

EQUITY RESEARCH

DHH S.P.A INITIATION DE COUVERTURE

ACHAT
OC 30.2€
Potentiel: 20%

Une machine à M&A

Dans le secteur du Cloud Computing, l'un des marchés les plus stratégiques à l'échelle mondiale, DHH se positionne comme une référence sur les marchés italien et balkanique, grâce à 4 data centers propriétaires et un savoir-faire en M&A alimenté par une génération de trésorerie supérieure aux concurrents.

Un marché extrêmement stratégique et en forte expansion.

Le marché mondial du Cloud Computing (IaaS et PaaS), soutenu par les investissements massifs d'AWS, Microsoft Azure et Google Cloud, devrait croître de \$255.1mds en 2023 à \$585mds en 2028 (CAGR 2023-2028 de 18.1%, Source: BDO & Statista). L'Europe représente 20% du marché mondial et devrait croître de 16.5% (CAGR 2023-2028). Enfin, l'Italie estime pouvoir croître à un taux de 15% CAGR 2023-2028 (Anitec Assinform). Dans ce contexte de forte croissance, DHH se positionne en tant que leader en Italie et dans les Balkans et, grâce à la fidélisation de sa clientèle, la flexibilité, l'innovation, et la diversification géographique des services, nous pensons qu'elle surfera sur cette croissance attendue.

Diversification de l'offre par le M&A.

DHH propose principalement des services de Cloud Computing, Cloud Hosting et Business Connectivity (respectivement 40%, 23% et 22% des revenus consolidés 2023). En s'appuyant sur son infrastructure propriétaire, DHH génère environ 70% de ses revenus en Italie, et 30% dans la région des Balkans (Slovénie, Croatie, Serbie et Bulgarie). Un tiers de la croissance historique de la société est attribuable au développement organique, tandis que 2/3 proviennent des activités de M&A. Stratégie clé, la société acquiert et conserve les marques locales, fidélise le management et, après avoir maximisé les synergies, permet aux entrepreneurs des sociétés acquises de concentrer leurs efforts sur la croissance et la génération de trésorerie (moyenne FCF/EBITDA 2020-2024E de 43%, contre une moyenne de 33% des 14 comparables sélectionnées).

Un potentiel de croissance massif et une valorisation modérée.

Les titres de DHH se négocient avec des multiples de valorisation EV/EBITDA et EV/EBIT 2024E de respectivement 10.2x et 17.2x, avec une décote de 37% et 54% par rapport aux sociétés comparables. La société a une marge EBITDA et EBIT (moyenne 2021-2024E) de respectivement 33% et 18%, parfaitement en ligne avec les comparables, mais une conversion moyenne de l'EBITDA en FCF de 43% sur la même période, bien supérieure à la moyenne des concurrents (33%). Nous pensons que le cours actuel constitue une opportunité d'achat et, pour cette raison, nous initions la couverture de la société avec une recommandation Achat assortie d'un TP de 30.2€.

Key data

Prix actuel (€)	25,2
Secteur	Data Processing Services
Ticker	DHH-IT
Nb d'actions (M)	4,792
Capitalisation boursière	120,8
Volumes traités/jour (k titres)	0,120
Prochain événement	22 November (3Q)
Source: FactSet	

Actionnaires (%)

Antonio Baldassarra	33,6
Daniele e Marianna Vona	32,5
Alkemia SGR	5,0
Free float	23,7

Source: TPICAP Midcap estimations

BPA (€)	12/24e	12/25e	12/26e
Estimation	0,85	0,98	1,10
Changement de nos estimations (%)	na	na	na

Source: TPICAP Midcap estimations

Performance (%)	1D	1M	YTD
Evolution du cours	8,6	-3,1	62,6



Source: FactSet

TP ICAP Midcap Estimates	12/23	12/24e	12/25e	12/26e	Valuation Ratio	12/24e	12/25e	12/26e
Chiffre d'affaires (m €)	33,7	36,3	38,9	41,5	VE/Sales	3,4	3,0	2,7
ROC (m €)	5,1	7,2	8,2	9,0	VE/EBITDA	10,2	9,1	8,1
MOC (%)	15,1	19,8	21,0	21,7	VE/EBIT	17,2	14,5	12,5
BPA (publié) (€)	0,46	0,85	0,98	1,10	PER	29,8	25,7	23,9
Dividende (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	Source: TPICAP Midcap			
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0				
FCF (m €)	3,7	4,6	5,0	5,4				

