

La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni

---

## **PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE** di SeeWeb Holding S.r.l in Dominion Hosting Holding S.p.A

**Relazione della società WPartners S.r.l in qualità di Esperta  
sul Rapporto di Cambio delle azioni delle società coinvolte ai  
sensi dell'Art. 2501 sexies del Codice Civile**

Cesare Claudio Sala  
Paolo Moris Busata

Milano, 21 maggio 2020

La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni

---

**Per navigare nel documento (nel formato pdf)**

Da qualsiasi pagina – cliccare sul titolo della sezione presente nella barra di navigare in alto

Dalla pagina dell'Indice – cliccare sul titolo della sezione o sotto-sezione

La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni

<b>1</b>	<b>LA SINTESI DELLE CONCLUSIONI.....</b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>L'OGGETTO E LA FINALITA' DELL'INCARICO.....</b>	<b>5</b>
<b>3</b>	<b>LA NATURA E LA PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE.....</b>	<b>6</b>
<b>4</b>	<b>L'OPERAZIONE DI FUSIONE E I SOGGETTI COINVOLTI .....</b>	<b>7</b>
<b>4.1</b>	<b>Le principali operazioni precedenti alla Fusione.....</b>	<b>7</b>
4.1.1	La riorganizzazione del gruppo SeeWeb .....	7
4.1.2	L'Accordo Quadro e la Business Combination.....	11
<b>4.2</b>	<b>Descrizione sintetica dell'Operazione.....</b>	<b>12</b>
<b>4.3</b>	<b>Le società coinvolte nell'operazione di Fusione e la governance.....</b>	<b>12</b>
4.3.1	L'Attività svolta da DHH.....	13
4.3.2	L'Attività svolta da SeeWeb Holding.....	16
<b>5</b>	<b>I METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO .....</b>	<b>18</b>
<b>5.1</b>	<b>La scelta del metodo di valutazione .....</b>	<b>18</b>
<b>5.2</b>	<b>La data di riferimento.....</b>	<b>19</b>
<b>5.3</b>	<b>Descrizione delle metodologie utilizzate dagli Amministratori .....</b>	<b>19</b>
5.3.1	Metodi principali.....	20
5.3.2	Metodi di controllo .....	25
<b>5.4</b>	<b>Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori .....</b>	<b>26</b>
<b>5.5</b>	<b>Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori .....</b>	<b>26</b>
5.5.1	La valutazione di DHH e di SeeWeb Holding.....	26
5.5.2	La determinazione del Rapporto di Cambio .....	28
<b>6</b>	<b>IL LAVORO SVOLTO .....</b>	<b>29</b>
<b>6.1</b>	<b>La descrizione del lavoro svolto.....</b>	<b>29</b>
6.1.1	Le situazioni patrimoniali di riferimento .....	29
6.1.2	Il Piano previsionale .....	30
6.1.3	I metodi utilizzati dalle Società per la determinazione del Rapporto di Cambio .....	30
<b>6.2</b>	<b>La documentazione utilizzata.....</b>	<b>31</b>
<b>6.3</b>	<b>Commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte.....</b>	<b>32</b>
<b>6.4</b>	<b>I Limiti incontrati dall'Esperta nell'espletamento dell'Incarico .....</b>	<b>33</b>
<b>7</b>	<b>LE CONCLUSIONI .....</b>	<b>35</b>

La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni

**DESCRIZIONE**
**ABBREVIAZIONI**

Dominion Hosting Holding S.p.A	DHH o Incorporante
SeeWeb Holding S.r.l	SeeWeb Holding o Incorporanda
SeeWeb S.r.l	SeeWeb
Accordo d'investimento sottoscritto in data 21 maggio 2020 tra DHH, SeeWeb Holding e i sig.ri A.D Baldassarra e E.Vona	Accordo Quadro
Aggregazione industriale tra DHH e le attività di SeeWeb Holding (costituite dalle società da questa partecipate e, in particolare, dalla controllata SeeWeb S.r.l.	Operazione Rilevante o Business Combination
Codice Civile	C.C
Consiglio di Amministrazione	CDA
Fusione per incorporazione inversa di SeeWeb Holding in DHH	Fusione
Piano economico finanziario di DHH 2020 - 2022	Piano
Chief Financial Officer	CFO
Amministratore Unico	AU
WPartners S.r.l	Esperta
Dominion Hosting Holding S.p.A e SeeWeb Holding S.r.l congiuntamente	le Società
Sistema multilaterale di negoziazione AIM Italia, organizzato e gestito da Borsa Italiana	AIM
Risultato ante interessi, tasse, ammortamenti e accantonamenti	EBITDA
Risultato prima degli interessi e delle tasse	EBIT
Patrimonio Netto Contabile	PNC
DHH e le società partecipate	gruppo DHH
SeeWeb Holding e le società partecipate	gruppo SeeWeb
Prof. Leonardo Etro e dott. Fabrizio Redaelli	Consulenti
Conto Economico	P/L
Stato Patrimoniale	S/P
Posizione Finanziaria Netta	PFN
Valore Netto Contabile	VNC
Azioni e Warrant DHH congiuntamente	Strumenti Finanziari
Multipli da Transazioni Comparabili	MTC
Multipli di Mercato di società quotate	MM
Capitale Circolante Netto	CCN
Crescita cumulata annuale	CAGR
Capitale Investito Netto	CIN
Net Asset Value	NAV
Weight Average Capital Cost	WACC
Terminal Value	TV
Discounted Cash Flow	DCF

La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni

---

Spettabile

**Dominion Hosting Holding S.p.A**

via Caldera, 21  
20153 - Milano (MI)

e

**SeeWeb Holding S.r.l**

via A. Vona, 66  
03100 - Frosinone (FR)

## **1 LA SINTESI DELLE CONCLUSIONI**

Sulla base di quanto riportato nei successivi paragrafi, ai sensi e per gli effetti di cui all'Art. 2501 sexies del Codice Civile, l'Esperta ritiene che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società partecipanti alla Fusione siano adeguati in quanto, nelle circostanze, ragionevoli e non arbitrari e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio delle azioni contenute nel Progetto di Fusione pari a:

**n° 31.828,92 azioni ordinarie di DHH, prive di indicazione del valore nominale espresso e medesima data di godimento delle azioni ordinarie di DHH in circolazione alla data della Fusione, per ogni Euro 1.000 di capitale sociale di Seeweb Holding.**

## **2 L'OGGETTO E LA FINALITA' DELL'INCARICO**

Con provvedimento datato 2 ottobre 2019, a seguito di istanza congiunta di DHH e di SeeWeb Holding, il Tribunale di Milano sezione specializzata in imprese B ha designato la nostra società quale Esperta comune incaricata di redigere, ai sensi dell'Art. 2501-sexies del C.C, la relazione sul rapporto di cambio (il "Rapporto di Cambio") fra le azioni ordinarie di DHH e le quote di SeeWeb Holding, nell'ambito della fusione per incorporazione di SeeWeb Holding in DHH.

La presente Relazione è firmata dal dott. Cesare Claudio Sala e dal dott. Paolo Moris Busata, soci della WPartners S.r.l, rispettivamente iscritti al Registro dei revisori contabili al n. 93556 con Decreto Ministeriale del 15 ottobre 1999 pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale n. 87 del 2 novembre 1999 e n. 169633 con Decreto Ministeriale del 20 novembre 2013 pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale n. 95 del 3 dicembre 2013.

In tale contesto, le Società hanno dato incarico congiunto (di seguito "l'Incarico") a WPartners S.r.l società di revisione iscritta al Registro dei revisori contabili al n°156101 di predisporre una relazione (di seguito la "Relazione") contenente, ai sensi dell'Art. 2501- sexies del C.C, un giudizio sui metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle società partecipanti alla Fusione, con specifico riguardo alla determinazione del Rapporto di Cambio.

La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni

---

A tal fine, abbiamo ricevuto dalle Società il Progetto di Fusione per incorporazione di SeeWeb Holding in DHH (il "Progetto di Fusione"), le Relazioni degli Amministratori di DHH e di SeeWeb Holding ("Relazioni degli Amministratori") approvati, dai rispettivi organi amministrativi in data 21 maggio 2020, che indicano, illustrano e giustificano, ai sensi e per gli effetti dell'Art. 2501-quinquies del C.C, il Rapporto di Cambio.

Come situazioni patrimoniali ex Art. 2501- quater del C.C, i rispettivi organi amministrativi hanno utilizzato il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2019 per DHH e la situazione economico-patrimoniale infraannuale al 29 febbraio 2020 per SeeWeb Holding, approvati rispettivamente in data 27 aprile 2020 e in data 18 marzo 2020.

Il Progetto di Fusione, al fine di assumere le deliberazioni di cui all'Art. 2502 del C.C, sarà sottoposto, all'approvazione delle Assemblee degli Azionisti di DHH e dei soci di SeeWeb Holding (in sede straordinaria) che saranno convocate in data 30 giugno 2020, in prima convocazione, ed occorrendo, in data 6 luglio 2020, in seconda convocazione.

L'Esperta ha definito l'oggetto del lavoro, concordato le attività da svolgere ai fini dello svolgimento dell'Incarico, discusso e condiviso le conclusioni finali. La struttura della Relazione è descritta nelle pagine seguenti.

### **3 LA NATURA E LA PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE**

Al fine di fornire agli azionisti e/o ai soci idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente Relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori delle Società per la sua determinazione e le difficoltà di valutazione incontrate dagli stessi; essa contiene inoltre la nostra valutazione sull'adeguatezza nella circostanza di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, e sull'importanza relativa attribuita dagli Amministratori delle Società a ciascuno di essi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Per la determinazione dei rispettivi valori economici delle Società e della conseguente determinazione del Rapporto di Cambio, gli organi amministrativi delle Società si sono avvalsi della consulenza e della collaborazione di professionisti qualificati ed in particolare del prof. Leonardo Etro e del dott. Fabrizio Redaelli che si sono rispettivamente occupati delle valutazioni di DHH e di SeeWeb Holding<sup>1</sup> (d'ora in poi anche i "Consulenti").

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di DHH e di SeeWeb Holding, anche sulla base delle indicazioni dei rispettivi Consulenti, non abbiamo effettuato una valutazione economica delle Società oggetto dell'operazione di Fusione. Tali valutazioni sono state svolte esclusivamente dagli organi amministrativi delle Società e dai Consulenti incaricati da DHH e da SeeWeb Holding. Più precisamente i Consulenti hanno rilasciato in data 23 aprile 2020 la Relazione di stima di DHH e di SeeWeb Holding dalla quale emergono i valori economici delle Società rispettivamente pari a Euro 15.336.864 DHH e a Euro 31.219.605 SeeWeb Holding.

---

<sup>1</sup> il dott. F. Redaelli ha inoltre effettuato la valutazione di SeeWeb ai fini del suo conferimento in SeeWeb Holding come descritto successivamente al paragrafo 4.1.1 "La riorganizzazione del gruppo SeeWeb"

La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni

---

Le procedure descritte nella presente Relazione sono state da noi effettuate al solo scopo di esprimere un giudizio sui metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società per determinare il Rapporto di Cambio e pertanto:

- non hanno alcuna validità per finalità diverse
- non costituiscono in alcun modo una valutazione di merito sull'opportunità dell'operazione di Fusione, né sulle motivazioni della Fusione espresse nelle Relazioni degli Amministratori.

Le conclusioni esposte nella presente Relazione sono, inoltre, basate sul complesso delle indicazioni e delle considerazioni in essa contenute; pertanto, nessuna parte della Relazione potrà essere considerata, o comunque utilizzata, disgiuntamente dal documento nella sua interezza.

## **4 L'OPERAZIONE DI FUSIONE E I SOGGETTI COINVOLTI**

Le principali operazioni precedenti alla Fusione, la descrizione sintetica dell'Operazione di Fusione, le società coinvolte nell'operazione di Fusione e la loro governance, l'attività svolta e il modello di business, sono dettagliatamente riportati nei successivi paragrafi.

