



**FINEUROP  
SODITIC**

Your advisor in corporate finance

 **moqu·adv**  
A DADA BRAND

Fairness Opinion

Milano, 13 Marzo 2015

*Informazioni confidenziali*

**FINEUROP  
SODITIC**

## Disclaimer e scopo del lavoro

---

- Il presente documento (la "**Relazione**") è stato elaborato sulla base di informazioni fornite da Dada Group S.p.a. ("**Dada**") e di informazioni pubbliche.
- Sebbene siano state adottate tutte le necessarie precauzioni per un accurata stesura dei dati contenuti nella Relazione, e pur avendo svolto l'incarico con la massima diligenza ed indipendenza di giudizio, Fineurop Soditic non assume alcuna responsabilità sulla veridicità e correttezza di tali informazioni e delle informazioni ivi contenute, né sulla loro accuratezza o completezza, né sulle eventuali conseguenze derivanti a soggetti che abbiano fatto affidamento su qualsiasi affermazione, conclusione o opinione contenuta nella Relazione.
- La Relazione è stato redatta per uso interno ed esclusivamente a supporto delle determinazioni di competenza del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate e del Consiglio di Amministrazione di Dada nell'ambito dell'acquisizione da parte di ItaliaOnLine S.p.A. ("**ItaliaOnLine**" o "**IOL**") del 100% (l' "**Operazione**") del capitale di MOQU S.r.l. ("**MOQU**" o la "**Società**") che controlla la sua partecipata al 100% MOQU Adv Ireland Ltd. con sede a Dublino (di seguito congiuntamente il "**Gruppo**"), e per le finalità di cui all'articolo 5 comma 5 della delibera Consob 17221/2010. Nessuno, ad eccezione dei membri del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate e del Consiglio di Amministrazione di Dada, è autorizzato a, e potrà fare affidamento sulla Relazione o su estratti, riassunti, conclusioni o parti di essa.
- La Relazione è da ritenersi strettamente confidenziale e non può essere fotocopiata, riprodotta in tutto o in parte, o distribuita a terzi senza il previo consenso scritto di Fineurop Soditic.
- Le conclusioni esposte nella Relazione sono state predisposte al solo scopo di esprimere un'opinione in merito alla congruità del corrispettivo identificato in via preliminare dall'Acquirente nell'ambito dell'Operazione rispetto a valorizzazioni di mercato.
- Pertanto la Relazione non ha ad oggetto altri aspetti dell'Operazione se non quello sopra indicato e, quindi, la stessa non deve essere intesa come raccomandazione relativa all'opportunità dell'Operazione ed alla sua validità sotto i suoi diversi possibili profili (strategico, finanziario, etc.).

## Indice

---

<b>Sezioni</b>	<b>Pag.</b>
1. <b>Introduzione</b>	4
2. <b>Descrizione di sintesi dell'Operazione</b>	9
3. <b>Metodologie valutative adottate</b>	14
4. <b>Conclusioni</b>	25
5. <b>Allegati</b>	27

---

## **1. Introduzione**

---

# 1. Introduzione

## 1.1 Introduzione e premessa

- Fineurop Soditic S.p.A. ("Fineurop Soditic") è stata incaricata da Dada per conto del Comitato per le operazioni con Parti Correlate di redigere un parere (la "**Relazione**") circa la congruità del corrispettivo relativo all'ipotizzato acquisto del 100% del capitale sociale di MOQU da parte di IOL, rispetto alle valorizzazioni espresse dal mercato.
- IOL è una società controllata da Libero Acquisitions S.à.r.l., che parimenti controlla Dada, ed è perciò parte correlata di quest'ultima.
- Dada, conseguentemente alla strategia di rafforzamento e consolidamento del proprio core business del settore Domain & Hosting, che rappresenta oltre l'87% dei ricavi e il 94% dell'Ebitda consolidati dell'esercizio 2014, ha recentemente avviato un'analisi circa l'opportunità di procedere ad una rivisitazione del perimetro societario di gruppo, anche tramite la possibile cessione del 100% di MOQU. Nel corso di un articolato processo di scouting del mercato, finalizzato ad identificare dei soggetti potenzialmente interessati all'acquisto di MOQU, nel corso del quale sono stati attivati rapporti con numerosi operatori del mercato, è giunta una sola offerta da parte di IOL per rilevare il 100% di MOQU.
- L'Operazione prevede che Dada ceda a IOL il 100% delle quote da essa detenute a fronte di un corrispettivo in contanti e di un earn-out legato al raggiungimento di risultati futuri.

# 1. Introduzione

## 1.2 Data di riferimento e documentazione utilizzata

- La documentazione da noi analizzata sul Gruppo MOQU fornita da Dada ed utilizzata ai fini della Relazione comprende:
  - ✓ Bilancio civilistico al 31 Dicembre 2013 di MOQU;
  - ✓ Bilancio consolidato al 31 Dicembre 2013 del Gruppo;
  - ✓ Consuntivo Economico al 31 Dicembre 2014 del Gruppo;
  - ✓ Budget economico trimestrale 2015 del Gruppo;
  - ✓ Business plan 2015 – 2017 del Gruppo;
  - ✓ Breve profilo della Società;
  - ✓ Manifestazione di interesse non vincolante da parte di IOL datata 24 febbraio 2015;
  - ✓ Altra documentazione relativa a MOQU ed al proprio mercato di riferimento.
- Alcune delle informazioni, dei dati e dei documenti sopra elencati sono stati integrati e completati dal management di Dada sulla base delle richieste di Fineurop Soditic.
- Si è fatto inoltre ricorso ad altre informazioni pubblicamente disponibili tra le quali:
  - ✓ Ricerche ed analisi finanziarie sulle principali società confrontabili con MOQU, pubblicate da *broker* e banche di investimento;
  - ✓ Informazioni finanziarie ottenute attraverso banche dati specializzate.
- Il lavoro svolto ha assunto il **31 Dicembre 2014** quale data di riferimento.