Consensus FactSet - Analystes: na	12/24e	12/25e	12/26e
CA	37,2	44,2	50,4
ROC	7,0	8,8	10,1
RNpg	4,0	5,1	6,1

Analyst
Davide Longo
davide.longo@tpicap.com
+33173030977



UNE MACHINE A M&A	1
DESCRIPTION	3
SWOT ANALYSIS	3
QUESTIONS CLES	4
INVESTMENT CASE	5
VUE D'ENSEMBLE DU GROUPE	6
ACTIVITES PRINCIPALES	7
AI AS A SERVICE	8
STRATEGIE DE CROISSANCE ET HISTORIQUE DE L'ENTREPRISE	9
COMPTE DE RESULTATS REPARTI PAR REGION/ENTREPRISE	11
LE MARCHE ITALIEN	14
POSITIONNEMENT SUR LE MARCHE	15
LE CONSEIL D'ADMINISTRATION	16
STRUCTURE DE L'ACTIONNARIAT ET DU GROUPE	17
COMPTE DE RESULTAT DU GROUPE	18
BILAN ET TABLEAU DE FLUX DE TRESORERIE CONSOLIDES	20
ANALYSE FINANCIERE PROSPECTIVE.	22
ÉVALUATION D'ENTREPRISE	26
ÉVALUATION RELATIVE	29
ANNEXE	30
FINANCIAL DATA	32

Description

Le groupe DHH offre des services de Cloud Computing, d'hébergement cloud et de connectivité d'entreprise, principalement en Italie (>70 % des revenus), mais aussi en Europe de l'Est (principalement en Croatie, en Slovénie et en Bulgarie). Il propose ses services sous forme d'abonnement, souvent payant à l'utilisation, avec paiement anticipé, ce qui a historiquement permis une excellente conversion de l'EBITDA (>30% EBITDA marge) en flux de trésorerie disponible (FCF/EBITDA >45%). La capacité substantielle de génération de trésorerie de l'entreprise, combinée à l'expérience de la direction dans l'identification des cibles potentielles, a permis à DHH d'exécuter avec succès plus de 17 acquisitions depuis sa création, principalement en Europe de l'Est. L'entreprise tire parti des synergies de coûts (administratives, financières et de gouvernance) et permet au management des sociétés acquises de se concentrer uniquement sur la stratégie de croissance tout en maintenant l'identité de marque. Cette stratégie unique a permis à DHH d'atteindre un taux de croissance annuel (CAGR) du chiffre d'affaires de plus de 30% au cours des trois dernières années.

SWOT Analysis

Strengths

- Adaptabilité des solutions offertes aux besoins et à la maturité des clients et des pays (accès Internet, Cloud Hosting, Cloud Computing jusqu'à GPU-as-a-Service).
- Grande stratégie (Maintien des marques locales et maximisation des synergies intra-groupe) et historique en matière de M&A.
- Excellentes marges d'EBITDA (>30%) et conversion en flux de trésorerie disponible (moyenne de 45%).

Weaknesses

- Petite taille par rapport aux leaders du marché et forte concentration des revenus et de l'infrastructure en Italie (70%).
- Exposition au segment retail /professionnel/ PME, qui peut bénéficier de fortes tendances de croissance mais aussi connaître des périodes de déclin potentiellement plus intenses.
- Les contrats sont généralement de petite taille (surtout dans le segment Hosting), et par conséquent, le backlog ne permet pas d'avoir une vision claire à moyen terme.

Opportunities

- Faible levier financier (<1x ND/EBITDA) et potentiel important pour les investissements en capex/M&A.
- Positionnement précoce dans le segment GPU et NPU as a service, avec un fort potentiel.
- Infrastructure propriétaire attrayante en Italie et en Bulgarie, susceptible d'attirer des tentatives de rachat par des fonds de private equity ou des acteurs industriels, augmentant ainsi la valorisation.