### **4.1 Le principali operazioni precedenti alla Fusione**

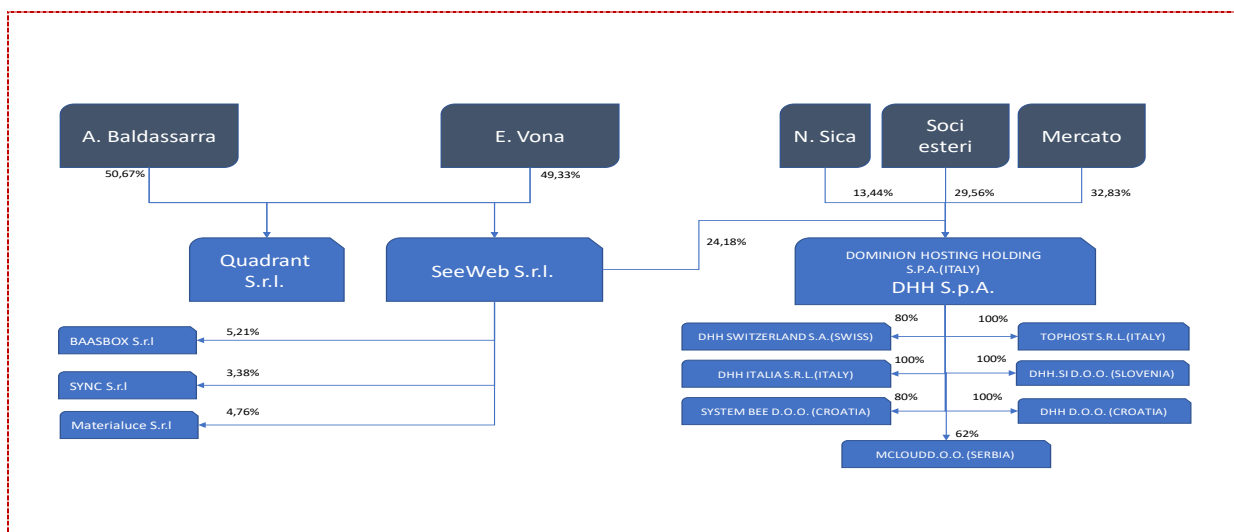
Nel successivo paragrafo 4.1.1 "La riorganizzazione del gruppo SeeWeb" abbiamo sinteticamente riportato le principali operazioni societarie effettuate nel corso degli ultimi anni mentre nel paragrafo 4.1.2 "L'Accordo Quadro e la Business Combination" abbiamo descritto i caratteri principali dell'Accordo Quadro e dell'aggregazione industriale tra DHH e SeeWeb Holding (*Business Combination*).

#### **4.1.1 La riorganizzazione del gruppo SeeWeb**

La riorganizzazione del gruppo SeeWeb è passata dapprima attraverso un'operazione di scissione e poi, nel febbraio 2020, attraverso un conferimento.

In particolare la situazione pre scissione era la seguente:

La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni



### La Scissione

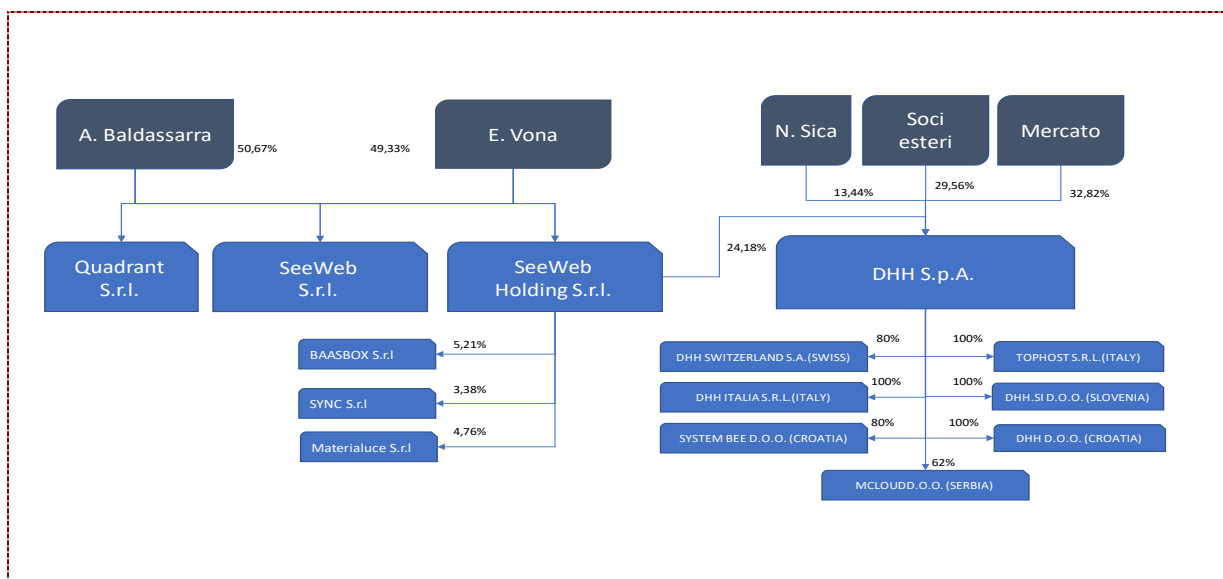
In data 14 dicembre 2018, con atto a rogito del notaio Giovanni Piacitelli si è conclusa l'operazione di scissione parziale proporzionale di SeeWeb. Nell'ambito di tale scissione, sono stati trasferiti:

- alla società Quadrant S.r.l (società preesistente partecipata da A. Baldassarra e da E. Vona) tutti gli elementi attivi e passivi attinenti all'attività immobiliare di SeeWeb, i.e. terreni e fabbricati, per un attivo pari a Euro 3.258.449 oltre ai contratti passivi aventi per oggetto la manutenzione e vigilanza dei predetti terreni e fabbricati, con i relativi debiti, per un passivo pari a Euro 82.564;
- a SeeWeb Holding (società di nuova costituzione) tutti gli elementi attinenti all'attività di detenzione di partecipazioni immobilizzate di SeeWeb, i.e. partecipazioni societarie operanti nel campo IT, per un attivo pari a Euro 2.083.553.

Dopo la scissione la situazione era la seguente:



La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni



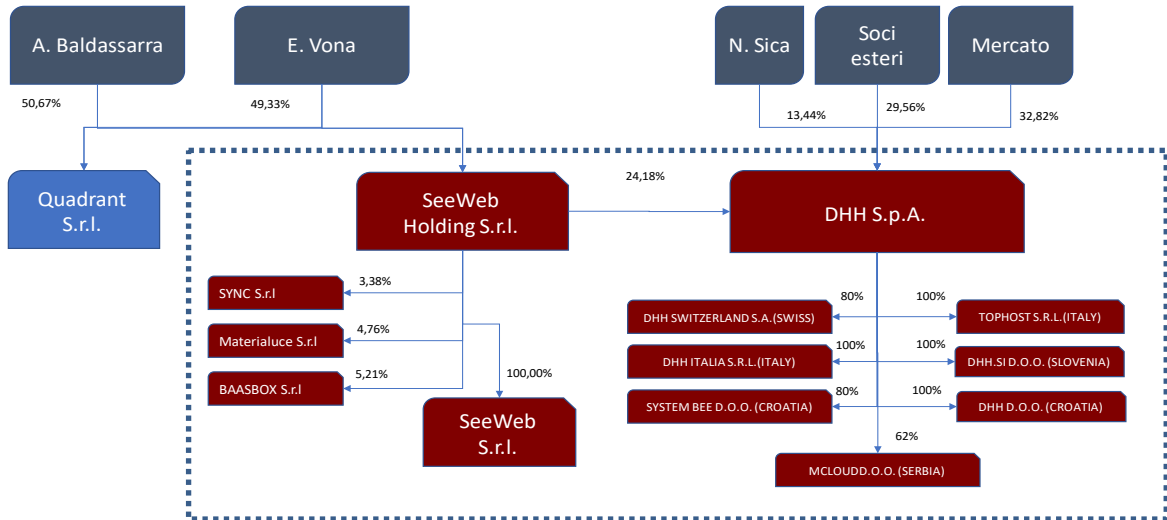
### Il Conferimento

In data 24 febbraio 2020, con atto a rogito del notaio Giovanni Piacitelli, l'Assemblea dei soci di SeeWeb Holding ha deliberato un aumento di capitale a pagamento da Euro 10.000 a Euro 95.199, mediante emissione di quote per un valore nominale di pari importo e da offrirsi in opzione ai soci in proporzione alle quote dagli stessi già detenute. Sempre in data 24 febbraio 2020 predetto aumento di capitale è stato interamente sottoscritto e liberato dai soci SeeWeb Holding, *pro-quota* in proporzione alle quote dagli stessi rispettivamente detenute nella Incorporanda, mediante conferimento delle quote rappresentative dell'intero capitale sociale di SeeWeb.

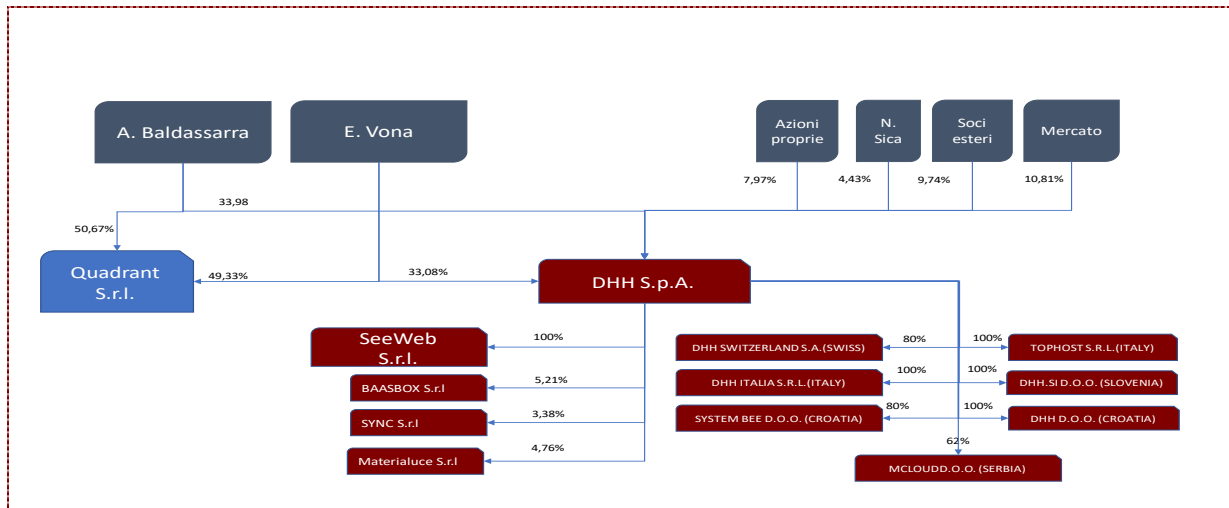
Ai fini del Conferimento la società ha dato mandato al dott. F. Redaelli di effettuare la perizia di stima ai sensi dell'Art. 2465 del C.C.. Il dott. F. Redaelli in data 14 febbraio 2020 ha asseverato dinnanzi al notaio Simone Guerra la perizia dalla quale emerge che il valore del capitale economico della SeeWeb è pari a Euro 30.554.911.

Dopo aver effettuato le operazioni precedentemente riportate il perimetro del gruppo SeeWeb che parteciperà alla Fusione risulterà il seguente:

La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni



A seguito della riorganizzazione societaria e dell'operazione di Fusione DHH possiederà interamente il capitale sociale di SeeWeb e le quote di partecipazioni nelle società minori Baabox S.r.l, Sync S.r.l e Materialuce S.r.l precedentemente partecipate da SeeWeb Holding.



La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni

---

A esito della Fusione il capitale sociale di DHH sarà posseduto per il 33,98% da A. Baldassarra<sup>2</sup>, per il 33,08% da E. Vona, per il 10,81% dal mercato, per il 9,74% dagli ex soci esteri di DHH e per il 4,43% da N.Sica. DHH possederà inoltre azioni proprie<sup>3</sup> per il 7,97%.

#### **4.1.2 L'Accordo Quadro e la Business Combination**

In data 21 maggio 2020 è stato sottoscritto tra DHH, da una parte, e SeeWeb Holding ed i sig.ri A. Baldassarra e E. Vona (soci di SeeWeb Holding), dall'altra, un accordo quadro di investimento (l'"Accordo Quadro") volto a disciplinare l'operazione di aggregazione industriale tra DHH e le attività di SeeWeb Holding (costituite dalle società da questa partecipate ed, in particolare, dalla controllata operativa SeeWeb S.r.l.) – finalizzata a creare un nuovo gruppo integrato sinergicamente attivo nel settore della fornitura di servizi di *information technology* – (l'"Operazione Rilevante") soggetta alla relativa approvazione assembleare.

