli Amministratori in relazione alla costruzione ed applicazione del metodo valutativo prescelto risultano, nelle circostanze, adeguatamente motivate nella Relazione degli Amministratori, ragionevoli ed in linea con i principi espressi dalla dottrina.

Inoltre, gli Amministratori rispetto ai valori indicati dall'Advisor Prevalente, nell'applicazione della metodologia del DCF, oltre a rettificare il valore contabile della quota parte attribuibile alle minoranze della Società, al fine di considerare un più idoneo valore economico attribuibile alle stesse, avuto riguardo delle finalità della valutazione, in linea con la prassi valutativa prevalente, non hanno tenuto conto degli effetti sulla Posizione Finanziaria Netta derivanti dai versamenti effettuati in conto aumento di capitale sociale fino alla data della Relazione, addivenendo quindi ad una valutazione di tipo "pre-money".

Al riguardo i versamenti in conto futuro Aumento di Capitale – che ammontando ad Euro 2,8 milioni a ben vedere rappresentano la parte rilevante del valore identificato dall'Advisor Prevalente – costituiscono una mera anticipazione finanziaria dell'operazione di Aumento di Capitale resasi necessaria in ragione degli urgenti fabbisogni finanziari. La loro esclusione, nella determinazione del prezzo di emissione proposto dagli Amministratori, appare in effetti appropriata essendo essi stessi l'oggetto della proposta.

Le analisi di sensibilità da noi autonomamente elaborate per valutare il possibile impatto di variazioni nelle differenti ipotesi e nei parametri assunti nell'ambito del metodo di valutazione DCF, nonché l'analisi sull'accuratezza, anche matematica, dell'applicazione di tale metodologia, confermano peraltro, nelle circostanze e per le finalità di cui al presente parere, la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori nella determinazione del valore del capitale economico di Dmail.

9.2.2 Considerazioni in ordine all'esclusione da parte degli Amministratori della metodologia delle quotazioni di borsa

Il Consiglio di Amministrazione sottolinea di avere ritenuto di non utilizzare, tanto con finalità di metodologia principale, quanto ai fini di controllo, il metodo delle quotazioni di borsa indicato dall'articolo 2441, sesto comma, del Codice Civile. Infatti, gli Amministratori, all'esito di analisi il cui *iter* logico è stato illustrato nell'ambito della Relazione e del parere espresso in proposito dall'Advisor in data 20 giugno 2014, hanno ritenuto che una valutazione basata sull'andamento delle quotazioni di borsa non fosse rappresentativa dell'effettivo valore del capitale economico della Società.

Le quotazioni di borsa rappresentano un parametro normalmente utilizzato per la valutazione di società quotate. Infatti, le quotazioni di borsa esprimono, di regola, il valore attribuito dal mercato alle azioni oggetto di trattazione e, conseguentemente, forniscono indicazioni rilevanti in merito al valore della società cui le azioni si riferiscono, in quanto riflettono le informazioni a disposizione degli analisti e degli investitori, nonché le aspettative degli stessi circa l'andamento economico e finanziario della società. In effetti, il riferimento ai corsi di borsa è comunemente accettato sia a livello nazionale che internazionale ed è ampiamente utilizzato nella prassi professionale, ove si tratti di società con azioni quotate in mercati regolamentati. Il riferimento ai corsi di borsa trova conforto anche nel disposto del sesto comma dell'art. 2441 del Codice Civile.

Come ampiamente riconosciuto dalla prassi valutativa e dalla dottrina, peraltro, i valori delle quotazioni di borsa costituiscono un punto di riferimento più o meno significativo anche in considerazione delle specifiche caratteristiche del titolo.

Sotto un primo profilo tecnico, gli Amministratori, a supporto delle indicazioni fornite dall'analisi delle peculiarità del titolo Dmail con riferimento alla volatilità ed alla scarsa liquidità del titolo, hanno ritenuto opportuno richiedere all'Advisor, un approfondimento in proposito, al fine di analizzare le caratteristiche del mercato e l'andamento delle azioni Dmail negli ultimi mesi.

Al riguardo, l'Advisor ritiene che il prezzo di borsa delle azioni Dmail non possa essere utilizzato come parametro di riferimento per il calcolo del valore del capitale economico intrinseco dell'azienda e che la sua divergenza rispetto al valore risultante dall'analisi effettuata tramite i metodi di valutazione analitici sia da ricercarsi in sintesi (i) nella costante diminuzione del prezzo delle azioni Dmail negli ultimi 5 anni, (ii) nei volumi di contrattazione molto bassi ossia la scarsa liquidità del titolo, (iii) nella volatilità del titolo negli ultimi 12 mesi in presenza di numerose compravendite straordinarie sullo stesso, (iv) nella prassi valutativa con riferimento all'utilizzo di metodi analitici, anziché affidarsi ai prezzi di borsa, in caso di operazioni

straordinarie anche per le società quotate con azioni molto liquide, e (v) nel fatto che le quotazioni di mercato presuppongono sempre la prospettiva della continuità aziendale che però, qualora venisse meno, implicherebbe la necessità di adottare logiche valutative ispirate a principi diversi.