Threats

- Il peut être difficile de maintenir l'engagement à long terme des entreprises/acquisitions tout en préservant leur identité de marque.
- Les principaux leaders du marché disposent d'importants investissements en capex et en technologie ; par conséquent, le risque de prendre du retard en matière de technologie doit être surveillé.
- La pénurie/coût de matériel de haute qualité pourrait nuire à un positionnement optimal dans le segment GPU-as-a-Service.
- L'accent historique mis sur la génération de trésorerie et la maîtrise des coûts pourrait limiter la capacité à attirer du personnel hautement qualifié dans les segments à plus fort potentiel.

Questions Clés

Quelles sont les principales caractéristiques de valeur dans le cas d'investissement ?

Aujourd'hui, la société semble sous-évaluée avec un multiple EV/EBITDA 2024 de 10.2x (-37% par rapport au multiple du groupe de pairs sélectionnés) et un multiple EV/EBIT 2024 de 17.2x (soit une décote de -54% par rapport aux concurrents), malgré le track record de succès historique dans les opérations de M&A et un niveau d'endettement ND/EBITDA attendu pour la fin de l'année de -0.2x (cash net positive), contre une moyenne de 1.5x pour les concurrents. Cette situation permettrait à la société, si elle souhaitait atteindre le même niveau d'endettement de ses concurrents, de consacrer des maintenant près de €20m aux activités de M&A. En outre, la société s'est positionnée en avance sur l'un des principaux futurs moteurs de croissance dans le marché du Cloud Computing, à savoir les services de GPU et NPU as a Service, visant à fournir aux clients une puissance de calcul scalable pour des activités de fine-tuning, de training et d'inférence de modèles d'intelligence artificielle. La société utilise du matériel fourni par la société canadienne Tenstorrent pour le service de NPU as a Service et fait partie des 15 premières entreprises au niveau mondial à proposer ce type de service (Cloud AI). Les services de NPU as a Service sont moins *capital intensive* que ceux de GPU as a Service et particulièrement efficaces pour des activités d'inférence, en limitant la consommation d'énergie propre aux GPU, qui sont plus performants dans les activités de training. Le marché des infrastructures AI, incluant le fine-tuning des modèles LLMs par GPU et NPU, est prévu pour croître de \$23.6mds en 2020 à \$84.8mds en 2026, avec un CAGR 2020-2026 de 23.7% (Markets and Markets), largement supérieur au marché général du Cloud Computing.

Quelle est la structure du marché du Cloud Computing et comment se positionne DHH ?

Le marché mondial du Cloud Computing est l'un des plus convoités dans le domaine de la technologie. Fin 2023, il est estimé qu'il atteindra une taille de \$255.1mds (uniquement IaaS et PaaS) et pourrait, avec un CAGR 2023-2028 de 18.1%, atteindre \$585mds au niveau mondial. Trois des six sociétés les plus capitalisées au monde sont stratégiquement positionnées dans ce segment et y investissent massivement depuis des années. L'Europe représente environ 20% du marché mondial du Cloud Computing (IaaS et PaaS) et est censée maintenir un CAGR de 16.5% entre 2023 et 2028. L'Italie, selon la récente étude d'Anitec Assinform, devrait maintenir un CAGR 2023-2027 de 15% dans le segment du Cloud Computing (IaaS, PaaS et SaaS) et représenterait environ 5.7% du marché européen. À ce jour, entre les hyperscalers (AWS, Azure et Google Cloud) et les grands fournisseurs de services cloud américains et asiatiques, les opérateurs locaux détiennent environ 13% des parts de marché en Europe. Le groupe DHH génère 70% de ses revenus (environ €36m) en Italie où, grâce à son infrastructure propriétaire, il offre des services de Cloud Computing, Cloud Hosting et de connectivité B2B. Parmi les facteurs qui rendent DHH unique : sa proximité avec ses clients, sa conformité aux réglementations européennes, nationales et régionales ; un track record de succès dans la structuration des opérations de M&A en Italie et dans les Balkans ; et un positionnement de niche dans le segment B2B, destiné aux petites entreprises, aux professionnels et aux administrations publiques, avec des offres sur mesure et un support 24/7 de proximité. Bien que notre modèle DCF repose sur une croissance organique prudente (comprise entre 7.6% et 6% pour 2024-2028), soit moins de la moitié de la croissance attendue du marché italien, la juste valeur de l'action reste significativement supérieure au prix actuel.

Quels sont les principaux indicateurs de l'activité de M&A en Europe et des multiples de valorisation sectorielle ?