# 1. Introduzione

## 1.2 Data di riferimento e documentazione utilizzata (continua)

- Fineurop Soditic ha fatto affidamento sulla completezza, veridicità e correttezza dei dati, informazioni e documenti ricevuti, e non ha svolto alcuna attività di verifica autonoma ed indipendente sulla completezza, accuratezza e veridicità dei suddetti dati, informazioni e documenti (sia su quelli forniti dal *management* di Dada sia su quelli di dominio pubblico).
- Pertanto, Fineurop Soditic non assume alcuna responsabilità diretta o indiretta, né fornisce alcuna garanzia, implicita e/o esplicita, circa il contenuto, l'accuratezza, la veridicità, la qualità e la completezza delle informazioni, dei dati e dei documenti utilizzati nella Relazione, né circa le eventuali conseguenze derivanti a soggetti che abbiano fatto affidamento, nonostante i divieti previsti nella presente Relazione, su qualsiasi affermazione, conclusione ed opinione in essa contenuti.
- Non sono state oggetto di alcuna verifica le proiezioni economiche contenute nel Budget 2015 né sul Piano Industriale 2015 - 2017, né le ipotesi che ne sono alla base. Ne consegue che scostamenti anche significativi rispetto alle conclusioni riportate nella Relazione potrebbero risultare da imprecisioni, errori ed omissioni nei dati, documenti e nelle informazioni fornite a Fineurop Soditic.

# 1. Introduzione

## 1.3 Ipotesi e limiti dell'analisi

- Le conclusioni alle quali Fineurop Soditic è pervenuta vanno interpretate solamente alla luce di un insieme di assunzioni e limiti principali:
  - La presente analisi è stata condotta considerando la condizione societaria ed operativa della Società al momento della ricezione della manifestazione di interesse non vincolante da parte di IOL (24 febbraio 2015) e non prende quindi in considerazione i potenziali effetti dell'Operazione, né di alcuna altra operazione straordinaria che possa modificare la suddetta condizione della Società.
  - L'analisi è stata eseguita in un contesto normativo e regolamentare che potrebbe essere soggetto a mutamenti. Il modificarsi a posteriori degli aspetti strutturali del settore in cui MOQU svolge la propria attività, delle leggi e dei regolamenti, potrebbe influire sulle determinanti di valore della Società, senza peraltro inficiare l'approccio e la struttura metodologica adottata per la redazione della Relazione.
  - Nella Relazione si è fatto riferimento esclusivamente ai risultati ottenuti dall'applicazione delle metodologie dei multipli di Borsa di società comparabili, della metodologia dei multipli di transazioni simili e della metodologia del Discounted Cash Flow, fra le più comuni nell'ambito della pratica professionale.
  - Fineurop Soditic non è a conoscenza di fatti, già verificatisi o potenziali, che possano inficiare la significatività delle informazioni ricevute, né l'operatività ed i risultati storici o prospettici della Società.
  - Le conclusioni esposte nella Relazione sono basate sul complesso dei criteri di valutazione adottati, sulle stime effettuate e sulle considerazioni in essa contenute. In nessun caso, singole parti della Relazione potranno essere utilizzate separatamente dalla stessa considerata nella sua interezza. Inoltre Fineurop Soditic non assume alcuna responsabilità, diretta o indiretta, per danni che possano derivare da un non corretto utilizzo delle informazioni ivi contenute.
  - La Relazione, e tutti i dati, le analisi e le informazioni in esso contenuti, sono strettamente riservati e ad uso esclusivo del Consiglio di Amministrazione e del Comitato Parti Correlate di Dada.

---

---

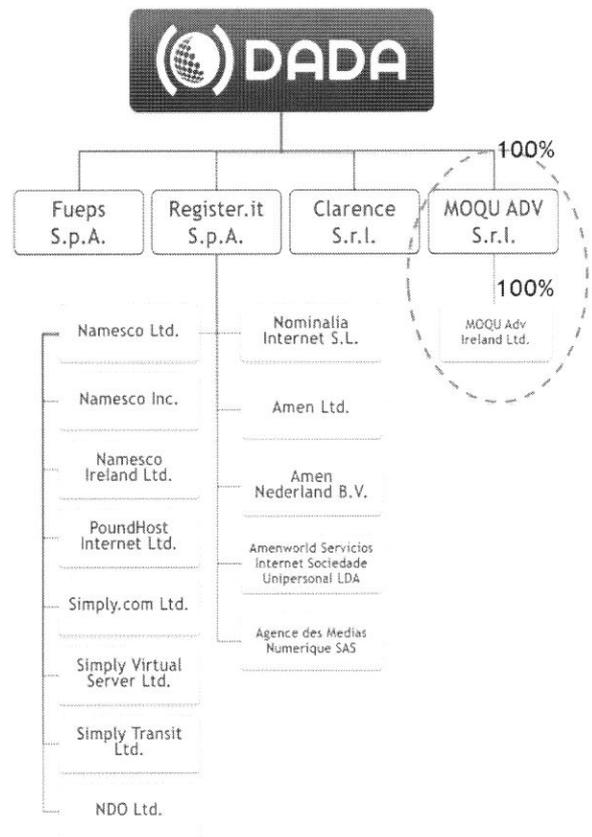
## ***2. Descrizione di sintesi dell'Operazione***

---

## 2. Descrizione di sintesi dell'Operazione

### 2.1 Descrizione di sintesi della Società

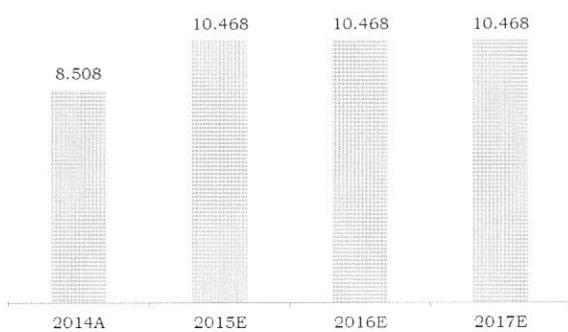
- MOQU è una società italiana operante nel segmento del Performance Advertising.
- La Società è posseduta al 100% da Dada S.p.A., con sede a Firenze, quotata al segmento STAR di Borsa Italiana.
- In particolare, la Società è specializzata nel reindirizzamento di traffico internet, acquistato da grandi gruppi del web (Google, Yahoo, ecc.), presso siti web di proprietà. MOQU utilizza una piattaforma tecnologica proprietaria per poi ottimizzare i ricavi ottenuti attraverso la vendita di pubblicità.
- La Società impiega 21 dipendenti, di cui 10 (5 sviluppatori, 3 web designers e 2 project managers) operanti nella Ricerca e Sviluppo. Il team di MOQU è diviso fra l'Italia (Firenze) e l'Irlanda (Dublino).
- Nel 2014 MOQU ha raggiunto un fatturato pari a € 8,5 milioni, con un EBITDA di € 647.000. Il fatturato previsto per l'anno 2015 è pari a € 10,5 milioni con un EBITDA di € 790.000 (Allegato 1). Al 31/12/2014 la Società aveva cassa per un importo pari a € 720.000 mentre il Capitale Circolante Netto era pari a € 360.000.