DHH dopo un'attenta attività di valutazione e verifica, ha ritenuto che l'aggregazione industriale tra il gruppo DHH e SeeWeb Holding rappresentasse una significativa opportunità di sviluppo e crescita per le società partecipanti alla Fusione, poiché comporta il rafforzamento delle posizioni dei rispettivi gruppi societari in settori in cui essi, pur essendo già presenti, operano solo marginalmente (ovvero il settore del *cloud computing* per il gruppo DHH e il settore del *web hosting* per il gruppo SeeWeb Holding), con rilevanti economie di scala derivanti dall'aggregazione dei relativi *business* e significativo ampliamento della gamma di servizi IT da offrirsi sul mercato da parte di un'unica integrata struttura societaria.

Si segnala, che l'Operazione rappresenta altresì una "operazione con parti correlate" a ragione del ruolo di A. Baldassarra (oltre che socio di maggioranza ed Amministratore Unico di SeeWeb Holding) è anche Consigliere di Amministrazione di DHH. Sull'Operazione Rilevante è stato espresso, in data 14 maggio 2020, motivato parere favorevole del Comitato Parti Correlate di DHH a ragione dei predetti rapporti di collegamento.

L'efficacia dell'Accordo Quadro è, come previsto dallo stesso, risolutivamente condizionata, tra l'altro, alla mancata approvazione da parte degli azionisti di DHH della Fusione nel rispetto delle maggioranze assembleari previste dall'art. 49, comma 1, lett. g) del regolamento degli emittenti approvato con delibera Consob n. 11971/99 ai fini dell'esenzione dall'obbligo (in capo ai soci SeeWeb Holding), di promuovere un'offerta pubblica di acquisto totalitaria sulle azioni di DHH (c.d. meccanismo di "*whitewash*"<sup>4</sup>).

---

<sup>2</sup> tale % non comprende le n° 9.150 azioni che A. Baldassarra possiede direttamente (nei prospetti inseriti tra la quota "mercato"). Nel caso si considerassero anche queste azioni, A. Baldassarra verrebbe a detenere il 34,18% (n. azioni 1.544.592); conseguentemente la quota del "mercato" si ridurrebbe allo 10,61% (n. azioni 479.400)

<sup>3</sup> originatesi dal rapporto partecipativo pari al 24,18% di SeeWeb Holding in DHH che per effetto della Fusione si è trasformato in azioni proprie

<sup>4</sup> per effetto del meccanismo di Whitewash, infatti, l'obbligo di offerta pubblica di acquisto totalitaria, prevista dall'articolo 106 del D.lgs. 58/1998 e successive modifiche e integrazioni ("TUF") applicato per richiamo volontario previsto all'articolo 14 "*Disposizioni in materia di offerta pubblica di acquisto*" dello statuto sociale di DHH, non sussiste se è conseguente a operazioni di fusione o scissione approvate con delibera assembleare della società i cui titoli dovrebbero altrimenti essere oggetto di offerta e, fermo quanto previsto dagli articoli 2368, 2369 e 2373 del codice civile, secondo le maggioranze sopra richiamate.

La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni

---

## **4.2 Descrizione sintetica dell'Operazione**

L'Operazione consiste nell'aggregazione industriale (c.d. "*business combination*") delle attività del gruppo a cui è a capo SeeWeb Holding con le attività del gruppo a cui è a capo DHH, da realizzarsi mediante Fusione. Quest'ultima prevede l'incorporazione (attraverso fusione c.d. "inversa") di SeeWeb Holding in DHH, ai sensi e per gli effetti di cui agli Articoli 2501 e seguenti del codice civile.

La Fusione comporterà, alla data di efficacia della stessa, l'estinzione dell'Incorporanda ed il subentro a titolo universale di DHH tutte le attività e passività, come i diritti e gli obblighi di SeeWeb Holding, ivi incluse le complessive n° 360.000 azioni DHH di titolarità di SeeWeb Holding che verranno acquisite al patrimonio di DHH quali azioni proprie ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2357-*bis*, primo comma, n. 3), del codice civile.

DHH darà attuazione alla Fusione mediante l'emissione di nuove azioni ordinarie, prive di indicazione del valore nominale espresso e a godimento regolare, che verranno assegnate ai soci SeeWeb Holding in proporzione al capitale da essi detenuto nell'Incorporanda. Il Rapporto di Cambio è stato definito sulla base dei criteri e dei calcoli come illustrato nel successivo paragrafo 5.5.2 "La determinazione del Rapporto di Cambio".

La Fusione configura, qualora realizzata, un'ipotesi di c.d. "*reverse take over*" ai sensi dell'articolo 14 del Regolamento Emittenti AIM Italia, ed è dunque altresì soggetta ad autorizzazione da parte dell'assemblea ordinaria di DHH, come previsto anche dall'articolo 18 del vigente statuto sociale della Società Incorporante. Il Progetto di Fusione è stato pertanto redatto sul presupposto che, preliminarmente all'approvazione dello stesso, siano approvate dall'assemblea ordinaria della Società Incorporante le proposte di deliberazione funzionali al perfezionamento dell'Operazione Rilevante ai fini del predetto disposto regolamentare.

La Fusione determina altresì l'annullamento della totalità del capitale sociale di SeeWeb Holding.

Sulla base di quanto precede – e più in particolare delle predette sinergie di carattere industriale, commerciale e finanziario – le Società Partecipanti ritengono che il nuovo gruppo, risultante dalla Fusione, rappresenti la base per un ulteriore sviluppo, anche mediante successive aggregazioni e/o acquisizioni, e che possa portare DHH a svolgere un ruolo di riferimento tra irimari operatori di mercato nel settore IT e nelle relative nicchie di riferimento.

## **4.3 Le società coinvolte nell'operazione di Fusione e la governance**

Le società coinvolte nell'operazione e la loro governance sono le seguenti:

- (i) il capitale sociale, i soci e il numero di azioni e/o quote delle Società coinvolte nella Fusione sono i seguenti:

La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni

Tabella n. 1 "Capitale sociale (in Euro), i soci e il n° di azioni e/o quote"

Società	Cap Sociale	Soci	%	Azioni/Quote	
				Numero	Tipo
DHH	148.855	<b>1</b>	100%	1.488.550	Ordinarie
SeeWeb Holding	95.199	Baldassarra A. Domenico	50,67%	482.370	n/a
		Vona Enrico	49,33%	469.620	n/a

**1** 32,82% mercato, 29,56% soci privati stranieri, 24,18% SeeWeb Holding e 13,44% N. Sica.

(ii) gli Amministratori e gli Organi di Controllo sono i seguenti:

Tabella n. 2" Gli Organi Amministrativi e di Controllo"

Descrizione	DHH	SeeWeb Holding
Amministratore Unico		Baldassarra A. Domenico
Presidente CDA	Sica Giandomenico	
AD	Cimzar Uros	
AD	Jekovec Matija	
Consigliere	Baldassarra A. Domenico	
Consigliere	Busato Guido	
Presidente Coll Sindacale	Lombardi Umberto	
Membro	Pizzutelli Stefano	
Membro	Pipolo Pierluigi	
Revisore Contabile	BDO	

Amministratori e Sindaci di DHH scadono con l'approvazione del bilancio chiuso al 31 dicembre 2021 mentre l'AU di SeeWeb Holding è a tempo indeterminato. SeeWeb Holding non ha organi di controllo; si segnala tuttavia che la sua controllata principale SeeWeb che di fatto rappresenta l'intero core business della holding ha un sindaco unico (dr. Lombardi Umberto il cui mandato scade con l'approvazione del bilancio chiuso al 31 dicembre 2021) e BDO S.p.A come società di revisione contabile.

### 4.3.1 L'Attività svolta da DHH

DHH è una PMI innovativa, costituitasi in data 9 luglio 2015, a capo di un gruppo societario attivo nel settore della registrazione dei nomi a dominio, dell'*hosting* e dei servizi *software*, con particolare *focus* ai mercati digitali emergenti - in via di sviluppo ma non ancora del tutto evoluti - del Sud-Est europeo (la cosiddetta area "del Mar Adriatico"), presso cui l'Incorporante - attraverso le proprie controllate - è particolarmente presente, al fine di sfruttarne l'elevato potenziale di crescita. A seguito degli investimenti realizzati e delle operazioni di concentrazione poste in essere nell'ambito di tali realtà economiche, il gruppo DHH si compone di 7 (*sette*) società dislocate in Italia, Svizzera, Croazia, Slovenia e Serbia, che offrono a piccole e medie imprese principalmente servizi di *web hosting*, registrazione di nomi a dominio e *software*, oltre a servizi connessi e accessori.

La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni

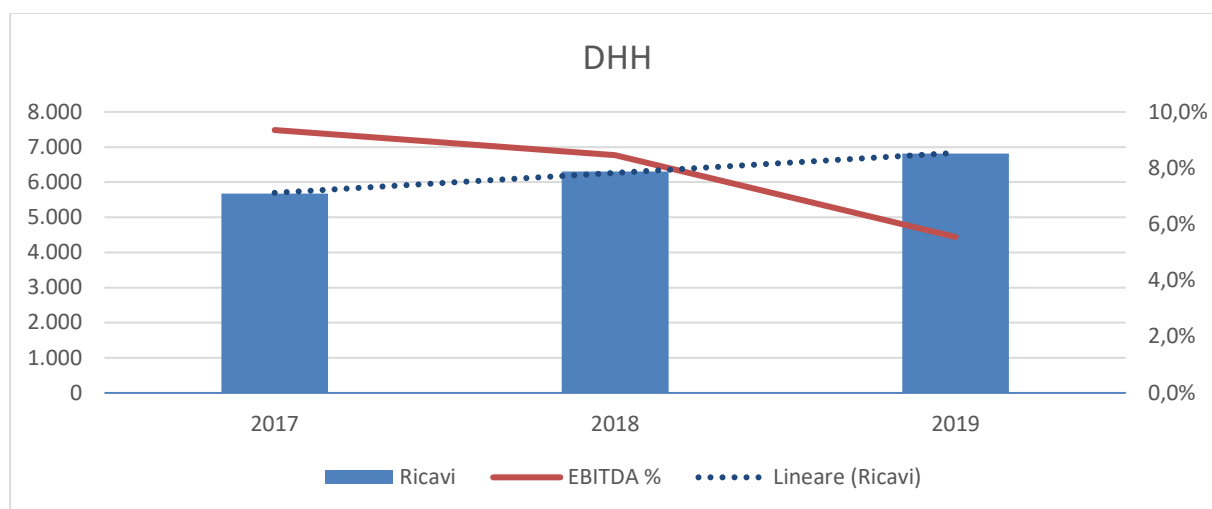
Alla data della presente Relazione gli Strumenti Finanziari DHH sono quotati su AIM Italia. L'ammissione alla quotazione è avvenuta in data 25 luglio 2016. Nell'ambito del collocamento DHH ha raccolto circa Euro 4.200.000.

Nella Tabella successiva sono riportati i principali dati finanziari del gruppo DHH relativi al triennio 2017/2019 (Euro/mila):

Tabella n.3 " Andamento economico di DHH nel triennio 2017/2019 "

Descrizione	2017	2018	2019
Ricavi	5.676	6.307	6.812
EBITDA	531	534	378
Utile	239	101	66

Nel triennio ricavi crescono di Euro 1.136 mila infatti passano da Euro 5.676 mila del 2017 a Euro 6.812 mila del 2019 (CAGR 9,55%), l'EBITDA diminuisce di Euro 153 mila passando da Euro 531 mila del 2017 a Euro 378 mila del 2019 e l'utile diminuisce di Euro 173 mila passando da Euro 239 mila del 2017 a Euro 66 mila del 2019.



DHH attualmente controlla se seguenti società:



Tophost S.r.l (Italia), controllata al 100%, è stata costituita nel 2004, con l'obiettivo di diventare un importante player italiano nel cosiddetto "mass web hosting service" per le industrie. Nel corso degli anni Tophost ha anche raggiunto una buona posizione nelle soluzioni "entry level" (domestiche) e servizi di web hosting a basso costo.