Gli Amministratori, confortati anche dal parere dell'Advisor, hanno pertanto ritenuto che, nonostante l'ampia informativa in ordine alla situazione di perdurante e gravissima crisi, il mercato azionario sembri comunque ignorare, per carenza di strumenti interpretativi o per puro intento speculativo di brevissimo termine, la perdita del valore dell'azione conseguente a tale situazione di crisi.

Il riferimento ai corsi di borsa del titolo, diversamente dal valore risultante dall'applicazione delle metodologie del DCF, ragionevolmente non pare quindi recepire appieno l'effettiva situazione di crisi in cui versa la Società conseguente, nelle specifiche circostanze, all'andamento della gestione operativa ed alla insostenibilità del debito sia di natura commerciale che finanziaria ed al persistere delle condizioni di cui all'art. 2447 del Codice Civile. Si tratta di circostanze che, secondo quanto riferito dagli Amministratori, in assenza dell'omologazione degli Accordi di Ristrutturazione ex art. 182 bis L.F., dell'implementazione delle misure e delle operazioni ivi previste, e quindi dello stesso Aumento Riservato, non consentirebbero alla Società di continuare ad operare sulla base del presupposto della continuità aziendale.

Nelle circostanze, il disallineamento tra il valore corrente negativo *pre money* della Società riveniente dall'applicazione di una metodologia indiretta, che si basa sulle grandezze fondamentali dell'azienda, quale il metodo DCF (cfr. precedente paragrafo 9.2.1.), da un lato, e la capitalizzazione media di borsa del titolo Dmail, dall'altro lato, possono trovare giustificazione nel fatto che il prezzo di borsa incorpora, in linea di principio, per sua natura, anche le aspettative degli investitori in ordine ad una data società, non necessariamente razionali e coerenti con le informazioni disponibili al mercato anche con riguardo alla procedura di ristrutturazione debitoria in corso.

Alla luce di quanto sopra, ferme restando le difficoltà intrinseche in ogni valutazione circa la significatività dei corsi di borsa, emerge che, nelle specifiche circostanze di Dmail, la decisione degli Amministratori di escludere il riferimento ai corsi di borsa appare adeguatamente motivata e comunque accettabile.

Da ultimo, gli Amministratori nella loro Relazione forniscono anche le seguenti motivazioni: *“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, anche in considerazione del fatto che l'ingresso nel capitale sociale dei nuovi azionisti a sostegno della Società rappresenta il presupposto essenziale per il risanamento della stessa.”* Sotto tale profilo, le motivazioni proposte dagli Amministratori nella loro Relazione, che inquadrano la scelta effettuata alla luce dell'attuale contesto societario e dell'impellente necessità della Società di reperire nuovi investitori, indicato dagli Amministratori quale presupposto essenziale per il risanamento e la salvaguardia dell'attività corrente, non pertengono in via prevalente al profilo della congruità del prezzo di emissione, oggetto esclusivo del presente parere. Esse attengono piuttosto anche a tematiche di opportunità e convenienza dell'operazione la cui valutazione, come sopra ricordato, spetta esclusivamente agli azionisti ed esula completamente dall'attività demandata nel caso di specie alla società di revisione. Le considerazioni svolte dagli Amministratori al riguardo non sono rilevanti ai fini specifici dell'espressione di un giudizio di congruità da parte della società di revisione.

Gli aspetti sopra commentati sono stati tenuti in opportuna considerazione ai fini dell'emissione del presente parere di congruità.

10. LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE ED EVENTUALI ALTRI ASPETTI DI RILIEVO EMERSI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO

i) In merito alle principali difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si segnala quanto segue.

L'Aumento Riservato è destinato ad inserirsi nel contesto descritto al precedente paragrafo 2. nel quale versa da tempo la Società e che presenta indubbi caratteri di peculiarità e, per certi versi di unicità, e pone inevitabili aspetti di complessità e incertezza nell'ambito di un processo di determinazione del possibile valore del capitale economico della Società e, conseguentemente, delle metodologie individuate dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni a servizio dell'Aumento Riservato. Al riguardo si richiamano integralmente le considerazioni espresse nel precedente paragrafo 9..