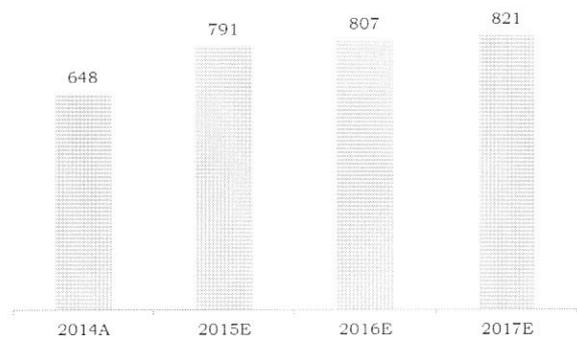
## 2. Descrizione di sintesi dell'Operazione

### 2.2 MOQU: financials consolidati di riferimento

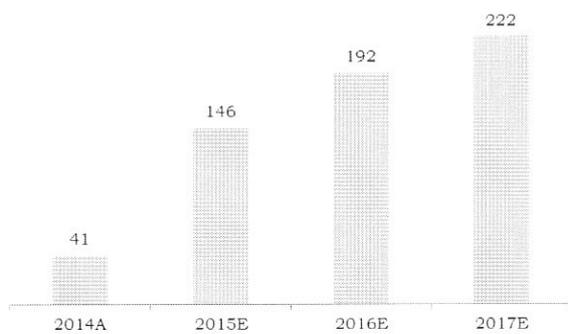
Ricavi (.000 €)



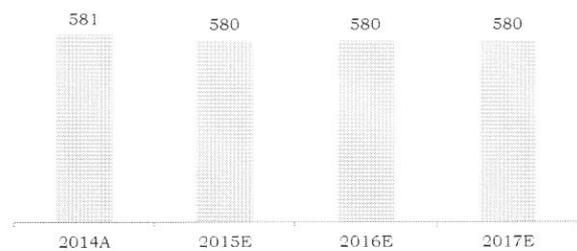
EBITDA (.000 €)



EBIT (.000 €)



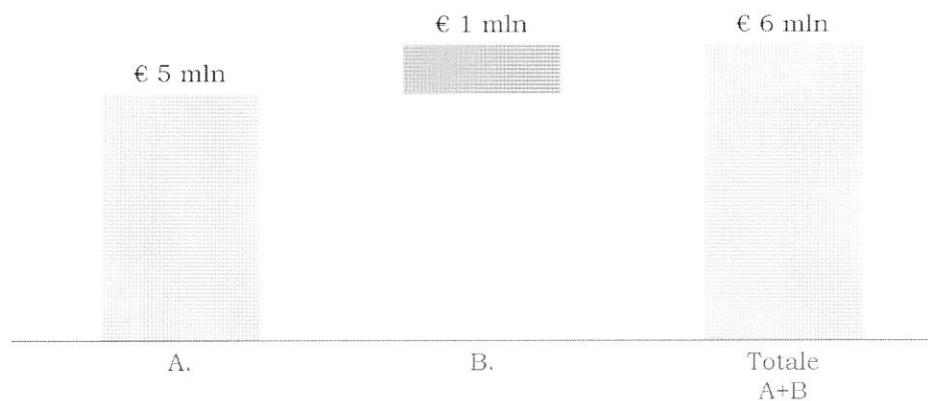
Capex (.000 €)



## 2. Descrizione di sintesi dell'Operazione

### 2.3 Descrizione dell'offerta da parte di IOL

- Gli elementi chiave della proposta di IOL per l'acquisto del 100% di MOQU vengono riportati qui di seguito:
  - Il corrispettivo totale proposto per l'acquisizione è uguale a € 6 milioni (il "Prezzo"), assumendo che, al closing, MOQU abbia una Posizione Finanziaria Netta uguale a zero.
  - Il Prezzo verrebbe corrisposto da IOL in contanti, secondo quanto riportato qui di seguito:
    - A. € 5 milioni al closing;
    - B. € 1 milione a titolo di earn-out da corrispondere al primo anniversario dell'operazione, sulla base del conseguimento di un livello di ricavi nell'esercizio 2015 compreso tra € 6 milioni ed € 8 milioni;



## 2. Descrizione di sintesi dell'Operazione

---

### 2.4 Descrizione dell'offerta da parte di IOL

- L'acquisizione è configurata come compravendita del 100% delle azioni di MOQU, con pagamento del prezzo in contanti più un earn-out. La struttura della possibile acquisizione non richiederà finanziamenti dedicati.
- Un corrispettivo pari a € 5 milioni verrà pagato in contanti al completamento dell'operazione. A Dada verrà inoltre riconosciuto un corrispettivo sotto forma di earn-out per un importo pari a €1 milione: il pagamento di questa componente è subordinato al raggiungimento di un livello di ricavi nell'esercizio 2015 compreso tra € 6 milioni ed € 8 milioni, e verrà corrisposto al primo anniversario dell'operazione.
- Il prezzo ipotizza una posizione finanziaria netta alla data del closing pari a zero. L'eventuale differenza con la posizione finanziaria netta di riferimento di MOQU comporterà un aggiustamento euro per euro del Prezzo.

---

### ***3. Metodologie valutative adottate***

---

## 3. Metodologie valutative adottate

---

### 3.1 Premessa metodologica

- Ai fini del nostro incarico abbiamo verificato la congruità del prezzo proposto da IOL con le risultanze delle principali metodologie di valutazione comunemente utilizzate nella teoria accademica e nella prassi professionale:
  - 1) Multipli di Borsa di società comparabili;
  - 2) Multipli di transazioni comparabili;
  - 3) Discounted Cash Flow.