La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni

---



DHH.SI D.O.O. (Slovenia), controllata al 100%, offre servizi (i) di web hosting e (ii) di registrazione di domini e gestione di portafogli di domini, rispettivamente con i brand DHH S.p.A. DHH.SI D.O.O. Originariamente fu costituita come “web development” e più tardi divenne una “web agency”. Nel corso degli anni ha acquistato i principali concorrenti sul mercato Sloveno divenendo attualmente il principale hosting provider del mercato locale.



DHH D.O.O. (Croazia), controllata al 100%, fu costituita nel 2001. Nel corso degli anni, grazie a piccole acquisizioni e a una crescita organica è diventata il principale hosting player nel mercato locale. La società è riconosciuta sul mercato per le sue competenze tecniche e per l'elevata qualità dei servizi forniti ai clienti. Infonet d.o.o. e Hosting IT d.o.o., precedentemente controllate da DHH, sono attualmente direttamente controllate da DHH D.O.O.



DHH SWITZERLAND S.A., controllata all'80%, fu acquistata nel maggio 2017. Offre servizi di cloud computing e dedicated hosting di alta qualità, destinati a clienti professionali o “high-end” oppure utilizzati nell'ambito di importanti progetti e portali web di commercio elettronico.



DHH ITALIA S.R.L. (Italia), controllata al 100%, fu acquistata nel Maggio 2017. Offre sostanzialmente gli stessi servizi di DHH Switzerland infatti è per quest'ultima il principale rivenditore Italiano.



SYSTEM BEE D.O.O. (Croazia), controllata all'80%, è stata costituita nel Maggio 2018 a seguito di uno scissione di DHH d.o.o. (Croazia). Il suo business è quello del web hosting professionale. La sua mission è quella di diffondere grazie ad un team di ingegneri e architetti qualificati i servizi di web hosting nelle piccole e medie aziende.



MCLLOUD D.O.O. (Serbia), controllata al 62%, offre Servizi di hosting in cloud e Servizi di registrazione di domini a partire dal mese di marzo 2018 data di inizio della sua attività. Attualmente controlla direttamente la società DHH SRB d.o.o., precedentemente in carico a DHH.

Concludendo i servizi e prodotti offerti dal gruppo DHH, possono essere ricondotti alle seguenti tre categorie:

- la registrazione e il trasferimento di nomi a dominio (o “domain registration”);

La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni

- la fornitura di servizi di web hosting (hosting dedicato e hosting condiviso);
- la fornitura di servizi di hosting in cloud e servizi connessi all'utilizzo di strumenti IT volti a incrementare la produttività aziendale,

### 4.3.2 L'Attività svolta da SeeWeb Holding

SeeWeb Holding è una *holding* a capo di un gruppo societario attivo – principalmente attraverso la controllata totalitaria SeeWeb S.r.l. – nel settore del *cloud computing* che offre ai propri clienti (sia soggetti pubblici che privati) servizi di tipo SaaS, IaaS e PaaS, oltre a una vasta gamma di ulteriori servizi IT, quali *hosting* condivisi, *server* dedicati, *streaming* e *colocation*, utilizzando collegamenti in fibra ottica e servendosi di quattro *data center* di proprietà siti in Milano, Frosinone, Sesto San Giovanni e Lugano.

SeeWeb S.r.l. è stato il primo operatore a introdurre sul mercato italiano soluzioni di cloud computing e uno dei primi operatori a occuparsi della registrazione di domini in Italia.

Alla data della presente Relazione, SeeWeb Holding è titolare delle seguenti partecipazioni:



una partecipazione del 24,18% nel capitale sociale della Incorporante<sup>5</sup> costituita da complessive n. 360.000 azioni ordinarie prive di indicazione del valore nominale espresso.



una partecipazione pari al 100% del capitale sociale di “SeeWeb S.r.l.”, società di diritto italiano con sede legale in Frosinone. Tale partecipazione è stata conferita dai soci SeeWeb Holding, *pro-quota* in proporzione alle quote dagli stessi rispettivamente detenute nella Società Incorporanda, mediante conferimento delle quote rappresentative dell'intero capitale sociale di SeeWeb (si rimanda al precedente paragrafo 4.1.1 “La riorganizzazione di SeeWeb”).



una partecipazione pari al 3,38% del capitale sociale di “Sync S.r.l.”, società di diritto italiano con sede legale in Roma, attiva con il marchio “Majeeko” permette agli utenti di creare un sito aziendale bello, innovativo e sempre aggiornato automaticamente con news, gallery, eventi, mappe e contatti.



una partecipazione pari al 5,21% del capitale sociale di “Baasbox S.r.l.”, società di diritto italiano con sede legale in Roma che offre servizi nella progettazione digitale nell'area della ricerca, della strategia, del design e dello sviluppo

<sup>5</sup> possiede inoltre n. 360.000 Warrant DHH. Previa delibera dell'Assemblea dei soci di SeeWeb Holding del 3 febbraio 2020, sono stati assegnati ai soci SeeWeb Holding (*pro-quota*, in proporzione alla % di partecipazioni sociali rispettivamente detenute nella Incorporanda) a fronte della corresponsione del relativo prezzo di riferimento al 28 gennaio 2020 (*i.e.* l'ultimo prezzo di riferimento disponibile al momento della citata delibera assembleare) come pubblicato da Borsa Italiana, pari a Euro 0,48 per ciascun Warrant DHH, per complessivi Euro 172.800.



La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni

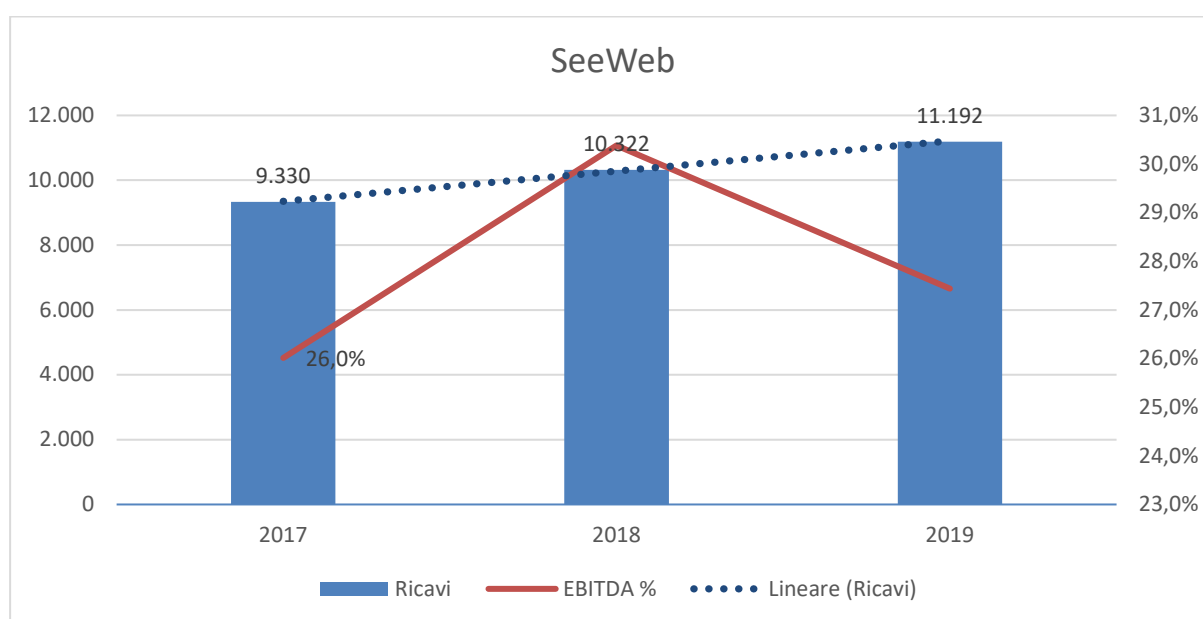


una partecipazione pari al 4,76% del capitale sociale di "Materialuce S.r.l.", società di diritto italiano con sede legale in Terni che ha sviluppato luci e sistemi di illuminazione innovativi che combinano i seguenti fattori: design, innovazione, realtà aumentata, e interazioni naturali.

Nella Tabella successiva sono riportati i principali dati economici di SeeWeb relativi al triennio 2017/2019 (Euro/mila):

Tabella n.4 " Andamento economico di SeeWeb triennio 2017/2019"

Descrizione	2017 <sup>6</sup>	2018 <sup>7</sup>	2019 <sup>8</sup>
Ricavi	9.330	10.322	11.192
EBITDA	2.427	3.136	3.071
Utile	1.108	1.543	1.622



Nel triennio ricavi crescono di Euro 1.862 mila infatti passano da Euro 9.330 mila del 2017 a Euro 11.192 mila del 2019 (CAGR 9,52%), l'EBITDA cresce di Euro 644 mila passando da Euro 2.427 mila del 2017 a Euro 3.071 mila del 2019 e l'utile cresce di Euro 514 mila passando da Euro 1.108 mila del 2017 a Euro 1.622 mila del 2019.

<sup>6</sup> fonte: bilancio SeeWeb S.r.l al 31 dicembre 2017

<sup>7</sup> fonte: bilancio SeeWeb S.r.l al 31 dicembre 2018

<sup>8</sup> fonte: dati pro forma SeeWeb S.r.l al 31 dicembre 2019

La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni

---

## **5 I METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO**

Gli organi amministrativi delle Società partecipanti alla Fusione sono giunti alla determinazione del Rapporto di Cambio a seguito di una ponderata valutazione, tenendo conto della natura dell'operazione ed adottando metodi di valutazione comunemente utilizzati, anche a livello internazionale, per operazioni di tale natura, per imprese operanti nei settori di riferimento ed adeguati alle caratteristiche di ciascuna Società partecipante alla Fusione.

Ai fini dell'analisi dell'operazione e della propria valutazione del Rapporto di Cambio, il Consiglio di Amministrazione di DHH ha tenuto conto delle considerazioni valutative del proprio consulente finanziario prof. Leonardo Etro mentre, l'Amministratore Unico di SeeWeb Holding, ai fini dell'analisi dell'operazione e della propria valutazione del Rapporto di Cambio, ha preso atto delle conclusioni raggiunte dal proprio consulente finanziario dott. Fabrizio Redaelli.

La scelta dei metodi di valutazione, le descrizioni delle metodologie utilizzate dagli Amministratori, le difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori e i risultati emersi dalle valutazioni effettuate dagli Amministratori sono riportate nei successivi paragrafi.

### **5.1 La scelta del metodo di valutazione**

Nella fusione tra società, l'obiettivo della valutazione è la determinazione dei valori relativi dei capitali economici e del conseguente Rapporto di Cambio, cioè della proporzione fra il n° delle azioni della società incorporanda ed il n° delle azioni che l'incorporante assegna ai soci dell'incorporanda. Lo scopo principale delle valutazioni delle società interessate da fusioni, quindi, più che la stima dei valori assoluti del capitale economico, è rappresentato dall'ottenimento di valori relativi raffrontabili ai fini della determinazione del rapporto di cambio. Le società oggetto dell'operazione devono pertanto essere valutate in base a criteri omogenei, in modo che i risultati delle analisi valutative siano pienamente confrontabili.

Come indicato nelle rispettive Relazioni degli Amministratori, gli organi amministrativi di DHH e di SeeWeb Holding, preso atto delle considerazioni valutative elaborate dai rispettivi Consulenti, hanno selezionato i criteri di valutazione ritenuti più coerenti con le finalità dell'analisi, che consistono nella determinazione del Rapporto di Cambio tra le azioni di DHH e le quote di SeeWeb Holding nell'ambito della Fusione.

La selezione dei metodi di valutazione è stata operata, come di consueto nella prassi professionale, nell'intento di identificare valori significativamente raffrontabili per la determinazione del Rapporto di Cambio, avendo riguardo agli azionisti e ai soci delle Società partecipanti alla Fusione. Al fine di esprimere valori raffrontabili, per la determinazione del Rapporto di Cambio sono state quindi adottate dagli Amministratori metodologie di valutazione per le Società partecipanti alla Fusione in ipotesi di continuità gestionale delle aziende in oggetto, ed i relativi risultati non possono essere considerati rappresentativi di una valutazione a sé stante delle due Società partecipanti alla Fusione, né messi a confronto con eventuali prezzi di acquisizione o cessione. Dette valutazioni possono quindi differire rispetto ad altre valutazioni effettuate in contesti o con finalità diverse, anche con riguardo alla selezione dei criteri e delle metodologie utilizzati.