Le valutazioni effettuate dagli Amministratori sulla base della metodologia del DCF si basano su previsioni economico-patrimoniali desunte dal Piano. Deve essere sottolineato che i dati prospettici e le ipotesi alla base della loro elaborazione, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico. Va inoltre tenuto presente che, a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento fra i valori consuntivi e i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora si manifestassero effettivamente gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni utilizzate. Nella Relazione degli Amministratori sono illustrate le ragioni di detta scelta metodologica, già oggetto di nostre considerazioni nel precedente paragrafo 9.2.1..

Nel caso specifico metodologie diverse da quella adottata sono state ritenute dagli Amministratori non applicabili nella fattispecie in considerazione delle peculiari caratteristiche e finalità dell'operazione. Le ragioni alla base di detta scelta metodologica sono già state oggetto di nostre considerazioni nel precedente paragrafo 9.. In particolare nella determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni al servizio dell'Aumento Riservato, gli Amministratori non hanno utilizzato, né con finalità di criterio principale, né ai fini di controllo, la metodologia delle quotazioni di borsa. Nella Relazione degli Amministratori sono illustrate le ragioni di detta scelta metodologica, già oggetto di nostre considerazioni nel precedente paragrafo 9.2.2..

La mancata applicazione di metodi alternativi, con finalità principali o di controllo, rispetto ai risultati ottenuti con il metodo del *Discounted Cash Flow* ed in particolare la non applicabilità del criterio delle quotazioni di borsa ha costituito un'oggettiva difficoltà nell'espletamento dell'incarico affidatoci.

ii) Si evidenziano inoltre i seguenti aspetti di rilievo.

Nella Relazione degli Amministratori si evidenzia che la valutazione del capitale economico di Dmail dagli stessi effettuata è basata sul presupposto della continuità aziendale.

A tale proposito, si rammenta che la nostra relazione di revisione sul bilancio consolidato al 31 dicembre 2013 del Gruppo Dmail riportava il seguente paragrafo d'enfasi attinente al presupposto della continuità aziendale:

“Come indicato nella relazione sulla gestione, il Gruppo Dmail nell’esercizio in esame ha sostenuto perdite pari a complessivi Euro 4,6 milioni che, unitamente a quelle conseguite negli esercizi precedenti, hanno determinato una situazione di deficit patrimoniale consolidato al 31 dicembre 2013 pari ad Euro 21,1 milioni. Inoltre, gli Amministratori riferiscono che, alla stessa data, la capogruppo Dmail Group S.p.A. (di seguito anche la “Società”) evidenzia un deficit patrimoniale pari ad Euro 18,9 milioni.

Sotto altro profilo la posizione finanziaria netta consolidata al 31 dicembre 2013 ammonta a Euro 29,7 milioni (Euro 26,9 milioni di Euro al 31 dicembre 2012) e, come indicato dagli Amministratori, il Gruppo Dmail evidenzia debiti scaduti e versa in una situazione di forte tensione finanziaria a causa principalmente i) dell’elevato grado di indebitamento a breve termine e ii) della mancata esecuzione dell’aumento di capitale di Euro 13,8 milioni (previsto nel precedente piano industriale 2013 – 2017), a seguito del protrarsi delle trattative con gli istituti di credito volte alla definizione dell’accordo di ristrutturazione che rappresentava una condizione per il perfezionamento del suddetto aumento di capitale.

In tale contesto, gli Amministratori hanno proseguito il percorso avente quale obiettivo il risanamento economico-finanziario della Società e del Gruppo Dmail e, tenuto conto degli ulteriori passaggi deliberativi che si sono resi necessari a seguito del protrarsi delle trattative con gli istituti di credito, hanno predisposto un nuovo piano industriale 2014-2018 (il “Piano”) che modifica e sostituisce i piani precedentemente approvati. Tale Piano, asseverato da un esperto indipendente, è stato presentato agli istituti di credito con i quali, nel mese di maggio 2014, sono stati stipulati degli accordi di ristrutturazione dei debiti ai sensi dell’articolo 182-bis della Legge Fallimentare che prevedono, tra l’altro, (i) lo stralcio di una parte significativa del debito bancario (circa Euro 10 milioni) in capo alla Società e (ii) la rimodulazione di parte del debito in essere nel medio lungo termine. Tali accordi sono sospensivamente condizionati all’omologa del piano di ristrutturazione da parte del Tribunale competente. Come illustrato nella relazione sulla gestione cui si rinvia, il sopracitato Piano si basa su alcune ipotesi ed assunzioni riguardanti l’andamento futuro caratterizzate da significativa incertezza in quanto si fonda anche (i) sulla raccolta di risorse finanziarie derivanti da un aumento di capitale di complessivi Euro 15,3 milioni che, oltre ad essere caratterizzato dalle usuali incertezze connesse al perfezionamento del necessario iter regolamentare, è ad oggi assistito da impegni condizionati all’esito dell’omologa degli accordi di ristrutturazione e (ii) sui flussi di cassa operativi positivi attesi dalle società controllate già a partire dal 2014.