## 3. Metodologie valutative adottate

### 3.2 Metodologia dei multipli di Borsa di società comparabili

- Il metodo dei multipli di Borsa di società comparabili è basato sull'analisi di società quotate simili alla società oggetto di valorizzazione, e in particolare sulla relazione esistente tra il valore espresso dal mercato e le grandezze economico-reddituali della società. Infatti, in condizioni normali di mercato, i corsi borsistici riflettono le aspettative inerenti la redditività futura e la relativa incertezza, indicata dalla dispersione delle aspettative del mercato, relativamente ai risultati delle società emittenti.
- Innanzitutto viene scelto un campione di società comparabili, alle quali rapportare quella oggetto di analisi. Un certo livello di comparabilità è condizione necessaria affinché si possano apprezzare le azioni della società oggetto di analisi sulla base di quelle delle aziende del campione e, quindi, la corretta selezione delle stesse è condizione fondamentale per il valido impiego della metodologia in esame.
- Per ogni società considerata comparabile, il confronto avviene rapportando la capitalizzazione di Borsa, rettificata dell'indebitamento finanziario netto ("Enterprise Value"), alle grandezze economico-reddituali significative. I multipli così ottenuti, risultanti dall'analisi del campione di confronto, possono essere applicati alle corrispondenti grandezze economico-reddituali della società oggetto di analisi, al fine di stimarne il valore.
- Il criterio dei multipli di Borsa è quindi basato, in sintesi, sull'analisi delle quotazioni di Borsa di società comparabili alla società oggetto di analisi.
- Al fine di applicare il metodo dei multipli di Borsa si calcola, per il campione di aziende comparabili selezionate, una serie di rapporti fra l'Enterprise Value ed alcuni parametri significativi: per la tipologia di business della società in esame, tali parametri sono rappresentati da Ricavi (Sales) e Margine operativo lordo (EBITDA). I multipli impliciti ottenuti vengono quindi applicati all'azienda oggetto di analisi al fine di ottenere il valore teorico attribuibile.

### 3. Metodologie valutative adottate

#### 3.2 Metodologia dei multipli di Borsa di società comparabili

In particolare, i multipli sono stati così calcolati:

- *Enterprise Value/Ricavi (EV/Sales)*: è calcolato come rapporto tra il valore economico della società e il fatturato (Sales) della società stessa;
- *Enterprise Value/Margine operativo lordo (EV/EBITDA)*: è calcolato come rapporto tra il valore economico della società e margine operativo lordo (EBITDA) della società stessa.

Al fine di calcolare i multipli selezionati si utilizza il prezzo espresso in Borsa nelle operazioni quotidiane di acquisto-vendita di quote di minoranza del capitale sociale delle società ritenute comparabili. Il valore che si ottiene applicando il metodo dei multipli di Borsa non include quindi il “premio di maggioranza” pagato da un investitore strategico o finanziario per rilevare il controllo di una società, ma rappresenta il valore attribuito dal mercato a pacchetti azionari di minoranza scambiati in Borsa.

Dall'utilizzo dei suddetti multipli di mercato si ottiene il valore economico (*Enterprise Value*) della società oggetto di valorizzazione. Il valore del capitale economico (*Equity Value*) della società è invece dato dalla differenza tra l'*Enterprise Value* e l'indebitamento finanziario netto della società stessa.

### 3. Metodologie valutative adottate

---

- Così come per il metodo dei multipli di Borsa, il metodo dei multipli di transazioni comparabili consiste nel ricavare parametri, o moltiplicatori impliciti, derivanti dal rapporto tra l'Enterprise Value e specifiche grandezze economico-finanziarie e/o operative di un campione di società

### 3. Metodologie valutative adottate

#### 3.4 Metodologia del Discounted Cash Flow

- Lo scopo del metodo del “DCF” è quello di prendere in considerazione nell’esercizio di valutazione di una società la sua crescita futura ed i potenziali cash-flows attesi.
- Qui di seguito vengono rappresentati i punti principali dell’analisi “DCF” :
  - Il valore intrinseco della società è dato dalla sommatoria del valore attuale dei cash flow che la società sarà in grado di produrre per i propri azionisti ed eventuali lenders.
  - Di conseguenza la valutazione con il metodo del “DCF” si basa su un processo diviso in tre parti:
    1. La previsione dei cash-flows che la società genererà in futuro attraverso un business plan generalmente di 3-5 anni;
    2. Il valore della società alla fine del periodo preso in considerazione (“Terminal Value”);
    3. L’attualizzazione dei cash-flows utilizzando il tasso appropriato.
- È inoltre possibile utilizzare l’approccio “DCF” in due modi distinti:
  - Free cash-flows to equity: previsione dei cash-flows per gli azionisti, da scontare per il costo opportunità del capitale proprio;
  - Free cash-flows to firm: previsione dei cash-flows per gli azionisti ed eventuali lenders da scontare per il costo medio ponderato del capitale (“Weighted Average Cost of Capital” ovvero “WACC”).
- Fineurop Soditic ha perseguito questo secondo approccio, che è quello più comunemente utilizzato perché prende in considerazione la struttura finanziaria della società ritenuta ottimale tenuto conto della situazione media del settore di riferimento.

### 3. Metodologie valutative adottate

#### 3.4 Metodologia del Discounted Cash Flow (continua)

- L'Equity Value ("V") viene calcolato tramite questa formula:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{V_f}{(1+WACC)^n} - IF + SA$$

- CF<sub>t</sub> = free cash-flows attesi per gli anni 1, 2, ..., n, intesi come la cassa generata dalla società per la remunerazione degli azionisti e dei lenders in un dato periodo temporale.
- Gli investimenti includono la variazione del capitale circolante al netto di qualsiasi obbligazione e di investimenti in asset long-term (impianti industriali, macchinari etc).
- WACC = Weighted Average Cost of Capital;
- V<sub>f</sub> = Valore stimato della Società all'anno "n" ("Terminal Value");
- IF = Debito finanziario netto della Società al momento della valutazione;
- SA = Surplus Assets, cioè ogni asset non operativo e/o minority.

## 3. Metodologie valutative adottate

### 3.4 Metodologia del Discounted Cash Flow (continua)

#### DETERMINAZIONE DEL PERIODO “N”

- I free-cash flows attesi sono tipicamente stimati per un periodo sufficientemente lungo per assorbire l'impatto di cicli macro-economici, assumendo la capacità dell'azienda di raggiungere alla fine del periodo in considerazione una struttura operativa stabile e rappresentativa di un trend “normalizzato” di risultati.
- Nella valutazione di MOQU abbiamo considerato i free cash-flows fino al 2017, ossia l'ultimo anno del business plan fornito da Dada.

#### DETERMINAZIONE DEL TERMINAL VALUE

- La metodologia del DCF richiede inoltre una stima del “Terminal Value” della società, ossia il valore residuo della società stessa alla fine del periodo ipotizzato.
- I cash-flows di un'azienda possono essere separati in due periodi distinti, i cash-flows durante il periodo preso in considerazione e quelli successivi.
- Semplificando le ipotesi circa lo sviluppo e le performance della società (per esempio stimando un tasso di crescita costante) i cash-flows successivi al periodo preso in considerazione permettono di stimare il valore residuo della società (il c.d. «Terminal Value») della società tramite questa formula:

$$V_f = \frac{CF_n}{WACC - g}$$

- CF<sub>n</sub> = livello normalizzato di free cash-flows alla fine del periodo preso in considerazione;
- WACC = Weighted Average Cost of Capital;
- g = tasso di crescita reale annuale dei free cash-flows successivamente al periodo preso in considerazione.