La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni

---

Gli Amministratori sottolineano che i valori, determinati sulla base dei presupposti precedenti, indicati nei paragrafi che seguono, non riflettono il valore derivante dalle sinergie conseguenti all'integrazione delle due aziende.

Tenuto conto di quanto precede, anche sulla base di quanto indicato dai Consulenti di DHH e di SeeWeb, sono state adottate dagli Amministratori le seguenti metodologie valutative:

a) per DHH

- metodo principale: DCF
- metodo di controllo: MTC e MM

b) per SeeWeb Holding

- metodo principale: Net Asset Value (NAV)

Proprio per tener conto delle differenti caratteristiche delle stesse Società (DHH è una società operativa a tutti gli effetti mentre SeeWeb Holding è una holding di partecipazioni), gli Amministratori hanno ritenuto ragionevole utilizzare differenti metodi di valutazione; inoltre hanno altresì deciso di non considerare il valore di mercato delle azioni DHH né come metodo principale né come metodo di controllo in quanto le quotazioni al listino AIM si riferiscono a un numero di scambi relativamente limitato ancorché regolato da Borsa Italiana.

## **5.2 La data di riferimento**

Ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2501-*quater* del codice civile, la Fusione verrà deliberata sulla base delle situazioni patrimoniali desumibili dal bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2019 per quanto attiene all'Incorporante e sulla base della situazione economico-patrimoniale infraannuale al 29 febbraio 2020 per quanto attiene all'Incorporata.

L'utilizzo di differenti date di riferimento è dovuto al fatto che gli organi amministrativi delle società partecipanti alla Fusione hanno ritenuto più ragionevole che non attendere il completamento dell'operazione di Conferimento della società SeeWeb S.r.l in SeeWeb Holding, avvenuta in data 24 febbraio 2020; conseguentemente la prima data disponibile per la redazione della situazione economico-patrimoniale infraannuale di SeeWeb Holding era il 29 febbraio 2020.

L'Esperta ritiene ragionevole e condivisibile l'approccio seguito dagli organi amministrativi delle Società partecipanti alla Fusione anche alla luce del fatto che tale differente base di partenza non ha compromesso i risultati emersi dai metodi di valutazione utilizzati.

## **5.3 Descrizione delle metodologie utilizzate dagli Amministratori**

La descrizione dei metodi principali e di controllo utilizzati dagli Amministratori sono dettagliatamente riportati nei successivi paragrafi.

La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni

---

### 5.3.1 Metodi principali

Come riportato precedentemente, gli Amministratori delle Società hanno utilizzato come metodi principali il DCF per la valutazione di DHH e il NAV per la valutazione di SeeWeb Holding. In particolare osservano che:

#### DHH

Il DCF è stato utilizzato per determinare il valore del capitale della società, in considerazione delle caratteristiche di tale metodo, quali la flessibilità e la capacità di cogliere e valutare la generazione di cassa, la redditività, la crescita e il profilo di rischio specifici della società.

Il metodo del DCF prevede l'attualizzazione dei flussi monetari che la società sarà in grado di generare e stima il valore economico di un'azienda sulla base dei seguenti aggregati:

- flussi di cassa operativi netti attualizzati che la società sarà presumibilmente in grado di generare in un periodo di previsione analitico esplicito
- flussi di cassa operativi netti attualizzati stimati successivamente al periodo di previsione esplicita (il valore terminale, calcolato come valore attuale di una rendita perpetua di ammontare pari ad un flusso di cassa operativo netto ritenuto sostenibile in "Perpetuity")

il tutto al netto dell'indebitamento finanziario e degli interessi di terzi, come espresso dalla seguente formula:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+WACC)_t} + \frac{VT}{(1+WACC)_n} + IFN$$

dove:

W= Valore del capitale economico della società

FC<sub>t</sub> = Flusso di cassa operativo netto annuale atteso nel periodo t

VT= Valore Terminale

IFN = Indebitamento Finanziario Netto al momento t=0

N = Numero di periodi di proiezioni

WACC = Costo medio ponderato del capitale (Weighted Average Cost of Capital)

I flussi di cassa operativi netti sono relativi all'attività caratteristica della società oggetto di valutazione. Tali flussi sono stimabili come segue:

- + Reddito operativo
- effetto fiscale figurativo sul reddito operativo
- = *NOPAT (Net Operating Profits After Taxes)*
- + ammortamenti/accantonamenti/svalutazioni non monetarie
- +/-  $\Delta$  capitale circolante netto
- +/-  $\Delta$  fondi
- investimenti netti
- = *Flusso di cassa operativo netto*

La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni

---

Il Valore Terminale, invece, rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa operativi netti previsti per il periodo successivo all'orizzonte temporale esplicito di riferimento; esso è stimato come segue:

$$VT = \frac{FCF_{(n+1)}}{(WACC - g)}$$

dove:

g = tasso nominale di crescita perpetuo del flusso di cassa operativo netto atteso nel periodo successivo al periodo esplicito

$FCF_{t(n+1)}$  = flusso di cassa operativo normalizzato (sostenibile) dal primo anno dopo il periodo esplicito di previsione (n)

WACC = costo medio ponderato del capitale (Weighted Average Cost of Capital)

Il tasso utilizzato per l'attualizzazione dei flussi di cassa operativi netti attesi e del valore terminale è calcolato come media ponderata del costo del capitale proprio e dell'indebitamento mediante la seguente formula:

$$WACC = \left( \frac{D}{D + E} \right) \times K_d \times (1 - t) + \left( \frac{E}{D + E} \right) \times K_e$$

dove:

D = indebitamento finanziario netto tendenziale di settore

E = valore del capitale proprio tendenziale di settore

$K_d$  = costo dell'indebitamento

$K_e$  = costo del capitale proprio

In particolare, il costo del capitale di debito rappresenta il tasso di finanziamento a lungo termine applicabile a società o attività economiche di simile rischiosità rettificato della componente fiscale. Il costo del capitale proprio riflette il rendimento atteso dell'investitore e viene stimato nella prassi prevalente sulla base del Capital Asset Pricing Model (CAPM), definito dalla seguente formula:

$$K_e = R_f + \beta \times R_m + R_s$$

dove:

$R_f$  = (Free Risk premium) tasso di rendimento delle attività prive di rischio

$\beta$  = fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un'azione e il rendimento complessivo del mercato azionario di riferimento

$R_m$  = (Market risk premim) premio di rendimento richiesto dal mercato azionario di riferimento rispetto ad investimenti privi di rischio

$R_s$  = (Specific risk premim) premio di rendimento specifico attribuito alla società rispetto alle caratteristiche delle aziende quotate;

L'applicazione del metodo DCF ha comportato quindi le seguenti fasi operative:

---

La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni

- stima dei flussi di cassa relativi al periodo di proiezione esplicita di DHH risultanti delle proiezioni economico-finanziarie del Piano.
- attualizzazione dei flussi di cassa sopra descritti attraverso l'utilizzo di un appropriato tasso di sconto
- stima del Terminal Value. In particolare, il Terminal Value è stato calcolato prendendo come riferimento il flusso di cassa medio del periodo di proiezione esplicita sulla base della formula della rendita perpetua crescente e l'applicazione di un tasso di crescita di lungo periodo ("g") appropriato oltre che attualizzato
- all'Enterprise Value così ottenuto è stato sottratto il valore di bilancio dell'indebitamento finanziario netto, opportunamente rettificato;
- non sono stati evidenziati surplus di asset quali partecipazioni non consolidate e/o immobili non strumentali all'attività ordinaria;
- non vi sono minorities da considerare

Le principali assunzioni del metodo DCF sono le seguenti:

- Anni di piano: 3 (dal 2020 al 2022) con terminal value calcolato sull'ultimo anno di Piano
- WACC: 10,68 % determinato attraverso l'applicazione dei seguenti parametri:
  - $K_e$  pari al 10,68 % di cui
    - ▣  $R_f$ ; Risk Free Rate: 1,11% (pari alla media ponderata dei rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni al 30 marzo 2020 per quanto riguarda l'Italia, la Slovenia, la Croazia, la Svizzera e la Serbia, ovvero i Paesi in cui DHH estende il proprio perimetro d'azione, con peso determinato in base alla distribuzione del fatturato e/o alla presenza di sedi operative della società. In tal senso si è tenuto conto che DHH produce il 30% del fatturato in Italia, il 25% in Slovenia, un ulteriore 32% in Croazia, il 5% in Svizzera e l'8% in Serbia. Tali tassi riflettono peraltro le azioni di politica monetaria messe in atto dalle Banche Centrali come misura di contenimento degli effetti negativi relativi al diffondersi di COVID-19)
    - ▣  $R_m$ ; Market Premium: 7,91% (calcolato con una logica coerente rispetto a quanto fatto con riguardo al tasso privo di rischio. Esso è stato scelto in conformità ai tassi, riferiti al mercato europeo, utilizzati dagli operatori specializzati in operazioni straordinarie nel corso del 2019<sup>9</sup>. Il valore del MRP utilizzato risulta al di sopra delle stime di altri operatori specializzati e riflette la volontà della società di adottare un approccio prudentiale
    - ▣  $\beta$ ; Beta 0,895 (comparable estratto da Damodaran con riferimento al settore *Software Internet - Europe*. Fonte: A. Damodaran nella sua ultima release 2020);
    - ▣  $R_s$ ; Specific Risk Premium: 2,50%<sup>10</sup>
  - D/E; pari a zero (la società risulta finanziata al 100% tramite equity. Non vi sono posizioni debitorie)
  - $K_d$  pari a zero (non esistendo posizioni debitorie fa sì che il WACC corrisponde di fatto al  $K_e$ )

<sup>9</sup> Fernandez P., Market Risk Premium used in 69 countries in 2019

<sup>10</sup> nonostante la società è quotata all'AIM l'organo amministrativo ha ricalcolato i Beta per tener conto del fatto che i ridotti volumi di scambio del titolo DHH hanno un effetto significativo sul prezzo conseguentemente il Beta, pubblicamente disponibile, non è espressivo della correlazione che titoli dello stesso settore con maggiori livelli di liquidità hanno rispetto all'andamento del mercato, visto che il rendimento del titolo DHH è fortemente influenzato dagli scarsi volumi di scambio

La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni

- *g; Growth Rate*: 1,94% - stimata dal management corrispondente alla crescita prevista per i Paesi, che compongono il fatturato, nell'orizzonte 2020-2060 o 2020-2024<sup>11</sup>;
- PFN: tiene conto dell'indebitamento finanziario reale (pari a zero). Il valore conseguente è pertanto derivante da cassa ed equivalenti pari Euro 2.225.702.

### **SeeWeb Holding**

Il metodo del NAV è comunemente utilizzato nella valutazione di società per le quali il patrimonio costituisce l'elemento preponderante del valore dell'azienda; il metodo del NAV determina il valore del capitale in base al valore equo di ciascuna delle attività e passività finanziarie della società disgiuntamente considerate. Per "valore equo" si intende il valore di realizzo delle attività e di estinzione delle passività al netto degli effetti fiscali eventualmente applicabili. Si tratta di un metodo di tipo patrimoniale semplice.