L’insieme delle circostanze precedentemente riportate, unitamente alle altre incertezze descritte dagli Amministratori nella relazione sulla gestione, hanno indotto gli stessi Amministratori a ritenere che sussistano rilevanti incertezze che fanno sorgere dubbi significativi sulla capacità del Gruppo Dmail di continuare ad operare sulla base del presupposto della continuità aziendale. Tuttavia, gli Amministratori, dopo aver effettuato le necessarie verifiche ed aver valutato le rilevanti incertezze da questi riferite, indicano di aver ritenuto che, in considerazione della finalizzazione degli accordi di ristrutturazione con gli istituti di credito, nonché dell’andamento delle principali partecipate e dell’impegno - seppur condizionato - assunto da alcuni dei principali Azionisti e da un nuovo investitore a sottoscrivere l’aumento di capitale previsto nel Piano, sussista una ragionevole probabilità di addivenire alla definizione di un’operazione di riequilibrio della struttura patrimoniale e finanziaria della Società e del Gruppo Dmail.

Sulla base di tali considerazioni, gli Amministratori hanno redatto il bilancio consolidato al 31 dicembre 2013 in base al presupposto della continuità aziendale e ispirandosi a criteri di maggior prudenza nelle valutazioni di bilancio. Gli Amministratori segnalano peraltro che, nonostante il bilancio consolidato già rifletta significative rettifiche principalmente ai valori dell’attivo, qualora le operazioni di riequilibrio finanziario e patrimoniale non fossero finalizzate in tempi brevi potrebbe rendersi necessario riconsiderare l’applicabilità del

presupposto della continuità aziendale. Ciò implicherebbe la necessità di effettuare successive verifiche, valutazioni ed approfondimenti ad esito delle quali potrebbe risultare compromessa la possibilità di recuperare integralmente il valore delle attività iscritte nella situazione patrimoniale-finanziaria al 31 dicembre 2013, con conseguenti significative ulteriori minusvalenze, nonché eventuali maggiori accantonamenti necessari per far fronte all'insorgere di eventuali passività."

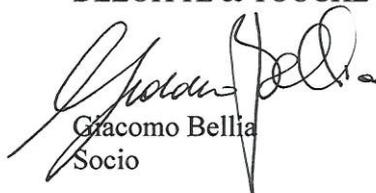
Nella Relazione gli Amministratori sottolineano che l'Aumento di Capitale deve intendersi condizionato, quanto alla sua efficacia, all'esecutività del provvedimento di omologazione degli Accordi di Ristrutturazione ex art. 182 bis L.F.. In effetti, come rilevato dagli stessi Amministratori, le proposte di aumento di capitale sottoposte alla prossima assemblea del 23 luglio 2014 devono intendersi strumentali e propedeutiche all'implementazione del piano di ristrutturazione finanziaria esposto negli Accordi di Ristrutturazione e, in quanto tali, devono intendersi logicamente condizionate al buon esito dell'omologa degli stessi. Le considerazioni svolte nella presente relazione presuppongono, pertanto, l'omologazione degli Accordi di Ristrutturazione da parte del Tribunale di Milano.

Come segnalato al precedente paragrafo 3., oggetto del presente parere sono esclusivamente le nostre considerazioni, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, delle metodologie adottate dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'Aumento Riservato. Esula pertanto dall'oggetto della presente relazione qualsivoglia considerazione in ordine al contenuto, alle condizioni e ai presupposti degli Accordi di Ristrutturazione ed alla loro fattibilità che sono stati oggetto dell'asseverazione ai sensi dell'art. 182 bis L.F. rilasciata in data 7 maggio 2014 dall'esperto Dott. Guido Croci. Inoltre si ribadisce che le nostre conclusioni riguardano esclusivamente la congruità delle determinazioni degli Amministratori in ordine al prezzo di emissione delle nuove azioni Dmail nell'ambito dell'Aumento Riservato e non anche i profili di opportunità e/o convenienza dell'operazione nel suo complesso, cui fanno anche riferimento gli Amministratori nella Relazione per motivare alcune delle scelte effettuate. Ogni valutazione in tema di opportunità e/o convenienza dell'operazione spetta agli azionisti della Società.

11. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come riportato nella presente relazione, fermo restando quanto segnalato al precedente paragrafo 10., riteniamo che il metodo di valutazione adottato dagli Amministratori sia adeguato, in quanto nelle circostanze ragionevole e non arbitrario, e che lo stesso sia stato correttamente applicato ai fini della determinazione del prezzo di emissione, pari a Euro 0,1500, di ciascuna delle nuove azioni Dmail Group S.p.A., nell'ambito dell'Aumento Riservato con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma quinto, del Codice Civile.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



Giacomo Bellia
Socio

Milano, 2 luglio 2014