## 3. Metodologie valutative adottate

### 3.4 Metodologia del Discounted Cash Flow (continua)

#### COSTO DELL'EQUITY

- Per stimare il costo dell'equity del capitale proprio abbiamo utilizzato il Capital Asset Pricing Model (C.A.P.M.).
- Il teorema del C.A.P.M. prevede che il costo opportunità dell'equity sia uguale al ritorno atteso di una security risk-free più il "systematic risk" (Beta) della Società, moltiplicato per il market risk premium.
- La formula di calcolo del costo del capitale proprio è la seguente:

$$K_e = R_f + \beta \times (MRP + CRP)$$

- $R_f$  = tasso risk-free (tipicamente titoli di stato a medio-lungo termine);
- $\beta$  = coefficiente del "systematic risk", misura la volatilità dei prezzi delle azioni di società comparabili;
- MRP = Market risk premium (prezzo per l'equity risk). Il market risk premium è la differenza tra il rendimento atteso del mercato di riferimento e il tasso risk-free.
- CRP = Company Risk Premium, ossia il profilo di rischio associato alla società oggetto di valutazione.

### 3. Metodologie valutative adottate

#### 3.4 Metodologia del Discounted Cash Flow (continua)

##### WACC

- Per stimare il costo medio ponderato del capitale si utilizza la seguente formula:

$$WACC = k_e \times \frac{C}{C+D} + k_d (1-t) \times \frac{D}{C+D}$$

- C = Equity
- D = Debt
- Kd = costo del debito
- Ke = costo figurativo dell'equity
- t = aliquota di imposta marginale

##### COSTO DEL DEBITO

- Il costo del debito è rappresentato dal costo marginale del debito a lungo termine per la società.

##### STRUTTURA FINANZIARIA OTTIMALE DI LUNGO PERIODO

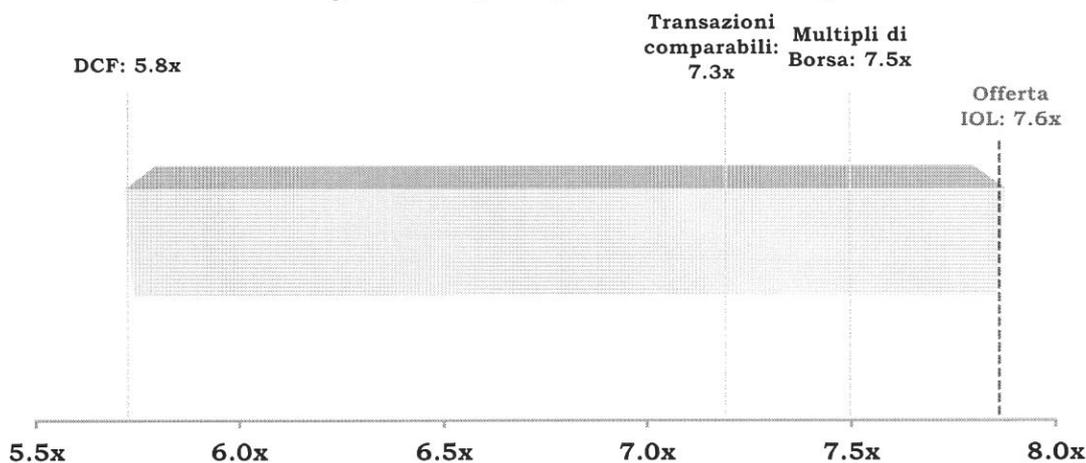
- La quota percentuale di capitale utilizzata nel calcolo della formula del WACC si basa su un'ipotesi di struttura finanziaria di lungo periodo bilanciata (la "struttura ottimale"). Questa "struttura ottimale" può pertanto essere diversa dalla struttura attualmente in essere al momento della valutazione.

### 3. Metodologie valutative adottate

#### 3.5 Riassunto della valorizzazione

- Qui sotto viene riportata una sintesi del confronto tra i multipli impliciti ottenuti dalle diverse metodologie valutative applicate e quelli dell'offerta di IOL.
- I multipli impliciti sono stati calcolati su una base di prezzo pari a €6m e sulla base dell'EBITDA atteso per il 2015 in modo tale da rappresentare correttamente la componente di earn-out legata al raggiungimento dei risultati economici dello stesso esercizio.

#### Range di multipli EV/Ebitda 2015 di MOQU



- Il range dei multipli impliciti EV/EBITDA 2015 è compreso tra 5.4x derivante dall'applicazione del metodo del DCF e 7.5x derivante dall'applicazione del metodo dei multipli di Borsa.
- L'offerta di IOL si attesta sul margine alto di questo range con un multiplo implicito pari a 7.6x EV/Ebitda 2015.
- Il multiplo EV/Sales non è stato preso in considerazione perché non in linea con la prassi di mercato relativa alla valorizzazione di società appartenenti allo stesso settore di MOQU.

---

---

## **4. Conclusioni**

---

## 4. Conclusioni

---

---

- ✓ L'offerta di IOL è l'unica pervenuta all'esito di un articolato processo di scouting del mercato, finalizzato ad identificare i soggetti più interessati all'acquisto di MOQU, nel corso del quale sono stati attivati rapporti con numerosi operatori del mercato
- ✓ Sulla base delle analisi e delle considerazioni contenute nella Relazione, riteniamo che il corrispettivo offerto dall'Acquirente per l'acquisto del 100% del capitale sociale di MOQU possa essere considerato congruo dal punto di vista economico-finanziario rispetto alle evidenze dell'applicazione delle metodologie di valutazione.
- ✓ Infatti i multipli impliciti dell'Operazione, calcolati a partire dal corrispettivo identificato, risultano in linea con quelli risultanti dall'applicazione rispettivamente delle metodologie dei multipli di Borsa, dei multipli di transazioni comparabili e del Discounted Cash Flow.
- ✓ Le conclusioni della Relazione potranno essere utilizzate da parte del Consiglio di Amministrazione e del Comitato Parti Correlate di Dada e per le finalità di cui all'articolo 5 comma 5 della delibera Consob 17221/2010 sotto la propria piena responsabilità, restando inteso che qualsiasi diverso uso rispetto a quello previsto dall'incarico conferitoci dovrà essere preventivamente autorizzati per iscritto da Fineurop Soditic.