L'Amministratore segnala che la scelta di adottare il metodo del NAV per la valutazione di SeeWeb Holding è stata determinata dalla particolare natura della società, il cui asset principale è costituito dalle partecipazioni di controllo e non in alcune società. In particolare l'Amministratore, ha applicato il NAV valorizzando le "Immobilizzazioni Finanziarie" dopo averle suddivise in tre distinte categorie:

- partecipazione in imprese controllate: Seeweb S.r.l (100%)
- partecipazione in imprese collegate: DHH (24,18%)
- partecipazioni in altre imprese : Baasbox S.r.l (5,21%), Sync S.r.l (3,38%), Materialuce S.r.l (4,76%)



#### Partecipazione in imprese controllate: Seeweb S.r.l (100%)

Il valore di realizzo (o valore corrente) della partecipazione in SeeWeb è stato determinato applicando la metodologia del DCF<sup>12</sup>. Le principali assunzioni utilizzate sono le seguenti:

- Anni di piano: 3 (dal 2020 al 2022) con terminal value calcolato sull'ultimo anno di Piano
- WACC: 9,12 % determinato attraverso l'applicazione dei seguenti parametri:
  - $K_e$  pari al 12,70 % di cui
    - ✚  $R_f$ ; Risk Free Rate: 1,42% (pari alla media ponderata dei rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni al 30 marzo 2020 per quanto riguarda l'Italia, la Slovenia, la Croazia, la Svizzera e la Serbia, ovvero i Paesi in cui SeeWeb estende il proprio perimetro d'azione, con peso determinato in base alla distribuzione del fatturato e/o alla presenza di sedi operative della società. In tal senso si è tenuto conto che SeeWeb produce il 90% del fatturato in Italia e residualmente negli altri paesi. Tali tassi riflettono peraltro le azioni di politica monetaria messe in atto dalle Banche Centrali come misura di contenimento degli effetti negativi relativi al diffondersi di COVID-19)
    - ✚  $R_m$ ; Market Premium: 6,49% (calcolato con una logica coerente rispetto a quanto

<sup>11</sup> le previsioni fino al 2060 sono disponibili per Italia, Svizzera e Slovenia sul sito OECD: <https://data.oecd.org/gdp/real-gdp-long-term-forecast.htm#indicator-chart>. Per quanto concerne Croazia e Serbia sono state utilizzate le stime al 2024 dell'Economist Intelligence Unit.

<sup>12</sup> l'AU ha effettuato la valutazione con il supporto professionale del dott. F. Redaelli che in data 23 aprile 2020 ha emesso una Relazioni di stima

La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni

fatto con riguardo al tasso privo di rischio. Esso è stato scelto in conformità ai tassi, riferiti al mercato europeo, utilizzati dagli operatori specializzati in operazioni straordinarie nel corso del 2019<sup>13</sup>. Il valore del MRP utilizzato risulta al di sopra delle stime di altri operatori specializzati e riflette la volontà della società di adottare un approccio prudentiale

✚  $\beta$ ; Beta 0,895 (comparable estratto da Damodaran con riferimento al settore *Software Internet - Europe*. Fonte: A. Damodaran nella sua ultima release 2020 rettificato del fattore D/E e del tax rate al 24%);

✚  $R_s$ ; Specific Risk Premium: 3,50% (valore che tiene conto del valore di riferimento di alcuni comparabili diretti quotati sui listini di borsa e della prevista fase di incertezza sui mercati)

- D/E: pari al 45% (determinato sulla base del rapporto tra debiti finanziari e patrimonio netto della società alla data del 31 dicembre 2019)
- $K_d$  pari a 1,43% (stimato come costo pre-tax corrente del debito finanziario in essere proprio della società)
- $g$ ; Growth Rate ("g"): 1,22% - stimata dal management corrispondente alla crescita prevista per l'Italia nell'orizzonte 2020-2060 o 2020-2024<sup>14</sup>;
- PFN: tiene conto dell'indebitamento finanziario reale (pari a zero). Il valore conseguente è pertanto derivante da cassa ed equivalenti pari Euro 1.067.877.

Il valore del capitale economico ottenuto è pari a Euro 26.205.842 (Enterprise Value) a cui sommano una PFN di Euro 1.067.877 si ottiene un Equity Value di Euro 27.273.719.

#### **b** Partecipazione in imprese collegate: DHH (24,18%)

Per la valorizzazione della partecipazione del 24,18% nel capitale sociale di DHH l'AU ha fatto riferimento alla valutazione fatta dall'organo amministrativo di DHH<sup>15</sup> dalla quale emerge che il valore del capitale economico di DHH è pari a Euro 15.336.864 (100% Enterprise Value) a cui sommando la PFN di Euro 2.225.702 si ottiene un Equity Value di competenza di SeeWeb (24,18%) pari a Euro 3.708.454.

#### **c** Partecipazioni in altre imprese : Baasbox S.r.l (5,21%), Sync S.r.l (3,38%), Materialuce S.r.l (4,76%)

L'organo amministrativo ha assunto che il valore di mercato delle "Partecipazioni in altre imprese" sia correttamente espresso dal valore di iscrizione nel bilancio di Seeweb Holding (costo storico), anche alla luce della scarsa significatività dei valori desumibili dall'applicazione dei metodi tradizionali di valutazione a entità di recente costituzione (start-up); conseguentemente il valore corrente complessivo è pari a Euro 250.101 di cui Euro 99.999 Baasbox, Euro 50.102 Sync e Euro 100.000 Materialuce.

<sup>13</sup> Fernandez P., Market Risk Premium used in 69 countries in 2019

<sup>14</sup> le previsioni fino al 2060 sono disponibili per Italia, Svizzera e Slovenia sul sito OECD: <https://data.oecd.org/gdp/real-gdp-long-term-forecast.htm#indicator-chart>. Per quanto concerne Croazia e Serbia sono state utilizzate le stime al 2024 dell'Economist Intelligence Unit.

<sup>15</sup> il CDA ha effettuato la valutazione con il supporto del prof. L. Etrò che in data 23 aprile 2020 ha emesso la Relazione di stima



La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni

Concludendo il valore complessivo corrente di n° 95.199 quote rappresentative dell'intero capitale sociale di Seeweb Holding è stato stimato in complessivi Euro 31.219.605 così composti:

Tabella n.5 "Riepilogo valutazione di SeeWeb Holding"

Descrizione	% part.	Metodo	Euro
SeeWeb	100%	DCF	27.273.719
DHH	24,18%	DCF	3.708.454
Baasbox	5,21%	Costo	99.999
Sync	3,38%	Costo	50.102
Materialuce	4,76%	Costo	100.000
<i>Sub totale</i>			<i>31.232.274</i>
Other Assets di SeeWeb Holding		Valore Nominale	7.839
Other Liabilities di SeeWeb Holding		Valore Nominale	( 20.507)
<b>Totale</b>			<b>31.219.605</b>

Il fair value delle altre attività e delle altre passività è pari al valore nominale, ovvero al valore contabile delle poste già iscritte nella situazione interinale di riferimento.

### 5.3.2 Metodi di controllo

Come riportato precedentemente gli Amministratori di DHH hanno utilizzato come metodo di controllo: i) i Multipli da Transazioni Comparabili e ii) i Multipli di Mercato di società comparabili quotate.

L'organo amministrativo ha applicato entrambe le metodologie in modo rigoroso e ragionato partendo dall'estrazione di un campione di società appartenenti allo stesso settore con quello, alla formazione di una short list di imprese comparabili, alla pulizia del campione con l'eliminazione dei multipli privi di significato fino alla scelta finale dei multipli appropriati ai fini della valutazione; inoltre in considerazione dei recenti effetti relativi al diffondersi di COVID-19, in ottica prudentiale ha deciso di applicare un fattore di sconto alle valutazioni così ottenute.

L'analisi dei multipli di valore relativi a transazioni comparabili consente di ottenere significative informazioni in merito al "probabile prezzo di mercato" di un'impresa. Va però sottolineato che il prezzo negoziato in operazioni di fusione e acquisizione può differire anche sostanzialmente dalla quotazione in Borsa di un titolo azionario, in quanto, oltre che dalle variabili di natura fondamentale, dipende anche dalle condizioni che qualificano la specifica transazione.

La metodologia delle transazioni comparabili presenta alcuni limiti, stante la difficoltà di identificare precisamente gli effettivi comparabili delle società oggetto di valutazione. Tali limiti sono relativi alle differenze che possono presentare in termini di tipologia di attività svolta, dimensioni, grado di diversificazione delle attività, grado di diversificazione internazionale, governance e politiche finanziarie.

Secondo il metodo dei Multipli di Mercato, il valore di una società dipende dalle indicazioni fornite dal mercato borsistico con riguardo a società aventi caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione. Il metodo si basa sulla determinazione di multipli calcolati come rapporto tra valori

La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni

---

di Borsa e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione di società comparabili. I multipli così determinati vengono applicati, con le opportune integrazioni e aggiustamenti, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, al fine di stimarne un intervallo di valori.

Data la natura di tale metodo, risulta particolarmente critica l'affinità, da un punto di vista operativo e finanziario, fra le società incluse nel campione di riferimento e le società oggetto di valutazione. La significatività dei risultati è, infatti, strettamente dipendente dalla confrontabilità delle società che costituiscono il campione. I titoli prescelti devono inoltre presentare un buon grado di liquidità e non riguardare società i cui corsi potrebbero essere influenzati da particolari situazioni contingenti.

Gli Amministratori segnalano che la scelta dei multipli ritenuti maggiormente significativi per l'analisi è stata effettuata sulla base delle caratteristiche proprie del settore, dell'attuale contesto di mercato e del grado di maturità della società. A tal fine è stato selezionato quale multiplo maggiormente significativo l'EV/EBITDA.

#### **5.4 Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori**

Ai fini dell'Art. 2501 quinquies n.3 del C.C, gli Amministratori di DHH e di SeeWeb Holding hanno evidenziato nelle loro Relazioni di aver incontrato taluni limiti e difficoltà, che possono così sintetizzarsi:

- ricorso all'effettuazione di stime e di assunzioni soprattutto per il metodo del discounted cash flow. Non è possibile prevedere che tali stime ed assunzioni, pur basandosi sull'esperienza e conoscenza, nonché sui dati storici disponibili saranno effettivamente mantenute o confermate;
- non del tutto uniforme comparabilità delle società oggetto di analisi con riguardo al portafoglio delle società partecipate ed allo stadio di valorizzazione degli investimenti nelle stesse;
- insorgenza dello stato di emergenza da Covid-19 e difficoltà di effettuare, al momento, puntuali stime circa accadimenti futuri (quali crescita delle vendite, margini operativi dell'attività osservata e investimenti necessari per assicurare la crescita ipotizzata - pur il settore di riferimento delle Società Partecipanti essendo non influenzato significativamente) nonché altissima volatilità dei mercati finanziari provocata dalla diffusione dell'epidemia;
- scarsa significatività delle quotazioni di borsa di DHH

#### **5.5 Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori**

La sintesi della valutazione effettuata dagli Amministratori delle Società e la determinazione del Rapporto di Cambio sono riportati nei successivi paragrafi 5.5.1 "La valutazione di DHH e di SeeWeb Holding" e 5.5.2 "La determinazione del Rapporto di Cambio"

##### **5.5.1 La valutazione di DHH e di SeeWeb Holding**

Sulla base delle valutazioni fatte e delle analisi di sensitività sopra descritte, gli Amministratori delle Società hanno identificato i seguenti valori derivanti dall'applicazione dei metodi principali (DCF e NAV) e di controllo (MTC e MM):

La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni

Tabella n.6” Riepilogo del valore delle Società con i Metodi principali”

Società	Metodo di Valutazione	Euro	Prezzo per Azione/Quota (Euro)
DHH <sup>16</sup>	DCF	15.336.864	10,30
SeeWeb Holding <sup>17</sup>	NAV	31.219.605	32,79

Come si può notare l'Equity Value di DHH è pari a Euro 15.337 mila mentre quello di SeeWeb Holding è pari a Euro 31.220 mila.

Tabella n.7 “Riepilogo del valore di DHH con i Metodi di controllo”

Società	Metodo di Valutazione	Euro	Prezzo per Azione (Euro)
DHH	MTC	15.668.453	10,53
	MM	16.295.441	10,95

I parametri utilizzati dagli Amministratori per effettuare la valutazione con i metodi di controllo sono riportati nella successiva Tabella:

Tabella n.8 “Dettaglio di calcolo del valore di DHH con i Metodi di controllo”

	MM	MM	MTC	MTC
	EV/Revenues	EV/EBITDA	EV/Revenues	EV/EBITDA
DHH metric	Revenues 2019	Ebitda 2019	Revenues 2019	Ebitda 2019
DHH metric	6.757.942,0	850.497,3	6.757.942,0	850.497,3
Multiple	3,434x	12,86x	2,62x	9,6x
Multiple	Average	Average	Average	Average
Liquidity Discount	20%	20%		
COVID-19 discount	24%	24%	24%	24%
<b>Enterprise value</b>	<b>14.069.739</b>	<b>6.631.991</b>	<b>13.442.750</b>	<b>6.211.235</b>
PFN	(2.225.702)	(2.225.702)	(2.225.702)	(2.225.702)
<b>Equity value</b>	<b>16.295.441</b>	<b>8.857.694</b>	<b>15.668.453</b>	<b>8.436.937</b>

Come si può notare il valore di DHH con riferimento al multiplo EV/Revenues è pari a Euro 16.295.441 secondo i Multipli di Mercato e a Euro 15.668.453 secondo i Multipli da Transazioni Comparabili; conseguentemente il valore di DHH ottenuto con il metodo principale (DCF) e pari a Euro 15.336.864 appare ragionevole.