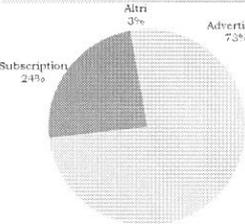
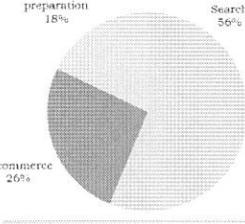
---

## **5. Allegati**

---

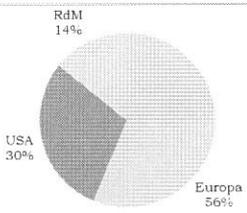
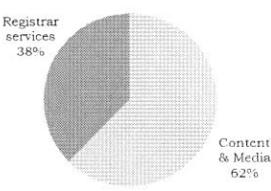
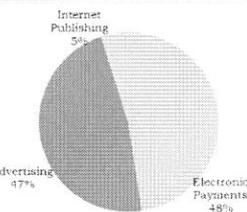
## 5. Brevi profili delle società comparabili quotate

Nell'ambito dell'applicazione della metodologia dei multipli di Borsa, si è individuato il seguente campione di società presenti nello stesso settore di MOQU, anche se in buona parte caratterizzate da dimensioni più rilevanti e grado di diversificazione più esteso:

Società	Financials <sup>(1)</sup>	Breakdown Ricavi	Descrizione								
<b>Aol.</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Ricavi:</b> € 1904M</li> <li>▪ <b>EBITDA:</b> € 306M</li> <li>▪ <b>Mkt. Cap.:</b> € 2877M</li> <li>▪ <b>PFN (cash):</b> (€ 33M)</li> </ul>	 <table border="1"> <caption>Breakdown Ricavi - AOL</caption> <thead> <tr> <th>Categoria</th> <th>Percentuale</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Advertising</td> <td>73%</td> </tr> <tr> <td>Subscription</td> <td>24%</td> </tr> <tr> <td>Altri</td> <td>3%</td> </tr> </tbody> </table>	Categoria	Percentuale	Advertising	73%	Subscription	24%	Altri	3%	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ AOL Inc opera nel settore dei servizi web</li> <li>▪ L'offerta della società comprende servizi pubblicitari su siti di proprietà o di terza parte e servizi di accesso ad internet</li> <li>▪ Fondata nel 1983, AOL è quotata al NYSE</li> </ul>
Categoria	Percentuale										
Advertising	73%										
Subscription	24%										
Altri	3%										
<b>BLUCORA</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Ricavi:</b> € 438M</li> <li>▪ <b>EBITDA:</b> € 21M</li> <li>▪ <b>Mkt. Cap.:</b> € 540M</li> <li>▪ <b>PFN (cash):</b> (€ 20M)</li> </ul>	 <table border="1"> <caption>Breakdown Ricavi - Blucora</caption> <thead> <tr> <th>Categoria</th> <th>Percentuale</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Search</td> <td>56%</td> </tr> <tr> <td>E-commerce</td> <td>26%</td> </tr> <tr> <td>Tax preparation</td> <td>18%</td> </tr> </tbody> </table>	Categoria	Percentuale	Search	56%	E-commerce	26%	Tax preparation	18%	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Blucora Inc. opera nel settore dei servizi web</li> <li>▪ La società possiede ed opera attività online che forniscono servizi di search engine e soluzioni di monetizzazione di spazi pubblicitari</li> <li>▪ Fondata nel 1996, la società è quotata al Nasdaq</li> </ul>
Categoria	Percentuale										
Search	56%										
E-commerce	26%										
Tax preparation	18%										

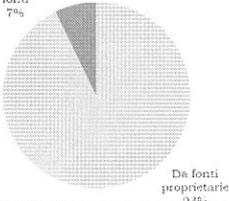
<sup>(1)</sup>: i dati su ricavi ed EBITDA riportati si riferiscono all'ultimo anno fiscale disponibile. Mkt Cap e PFN sono aggiornati al 13/3/2015.

## 5. Brevi profili delle società comparabili quotate

Società	Financials <sup>(1)</sup>	Breakdown Ricavi	Descrizione
 	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Ricavi:</b> € 29M</li> <li>▪ <b>EBITDA:</b> € 5M</li> <li>▪ <b>Mkt. Cap.:</b> € 66M</li> <li>▪ <b>PFN (cash):</b> (€ 3M)</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ BrainJuicer Group Plc opera nel settore delle ricerche di mercato online</li> <li>▪ La società produce ricerche esplorative, descrittive, predittive e comportamentali</li> <li>▪ Fondata nel 1999, BrainJuicer è quotata alla Borsa di Londra</li> </ul>
 	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Ricavi:</b> € 285M</li> <li>▪ <b>EBITDA:</b> € 35M</li> <li>▪ <b>Mkt. Cap.:</b> € 88M</li> <li>▪ <b>PFN (cash):</b> (€ 35M)</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Demand Media Inc fornisce soluzioni di social media</li> <li>▪ La società impiega scrittori, editori e registi per creare contenuti per comunità online e social network</li> <li>▪ Fondata nel 2006, Demand Media è quotata al NYSE</li> </ul>
 	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Ricavi:</b> € 183M</li> <li>▪ <b>EBITDA:</b> € 10M</li> <li>▪ <b>Mkt. Cap.:</b> € 105M</li> <li>▪ <b>PFN (cash):</b> (€ 60M)</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Hi-Media SA è specializzata in media interattivi, marketing online e soluzioni di pagamento elettronico</li> <li>▪ La società opera in 12 paesi nel mondo attraverso sussidiarie e partecipate</li> <li>▪ Fondata nel 1996, Hi-Media è quotata alla Borsa di Parigi</li> </ul>

<sup>(1)</sup>: i dati su ricavi ed EBITDA riportati si riferiscono all'ultimo anno fiscale disponibile. Mkt Cap e PFN sono aggiornati al 13/3/2015.

## 5. Brevi profili delle società comparabili quotate

Società	Financials <sup>(1)</sup>	Breakdown Ricavi	Descrizione
 	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Ricavi:</b> € 115M</li> <li>▪ <b>EBITDA:</b> € 7M</li> <li>▪ <b>Mkt. Cap.:</b> € 157M</li> <li>▪ <b>PFN (cash):</b> (€ 72M)</li> </ul>	 <p>Da altre fonti 7%</p> <p>Da fonti proprietarie 93%</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Marchex, Inc. fornisce servizi di web marketing</li> <li>▪ La società offre pubblicità su base chiamata e servizi connessi, e servizi pay-per-click</li> <li>▪ Fondata nel 2003, Marchex è quotata al Nasdaq</li> </ul>
 	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Ricavi:</b> € 14M</li> <li>▪ <b>EBITDA:</b> (€ 0,9M)</li> <li>▪ <b>Mkt. Cap.:</b> € 23M</li> <li>▪ <b>PFN (cash):</b> € 4M</li> </ul>	n.d.	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Primi Sui Motori S.p.A. offre servizi di web marketing</li> <li>▪ La società offre servizi di posizionamento sui motori di ricerca online, al fine di ottimizzare la visibilità dei siti della clientela</li> <li>▪ Fondata nel 1998, Primi Sui Motori è quotata alla Borsa di Milano (segmento AIM)</li> </ul>
 	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Ricavi:</b> € 190M</li> <li>▪ <b>EBITDA:</b> (€ 4M)</li> <li>▪ <b>Mkt. Cap.:</b> € 37M</li> <li>▪ <b>PFN (cash):</b> (€ 14M)</li> </ul>	n.d.	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ TradeDoubler AB fornisce servizi di web marketing</li> <li>▪ In particolare, la società offre servizi di performance advertising e di servizi di integrazione con la propria piattaforma di affiliazione tecnologica</li> <li>▪ Fondata nel 1999, TradeDoubler è quotata alla Borsa di Stoccolma</li> </ul>

<sup>(1)</sup>: i dati su ricavi ed EBITDA riportati si riferiscono all'ultimo anno fiscale disponibile. Mkt Cap e PFN sono aggiornati al 13/3/2015.

## 5. Brevi profili delle società comparabili quotate

Società	Financials <sup>(1)</sup>	Breakdown Ricavi	Descrizione
  	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ricavi: € 21M</li> <li>▪ EBITDA: € 4M</li> <li>▪ Mkt. Cap.: € 64M</li> <li>▪ PFN (cash): (€ 12M)</li> </ul>	n.d.	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Triboo Media S.p.A. fornisce servizi di web marketing</li> <li>▪ La società offre servizi di pubblicità digitale per clienti nazionali ed internazionali</li> <li>▪ Fondata nel 2007, Triboo Media è quotata alla Borsa di Milano (segmento AIM)</li> </ul>

<sup>(1)</sup>: i dati su ricavi ed EBITDA riportati si riferiscono all'ultimo anno fiscale disponibile. Mkt Cap e PFN sono aggiornati al 13/3/2015.

## 5. Analisi dei multipli delle società comparabili quotate

In relazione alle società quotate ritenute comparabili, si è quindi proceduto al calcolo dei multipli impliciti, sulla base delle capitalizzazioni di borsa al 6 marzo 2015, che ha portato ai seguenti risultati di sintesi:

Società	Nazione	Mkt Cap (€m)	PFN (€m)	EV (€m)	EV/EBITDA	
					2014E	2015E
AOL Inc	USA	2.877	(33)	2.852	7,8x	6,3x
Blucora Inc.	USA	540	(20)	519	20,5x	7,8x
BrainJuicer Group Plc	UK	66	(3)	63	9,9x	9,0x
Demand Media Inc	USA	88	(35)	52	1,7x	3,7x
Hi-Media SA	France	105	(60)	46	32,5x	6,6x
Marchex Inc	USA	157	(72)	85	n.a.	8,2x
Primi sui Motori	Italy	23	4	27	neg.	neg.
TradeDoubler AB	Sweden	37	(14)	23	neg.	7,4x
Triboo Media S.p.A.	Italy	64	(12)	52	10,6x	8,7x

<b>Min</b>	<b>1,7x</b>	<b>3,7x</b>
<b>Media</b>	<b>13,8x</b>	<b>7,2x</b>
<b>Media esclusi min e max</b>	<b>12,2x</b>	<b>7,5x</b>
<b>Mediana</b>	<b>10,3x</b>	<b>7,6x</b>
<b>Max</b>	<b>32,5x</b>	<b>9,0x</b>

## 5. Analisi dei multipli di transazioni comparabili

Nell'ambito dell'applicazione della metodologia dei multipli di transazioni comparabili, abbiamo preso in considerazione un campione di transazioni significative avvenute dal 2008 ed aventi ad oggetto quote di maggioranza e di minoranza di società italiane ed estere operanti nel settore dell'*information technology* e, in particolare, dell'online advertising. In particolare abbiamo determinato i multipli EV/EBITDA.

Data	Target	Bidder	Deal	Enterprise Value (m)	EV/EBITDA
25/06/2014	Gruppo HTML	Triboo Media Spa	100%	12,95	9,3x
05/06/2014	Odyssee Interactive Jeuxvideo.com SAS	Webedia SAS	100%	90	15,0x
28/03/2014	Scandinavian Online AS	Aller Media AS	50%	11,242	8,4x
28/11/2013	Walker Media Limited	Publicis Groupe SA	75%	57,6646	8,7x
15/11/2013	EMediate ApS	Cxense ASA	100%	7,403	8,2x
11/07/2013	DADA S.p.A.	Orascom TMT Investments S.a r.l.	OPA	82,636	7,1x
16/05/2013	Branded3 Search Ltd.	St. Ives Plc	100%	12,6522	6,3x
13/12/2012	P comme Performance	Prisma Media	100%	5	2,9x
27/06/2012	Adverline SA	Financiere Adverline SAS	64%	49,067	8,5x
07/05/2012	LeGuide.com S.A.	Lagardere Active Broadcast SA	100%	93,922	5,9x
13/09/2011	Response One Limited	St. Ives Plc	100%	14,2462	7,3x
19/04/2011	DadaNet S.p.A	Buongiorno Spa	100%	28,6654	2,9x
11/04/2011	ioko365 Limited	Piksel, Inc.	100%	43,8972	7,3x
02/09/2009	StepStone ASA	Axel Springer SE	67%	130,593	8,3x
02/12/2008	Wer Liefert Was GmbH	Bisnode Business Information Group AB	100%	47,8	6,7x
25/08/2008	HCL Axon Group Plc	Infosys Limited	100%	487,1891	11,3x
14/12/2007	Internet Business Group Plc	Progressive Digital Media Group PLC	100%	11,394	7,1x
26/01/2007	Jaywing plc	Digital Marketing Group plc	100%	20,4711	7,3x
28/06/2005	DCM Digital Communication Media AB	SDC DanDisc a/s	91%	15,35	4,1x

Min	2,9x
Media	7,5x
Media esclusi min e max	7,3x
Mediana	7,3x
Max	15,0x

## 5. Calcolo del Weighted Average Cost of Capital

- Per il calcolo del beta unlevered di MOQU è stata utilizzata la media aritmetica dei beta unlevered delle società quotate comparabili.