Gli Amministratori riportano che le valorizzazioni espresse dall'applicazione dei due diversi multipli configurano una notevole differenza. In particolare la valorizzazione espressa dal multiplo sui ricavi è sicuramente meglio in grado di esprimere il potenziale valore di DHH; in quanto “giovane” (costituita nel 2015) e cresciuta tramite acquisizioni. Infatti, la strategia

<sup>16</sup> azioni: n° 1.488.550

<sup>17</sup> quote: n° 951.990 e valore di n°1 quota Euro 0,10

La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni

---

focalizzata sulla crescita, piuttosto che sull'efficienza, ha come naturale conseguenza il fatto che l'EBITDA non riesca a esprimere il valore più congruo, così come invece risulterebbe per una società nella sua fase di maturità.

### Conclusioni sulla valutazione

Sulla base dei risultati emersi con i criteri descritti precedentemente e tenendo in considerazione il processo negoziale, gli Amministratori hanno:

- attribuito a DHH un valore ai fini della Fusione pari a Euro 15.336.864 e a SeeWeb Holding un valore di Euro 31.219.605
- calcolato il valore unitario delle azioni DHH dividendo il valore complessivo di DHH per il n° di azioni rappresentative del capitale sociale della società alla data di riferimento della Fusione, pari a n°1.488.550, pervenendo così alla determinazione del valore unitario pari a Euro 10,303224
- calcolato il valore unitario delle quote di SeeWeb Holding dividendo il valore di SeeWeb Holding pari a Euro 31.219.605 per il relativo capitale sociale – convenzionalmente suddiviso ai fini del calcolo in n° 951.990 “unità”<sup>18</sup> – pervenendo così alla determinazione del valore unitario pari a Euro 32,794047.

## **5.5.2 La determinazione del Rapporto di Cambio**

Sulla base dei valori unitari delle azioni di DHH e delle quote di SeeWeb Holding riportati precedentemente, gli organi amministrativi hanno proceduto alla determinazione del Rapporto di Cambio.

In particolare, gli Amministratori, anche a seguito delle negoziazioni fra i rappresentanti delle due Società coinvolte nell'Operazione Rilevante, hanno individuato, coerentemente con le risultanze dell'applicazione dei metodi principali e dei metodi di controllo il seguente Rapporto di Cambio da sottoporre alle rispettive Assemblee dei Soci:

**n° 31.828,92 azioni ordinarie di DHH, prive di indicazione del valore nominale espresso e medesima data di godimento delle azioni ordinarie di DHH in circolazione alla data della Fusione, per ogni Euro 1.000 di capitale sociale di Seeweb Holding.**

Non sono previsti conguagli in denaro.

Infine gli Amministratori ribadiscono che le Società sono state valutate separatamente ed in ipotesi stand alone, con criteri relativamente omogenei e coerenti avendo riguardo sia ai rispettivi settori di riferimento e caratteristiche gestionali dell'attività aziendale svolta, sia alla disponibilità dei dati, ovvero a prescindere da considerazioni inerenti agli effetti che la Business Combination

---

<sup>18</sup> pur nella consapevolezza di una indivisibilità della quota per singolo socio, ai soli fini del calcolo del Rapporto di Cambio, si è convenzionalmente suddiviso il capitale di SeeWeb Holding in “unità” portanti un capitale nominale pari ad Euro 0,10 cadauna, corrispondente alla medesima parità contabile delle azioni DHH al fine di rendere i relativi valori comparabili.

La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni

---

potrà avere in futuro sulla Società post Fusione, quali, ad esempio, sinergie di costo oppure effetti sulla quotazione di mercato della medesima società Post Fusione.

## **6 IL LAVORO SVOLTO**

La descrizione del lavoro svolto, la documentazione utilizzata, i commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte e i limiti specifici incontrati dall'Esperta nell'espletamento dell'Incarico sono dettagliatamente riportati nei successivi paragrafi.

### **6.1 La descrizione del lavoro svolto**

Il lavoro svolto sul bilancio d'esercizio di DHH al 31 dicembre 2019 e sulla situazione economico-patrimoniale infraannuale al 29 febbraio 2020 di SeeWeb Holding, sul Piano e sui metodi utilizzati dalle Società per la determinazione del Rapporto di Cambio sono riportati nei paragrafi 6.1.1 "Le situazioni patrimoniali di riferimento", 6.1.2 "Il Piano Previsionale" e 6.1.3 "I metodi utilizzati dalle Società per la determinazione del Rapporto di Cambio.

Abbiamo inoltre:

- letto criticamente la documentazione relativa alla *Business Combination* nel suo complesso, ivi inclusa quella relativa all'Accordo Quadro
- analizzato la riorganizzazione dell'assetto societario di SeeWeb Holding che prelude alla Fusione
- letto criticamente, anche con l'ausilio di interviste effettuate al management delle Società:
  - il bilancio civilistico e consolidato di DHH al 31 dicembre 2019
  - il bilancio civilistico al 31 dicembre 2019 di SeeWeb Holding
  - il bilancio civilistico di SeeWeb S.r.l al 31 dicembre 2019
  - la situazione economico-patrimoniale infraannuale di SeeWeb Holding al 29 febbraio 2020.

#### **6.1.1 Le situazioni patrimoniali di riferimento**

Come indicato in precedenza, il bilancio d'esercizio di DHH al 31 dicembre 2019<sup>19</sup> e la situazione economico-patrimoniale infraannuale al 29 febbraio 2020 di SeeWeb Holding, approvate dal CDA di DHH e dall'AU di SeeWeb Holding rispettivamente in data 27 aprile 2020 e in data 18 marzo 2020 e sono state assunte quali situazioni patrimoniali ai sensi dell'Art. 2501- quater del Codice Civile.

In relazione alle predette situazioni, abbiamo svolto gli approfondimenti ritenuti necessari, tramite incontri con i rispettivi referenti, finalizzati a rilevare i principi contabili utilizzati e i fatti salienti concernenti la redazione delle situazioni contabili prese a riferimento ai fini della determinazione del concambio di Fusione; abbiamo inoltre effettuato, con le Direzioni di entrambe le Società, le discussioni e gli approfondimenti ritenuti necessari per analizzare le principali poste contabili esposte nelle predette situazioni, anche con riferimento alle variazioni intervenute rispetto al bilancio d'esercizio chiuso al 31 dicembre 2019 di SeeWeb Holding.

---

<sup>19</sup> in data 9 aprile 2020 BDO S.p.A ha emesso il parere di revisione contabile. La relazione della società di revisione non presenta rilievi.

La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni

---

Abbiamo inoltre raccolto, attraverso discussione con le Direzioni di entrambe le Società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la chiusura delle situazioni patrimoniali di riferimento che potrebbero avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del nostro esame e ci è stato confermato che, dalla data di chiusura delle predette situazioni alla data di emissione della presente Relazione, non si sono verificati eventi o circostanze che richiedano una modifica della valutazione delle Società partecipanti alla Fusione e/o una modifica del Rapporto di Cambio.

### **6.1.2 Il Piano previsionale**

Le Direzioni delle Società partecipanti alla Fusione hanno predisposto due Piani previsionali ed in particolare uno per DHH e uno per SeeWeb (controllata al 100% da SeeWeb Holding). La necessità di predisporre, ai fini valutativi, anche un Piano per la società controllata dalla Incorporanda sta nel fatto che l'organo amministrativo di SeeWeb Holding ha, correttamente ritenuto, che il miglior modo per rappresentare il valore corrente di SeeWeb fosse l'utilizzo della metodologia dei flussi di cassa (DCF); conseguentemente si è reso necessario redigere un Piano previsionale ad hoc anche per quest'ultima società. Entrambi i Piani previsionali fanno riferimento al periodo 2020/2022.

Con riferimento ad entrambi i Piani previsionali di cui si è detto in precedenza e alle conseguenti previsioni dei flussi di cassa, fermi restando le incertezze e i limiti connessi a ogni tipo di dato previsionale, abbiamo discusso con le Direzioni delle Società le principali caratteristiche del processo di previsione e i criteri utilizzati per la redazione dei citati Piani ed in particolare:

- analisi e discussione con il management delle assunzioni prospettiche sottostanti i Piani, tra le quali:
  - (i) dinamica attesa dei ricavi sulla base delle previsioni di crescita
  - (ii) andamento futuro delle principali voci di costo legate prevalentemente all'andamento del costo del venduto, dei costi per servizi, dei costi del personale, degli oneri finanziari nonché dell'imposizione fiscale
  - (iii) dinamica attesa dell'eventuale indebitamento lungo l'orizzonte di Piano
  - (iv) livello atteso degli investimenti lungo il periodo di Piano
  - (v) principi contabili di riferimento utilizzati per l'elaborazione del Piano
- verifica di coerenza tra le ipotesi formulate dal management e la relativa quantificazione strumentale all'elaborazione dei dati economico-finanziari riportati nei Piani.

### **6.1.3 I metodi utilizzati dalle Società per la determinazione del Rapporto di Cambio**

Circa i metodi utilizzati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio abbiamo:

- a) svolto un esame critico delle metodologie che hanno condotto alla stima del valore delle due società (DCF per DHH e NAV per SeeWeb Holding) e quindi alla determinazione del Rapporto di Cambio, verificando l'idoneità tecnica, nelle specifiche circostanze, dei predetti metodi
- b) ripercorso le metodologie utilizzate dagli Amministratori, verificandone la ragionevolezza, sulla base della prassi e della dottrina più diffuse, e la corretta applicazione delle stesse

La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni

---

c) verificato la ragionevolezza dei parametri utilizzati ivi inclusa la stima del tasso utilizzato per l'attualizzazione dei flussi di cassa.

Abbiamo, inoltre, svolto le seguenti procedure:

- lettura critica dei Progetti di Fusione approvati dal CDA di DHH e dall'AU di SeeWeb Holding in data 21 maggio 2020 e delle Relazioni degli Amministratori redatte ai sensi dell'art. 2501-quinquies del C.C approvati dal CDA di DHH e dall'AU di SeeWeb Holding in data 21 maggio 2020
- verifica della completezza e uniformità dei procedimenti seguiti dagli Amministratori nella determinazione del Rapporto di Cambio, nonché della coerenza dei metodi di valutazione rispetto alle caratteristiche delle Società
- sviluppato analisi di sensitività sulle valutazioni fatte dagli Amministratori, con l'obiettivo di verificare quanto il Rapporto di Cambio sia influenzabile da variazioni nelle ipotesi e nei parametri ritenuti significativi
- verifica della coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e alla "Documentazione utilizzata" descritta al successivo paragrafo 6.2 "La documentazione utilizzata"
- letto criticamente il Piano previsionale di DHH 2020/2002 approvato dal CDA in data 16 dicembre 2019
- letto criticamente il Piano previsionale di SeeWeb 2020/2022 redatto dall'AU con riferimento alla situazione economico patrimoniale al 31 dicembre 2019
- verifica della correttezza matematica del calcolo dei rapporti di valori derivanti dall'applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori
- verifica della correttezza matematica della determinazione del numero di azioni di nuova emissione in applicazione del Rapporto di Cambio proposto
- colloqui con le Direzioni delle Società per discutere in merito all'attività svolta, alle problematiche incontrate e alle soluzioni adottate.

Considerando le finalità dell'Incarico conferitoci, con riferimento alla redazione delle situazioni delle Società e dei Piani, per le conseguenti previsioni dei flussi di cassa, non sussistono motivi per ritenere che le assunzioni fatte dagli Amministratori non siano ragionevoli. Le sopradescritte attività sono state svolte nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'Incarico conferitoci.

Infine, l'Esperta ha ottenuto, prima dell'emissione della Relazione, una conferma scritta sulla completezza correttezza delle informazioni fornite dal management e contenute nella Relazione nonché l'attestazione che, per quanto a conoscenza del management, alla data della presente Relazione non sono maturate situazioni modificative dei dati e dei contenuti della documentazione analizzata, né si sono verificati eventi ulteriori, tali da modificare in maniera sostanziale le considerazioni svolte a supporto dei valori di riferimento.

## **6.2 La documentazione utilizzata**

Ai fini della presente Relazione di stima il management delle Società ci ha fornito, tra le altre, le seguenti documentazione e/o informazioni:

- bilancio d'esercizio di DHH e di SeeWeb Holding al 31 dicembre 2019

La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni

---

- bilancio consolidato di DHH al 31 dicembre 2019
- situazione economico-patrimoniale infraannuale di SeeWeb Holding al 29 febbraio 2020
- relazioni della società di revisione BDO S.p.A emesse in data 9 aprile 2020 sul bilancio d'esercizio e consolidato di DHH chiuso al 31 dicembre 2019. Le relazioni della società di revisione non presentano rilievi
- relazione della società di revisione BDO S.p.A emessa in data 11 aprile 2019 sul bilancio d'esercizio e consolidato 2018 di DHH. La relazioni della società di revisione non presentano rilievi
- relazione della società di revisione BDO S.p.A emessa in data 2 aprile 2020 sul bilancio al 31 dicembre 2019 di SeeWeb. La relazione della società di revisione non presenta rilievi
- relazione del collegio sindacale sul bilancio d'esercizio di DHH al 31 dicembre 2019 emessa in data 10 aprile 2020. La relazione non presenta particolari rilievi
- relazioni del sindaco unico di SeeWeb al 31 dicembre 2019 emessa in data 2 aprile 2020. La relazione non presenta rilievi
- le informazioni pubbliche relative all'andamento dei prezzi di mercato del titolo DHH e le relative valutazioni fornite dagli analisti di mercato
- DHH: documento di Ammissione all'AIM del 25 luglio 2016
- Accordo Quadro sottoscritto in data 21 maggio 2020
- verbale del CDA di DHH del 21 maggio 2020
- ulteriori documenti ed informazioni, di provenienza interna ed esterna, necessari per lo svolgimento dell'incarico
- visure camerali e statuti delle società partecipanti alla Fusione, ivi inclusa SeeWeb
- lettera di attestazione congiunta sulle informazioni ricevute firmate dai legali rappresentanti di DHH e di SeeWeb Holding datata 21 maggio 2020.

L'Esperta ha lavorato prevalentemente sulla documentazione in bozza di alcuni dei documenti sopra elencati e ha poi verificato che il loro contenuto fosse riflesso nel Progetto di Fusione e nella Relazione degli organi amministrativi di DHH e di SeeWeb Holding.

Infine, allo scopo di raccogliere i documenti e di analizzare i dati, sono stati svolti incontri e conversazioni telefoniche con il management delle Società, in particolare nelle seguenti persone: dott. D. Sica e dott. A. Baldassarra (CEO), avv.to A. Santoro e avv.to M. Merella (studio legale Simmons & Simmons), dott.ssa T. Arduini (CFO), dott. F. Redaelli, L. Etro e M. Vizzacaro (Consulenti).

### **6.3 Commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte**

Con riferimento al presente Incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori consiste in una stima dei valori relativi alle singole Società, effettuata attraverso l'applicazione di medesi criteri per le Società partecipanti alla Fusione e tali da ottenere risultati omogenei ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Nelle valutazioni per operazioni di Fusione, infatti, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle società interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del Rapporto di Cambio. Per tale



La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni

---

ragione, le valutazioni per le operazioni di Fusione hanno significato unicamente nel loro profilo e non possono essere assunte quali stime del valore assoluto delle Società in relazione ad operazioni diverse dalla Fusione. Ferme restando le considerazioni in precedenza svolte circa la valenza, la portata e i limiti delle valutazioni nell'ambito delle operazioni di Fusione, si osserva che:

- i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori sono normalmente adottati nella prassi professionale italiana e internazionale, hanno consolidate basi dottrinali e si basano su parametri determinati dagli Amministratori attraverso un percorso metodologico di generale accettazione
- il metodo di valutazione adottato dagli Amministratori nella valutazione di DHH, quale metodologia principale, appare adeguato nella fattispecie, in considerazione delle caratteristiche della società
- la stima dei flussi di cassa futuri e della PFN di DHH e di SeeWeb ai fini della valutazione con il metodo DCF è stata effettuata in base a criteri di normalizzazione di taluni fenomeni aziendali ciclici, quali la formazione del capitale circolante, coerenti con le finalità dell'indagine svolta
- la scelta del metodo NAV per SeeWeb Holding e del metodo DCF per DHH, utilizzati come metodi principali da parte degli Amministratori, risulta giustificata dalla differente attività svolta dalle due società
- conformemente al contesto valutativo richiesto in sede di Fusione, i metodi sono stati sviluppati in ottica stand alone, pertanto le valutazioni sono state effettuate in ipotesi di continuità di gestione delle Società e non sono state considerate stime relative alla possibilità di realizzazione di sinergie tra le due aziende
- l'applicazione del metodo dei Multipli da Transazioni comparabili e dei Multipli di Mercato adottato per DHH (quali metodi di controllo) trova ampio utilizzo nella prassi professionale e la scelta degli Amministratori di far ricorso a tale metodo, sia pure con esclusive finalità di controllo, appare pertanto adeguata, nelle circostanze.

Infine, si tenga presente che il Rapporto di Cambio calcolato dagli Amministratori è sottoposto al potenziale effetto diluitivo derivanti dall'esercizio dei Warrant<sup>20</sup> già in circolazione. In questo caso gli Amministratori hanno ritenuto che l'esercizio dell'opzione sia da considerare un evento successivo alla Fusione e aleatorio nella sua quantificazione. L'approccio seguito dagli Amministratori appare, sotto questo profilo, adeguato nelle circostanze e non arbitrario.

#### **6.4 I Limiti incontrati dall'Esperta nell'espletamento dell'Incarico**

Il lavoro svolto dall'Esperta si basa sulle ipotesi e limitazioni riportate di seguito:

---

<sup>20</sup> in data 9 giugno 2016, l'Assemblea dei soci di DHH ha approvato l'emissione di massimi n° 1.498.000 "warrant 2016-2021" di cui (i) n° 1.000.000 da assegnarsi gratuitamente e in via automatica ai titolari di azioni già in circolazione prima del Collocamento e (ii) massimi n° 498.000 da assegnarsi gratuitamente e in via automatica ai sottoscrittori delle Azioni DHH rivenienti dall'aumento di capitale deliberato ai fini del collocamento sull'AIM Italia, entrambe le predette assegnazioni secondo il rapporto di 1 (un) Warrant DHH per ciascuna Azione DHH detenuta; e un aumento di capitale di DHH di importo massimo complessivamente pari a nominali euro 63.979,50 a servizio dell'esercizio dei Warrant DHH, mediante emissione di massime n. 639.795 azioni DHH. Per maggiori informazioni sulle caratteristiche dei Warrant DHH si rinvia al Regolamento Warrant DHH, consultabile sul sito *internet* dell'Emittente *www.dhh.international*, sezione "For Investors" - "Corporate Documentation" - "Other documents" - "Warrant regulation (2016-2021)".

La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni

---

- la responsabilità sulla qualità e correttezza dei dati ottenuti e delle informazioni contenute nei documenti elaborati dal management compete alle Società, con la conseguenza che l'Esperta non assume alcuna responsabilità in merito alla qualità, correttezza e completezza di tali dati ed informazioni
- l'Incarico non ha previsto lo svolgimento di verifiche e accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura fiscale, contrattuale, giuslavoristi a, previdenziale, connesse a problematiche non riportate nei bilanci e nell'informativa finanziaria
- ai fini della redazione della presente Relazione sono stati verificati dati e informazioni per ragionevolezza e coerenza complessiva, con il supporto delle necessarie analisi
- il lavoro da noi svolto si è basato su dati e informazioni storiche e prospettive delle Società e su informazioni pubbliche disponibili. Nell'utilizzo dei dati che ci sono stati forniti, abbiamo presupposto che questi siano stati preparati in modo obiettivo su elementi che riflettano le migliori informazioni attualmente disponibili e le migliori stime prudenzialmente prevedibili sulle performance delle Società
- i dati prospettici, essendo basati su ipotesi di eventi futuri e su azioni del management, sono caratterizzati da connaturati elementi di soggettività e da incertezze e, in particolare, dalla rischiosità connessa al fatto che eventi preventivati ed azioni dai quali traggono origine possano non verificarsi ovvero possano verificarsi in misura diversa da quella prospettata, mentre potrebbero verificarsi eventi ed azioni non prevedibili al tempo della loro predisposizione. Pertanto, gli scostamenti fra valori consuntivi e valori preventivati potrebbero essere significativi
- l'analisi effettuata si fonda sul presupposto che le Società coinvolte nella Fusione implementino le azioni programmate previste nei rispettivi programmi, seguendo le tempistiche ipotizzate
- il mantenimento dello scenario competitivo e legislativo di riferimento su cui poggia il Piano
- la nostra attività si basa sulle condizioni economiche e di mercato esistenti alla data di riferimento delle analisi o alla data in cui le stesse sono state fornite all'Esperta. Eventuali futuri cambiamenti delle condizioni generali di mercato che dovessero discostarsi in modo sostanziale dalle ipotesi formulate dal management potrebbero portare significativi cambiamenti nei risultati ottenuti e pertanto alle conclusioni dell'Esperta
- l'analisi è stata effettuata alla luce di elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e, pertanto, non tiene conto di eventi esterni futuri straordinari o inattesi
- in nessun caso le analisi svolte ai fini del presente documento possono essere intese come giudizio professionale o altra sorta di opinione espressa a garanzia dei dati previsionali e delle ipotesi alla base degli stessi, o come opinione sull'opportunità o convenienza in relazione all'effettuazione dell'operazione di prospettata Fusione
- non ci sono state comunicate violazioni di regolamenti e/o norme di alcun genere i cui effetti avrebbero dovuto essere presi in considerazione ai fini della presente Relazione
- a motivo del relativamente limitato numero di scambi delle azioni DHH conclusi nell'ambito del mercato AIM, non abbiamo ritenuto opportuno utilizzare, in sede di determinazione del Rapporto di Cambio, i prezzi espressi da questi scambi.

La sintesi delle conclusioni - L'oggetto e la finalità dell'incarico - La natura e la portata della presente relazione - L'operazione di fusione e i soggetti coinvolti - I metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio - Il lavoro svolto - Le conclusioni

---

## 7 LE CONCLUSIONI

Le conclusioni dell'Esperta devono essere lette ed interpretate nell'ambito delle ipotesi e delle limitazioni di cui al precedente paragrafo 6.4 "I limiti incontrati dall'Esperta nell'espletamento dell'Incarico" di questa Relazione, tenendo conto di quanto riportato nei precedenti paragrafi 5 "I metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio" e 6.3 "Commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte". Infine, per quanto specificatamente non riportato nella presente Relazione, si rimanda alla documentazione di supporto predisposta dagli organi amministrativi delle Società che per completezza fornisce tutte le informazioni necessarie alla comprensione della Business Combination. Sulla base di quanto precedentemente riportato riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società partecipanti alla Fusione siano adeguati in quanto, nelle circostanze, ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio delle azioni pari a:

**n° 31.828,92 azioni ordinarie di DHH, prive di indicazione del valore nominale espresso e medesima data di godimento delle azioni ordinarie di DHH in circolazione alla data della Fusione, per ogni Euro 1.000 di capitale sociale di Seeweb Holding.**

La presente Relazione è stata predisposta esclusivamente ai fini di quanto previsto dall'Art. 2501-sexies del Codice Civile, nell'ambito del Progetto di Fusione tra DHH e SeeWeb e non può essere utilizzata in tutto o in parte per altri scopi. Non si assume la responsabilità di aggiornare la presente per eventi o circostanze che dovessero manifestarsi dopo la data odierna.

WPartners S.r.l



Cesare Claudio Sala  
(Revisore Contabile)

WPartners S.r.l



Paolo Moris Busata  
(Revisore Contabile)