Società	Stato	Market cap.	PFN	Aliquota marginale	PFN/(MktCap+PFN)	PFN/Equity	Beta unlevered (weekly)
AOL	USA	2.877	(33)	40%	-1%	-1%	1,212
Blucora	USA	540	(20)	40%	-4%	-4%	1,075
Brainjuicer	UK	66	(3)	21%	-5%	-5%	0,456
Demand Media	USA	88	(35)	40%	-66%	-40%	0,938
Hi-Media	Francia	105	(60)	33%	-133%	-57%	0,727
Marchex	USA	157	(72)	40%	-85%	-46%	0,854
Primi Sui Motori	Italia	23	4	31%	15%	17%	0,314
TradeDoubler	Svezia	37	(14)	22%	-61%	-38%	0,543
TribooMedia	Italia	64	(12)	31%	-23%	-19%	0,829
<b>Media</b>							<b>0,772</b>

Fonte: Bloomberg

Componenti	%	Commenti
PFN/(Equity+PFN)	20,0%	Struttura target
Costo del debito	4,8%	IRS 5 anni + 450bps
Scudo fiscale figurativo	1,3%	IRES 27.5%
Costo netto del debito	3,5%	
<b>Costo ponderato del debito</b>	<b>0,7%</b>	
Tasso risk-free	1,1%	BTP 10 anni (Bloomberg)
Market Risk Premium per Italia	8,6%	Fonte: Damodaran
<b>Costo dell'Equity</b>	<b>8,6%</b>	
<b>Costo ponderato dell'Equity</b>	<b>6,9%</b>	
<b>WACC</b>	<b>7,6%</b>	

▪ Il costo medio ponderato del capitale per la Società (WACC) è stato calcolato assumendo una struttura finanziaria target composta all'80% da equity e al 20% da debito, ipotizzando che nel lungo periodo la società debba finanziare almeno in parte la propria crescita tramite il mercato del debito.

▪ Come tasso di rendimento risk-free è stato utilizzato il rendimento medio effettivo netto di titoli BTP con scadenza 10 anni (fonte: Bloomberg).

## 5. Discounted Cash Flow

	2014A	2015E	2016E	2017E	Terminal Value Normalizzato
<b>Ricavi</b>	<b>8.508</b>	<b>10.468</b>	<b>10.468</b>	<b>10.468</b>	<b>10.468</b>
<i>Crescita %</i>		23%	0%	0%	
<b>EBITDA</b>	<b>647</b>	<b>790</b>	<b>806</b>	<b>821</b>	<b>821</b>
<i>Margine %</i>	7,6%	7,5%	7,7%	7,8%	7,8%
<b>EBIT</b>	<b>40</b>	<b>145</b>	<b>191</b>	<b>222</b>	<b>222</b>
<i>Margine %</i>	0,5%	1,4%	1,8%	2,1%	2,1%
Taxes	13	46	60	70	70
<b>NOPAT</b>	<b>27</b>	<b>99</b>	<b>131</b>	<b>152</b>	<b>152</b>
Ammortamenti e svalutazioni		645	615	599	580
Δ Capitale Circolante Netto		-	-	-	-
Capex		580	580	580	580
<b>UNLEVERED FREE CASH FLOW</b>		<b>164</b>	<b>166</b>	<b>171</b>	<b>152</b>

### Calcolo Valore Attuale Netto

Tax rate (IRES + IRAP)	31,40%
WACC	7,60%
Valore futuro	5.157
Valore attuale	153
<b>Enterprise Value</b>	<b>4.573</b>

g	Sensitivity analysis				
	WACC				
	6.60%	7.10%	7.60%	8.10%	8.60%
2.50%	3,643	3,252	2,937	2,678	2,462
3.50%	4,675	4,033	3,547	3,166	2,860
4.50%	6,687	5,413	4,550	3,926	3,454
5.50%	12,348	8,517	6,507	5,269	4,429
6.50%	127,524	21,906	12,011	8,287	6,333

## Lorenzo Chiriatti

---

**Da:** Lorenzo Lepri  
**Inviato:** venerdì 13 marzo 2015 18:46  
**A:** VINCENZO RUSSI ( ; stanislao.chimenti@scaramuzzi.it)  
oliva@scaramuzzi.it  
**Cc:** Claudio Corbetta; Lorenzo Chiriatti  
**Oggetto:** Contratto di fornitura di servizi Moqu

Al Comitato per le operazioni con parti correlate

Gentili Signori,

Come sapete nell'ambito della prospettata operazione di cessione di Moqu a IOL (parte correlata di DADA in quanto controllata dallo stesso nostro azionista di controllo) è tra l'altro previsto che il Gruppo Dada sottoscriva un contratto di fornitura di servizi che disciplina la prosecuzione nella fornitura di taluni servizi di natura perlopiù Corporate e IT in favore del Gruppo Moqu per un tempo sufficiente, ad oggi indentificato fino al 31/12/2015, a consentire un ordinata integrazione del medesimo nella organizzazione aziendale del gruppo acquirente.

I servizi oggetto del contratto di fornitura riguardano in particolare:

- (a) Administration & Finance (amministrazione e contabilità);
- (b) HR & Facility Management (gestione rapporti di lavoro);
- (c) Legal & Corporate (consulenza legale)
- (d) Planning & Control (controllo di gestione);
- (e) Locazione postazioni lavoro;
- (f) Servizi IT.

Le logiche con cui sono stati determinati i corrispettivi sono sostanzialmente identiche a quelle finora utilizzate dalle società del gruppo Dada per riaddebitare i relativi costi indiretti e centralizzati alle società del Gruppo Moqu, e si richiamano in parte ai corrispettivi desunti da contratti stipulati con fornitori terzi a condizioni di mercato, in parte dal ribaltamento di voci di costo del personale centralizzate effettuato sulla base di parametri predeterminati.

Inoltre è previsto che vi sia piena continuità nell'erogazione dei servizi da parte delle società del gruppo DADA, garantendo perciò gli stessi termini e secondo i livelli di servizio in cui gli stessi sono stati sinora forniti, senza che il cambio di controllo del Gruppo Moqu influenzi la logica infragruppo che ha sinora guidato i rapporti Moqu e Dada e senza che vi sia alcuna organizzazione aziendale specificamente preposta.

Alla luce di quanto sopra richiamato riteniamo che il suddetto contratto di fornitura di servizi si collochi al di fuori dell'ambito di applicazione della procedura parti correlate trattandosi di attività ordinaria della società svolta a condizioni congrue e standard di mercato, in sostanziale continuità con modalità, termini e costi già erogati dalle società del Gruppo Dada in favore del Gruppo Moqu.

Firmato  
Claudio Corbetta (AD) e Lorenzo Lepri (DG)