Tout comme les investissements des trois principaux hyperscalers, l'activité de M&A est particulièrement dynamique dans ce secteur. Le nombre moyen de transactions annuelles en Europe est passé de 21 en 2019 à 70 en 2023 (Source : Dealroom). Les industriels ainsi que des fonds de Private Equity sont attirés par des entreprises à revenus récurrents, des marges élevées et des opportunités significatives en termes de synergies. Pour cette raison, on estime que le nombre de transactions futures pourrait encore croître. En ce qui concerne les multiples de valorisation (EV/EBITDA) des sociétés cotées dans le secteur du Cloud Computing (et de l'hébergement), le marché a atteint un pic en 2020 (>30x EV/EBITDA), avant de chuter aux alentours de 20x fin 2022 et de remonter progressivement en 2023. La moyenne du secteur TMT (Technology, Media and Telecommunication) se rapproche de nouveau de son maximum d'environ 15x, avec une décote d'environ 35% par rapport au Cloud Computing. Les multiples de marché suggèrent également que DHH pourrait avoir une valeur intrinsèque au moins 50% supérieure au prix de marché actuel.

Investment Case

Sous-évaluation par rapport aux principaux concurrents

À ce jour, l'action se négocie avec un multiple EV/EBITDA attendu de 10.3x pour fin 2024, soit une décote de 36% par rapport à la médiane des principales comparables, malgré une marge d'EBITDA en ligne avec la moyenne du panel de 14 entreprises sélectionnées (33%). En observant le multiple EV/EBIT, cette décote se renforce encore davantage car, avec une rentabilité conforme à la moyenne du secteur (19-20%), la société se négocie à 18.2x son EBIT attendu pour fin 2024 alors que ses comparables se négocient à 26.7x, affichant ainsi une décote marquée de 47%. Enfin, en termes de génération de cash-flow, historiquement élevée, l'entreprise se négocie actuellement à 21.6x le flux de trésorerie libre attendu pour fin 2024, marquant une décote de 78% par rapport aux comparables sélectionnées (31.1x), malgré un ratio FCF/EBITDA attendu pour fin 2024 à 48%, soit environ 300bps au-dessus de la moyenne du secteur (45%) et une conversion de cash supérieure de 1'900bps en moyenne entre 2021 et 2024.

Bien que la majorité des concurrents sélectionnés soient des sociétés américaines de plus grande taille, avec une meilleure liquidité boursière et opérant dans un marché où la croissance attendue du Cloud Computing est plus élevée (18.1% aux États-Unis contre 15% en Italie), seule une partie de cette décote est justifiable. Bien que nous ayons décidé d'appliquer une décote de 10% aux multiples des comparables, la valorisation de l'entreprise calculée par les multiples ressort à 31€, soit 24% au-dessus du prix actuel de l'action, en dépit de marges d'EBITDA et d'EBIT historiquement alignées avec la moyenne du secteur et d'une conversion FCF/EBITDA largement supérieure à la moyenne des comparables sur les quatre dernières années.

Positionnement solide en Italie et dans la région des Balkans

Aujourd'hui, 25 ans après la fondation de Seeweb, le groupe DHH dispose de trois data centers en propre en Italie (deux en Lombardie et un dans le Latium) et un en Bulgarie, ce qui lui permet d'offrir des services à faible latence et de proximité à ses clients. Le groupe bénéficie d'une offre bien diversifiée dans les segments Cloud Hosting, Cloud Computing et connectivité Internet, lui permettant d'orienter la croissance (organique et via M&A) à sa guise. Les dernières opérations de M&A se sont concentrées dans le sud de l'Italie et dans le segment de la connectivité B2B (infrastructure de connectivité pour les administrations publiques et entreprises situées dans des zones encore non desservies), tandis qu'une partie de la croissance organique s'oriente vers les services de GPU et NPU as a Service. La diversification géographique de DHH permet de rechercher des talents et de la croissance tant en Italie (principal marché) que dans les Balkans (Slovénie, Croatie et Bulgarie), où sa présence bien établie facilite l'optimisation des synergies. D'une part, les hyperscalers demeureront les principaux bénéficiaires de la croissance du marché, mais d'autre part, dans ce secteur, la proximité avec les clients, la force de marques historiques soutenue par une infrastructure propre et le développement d'infrastructures dédiées resteront selon nous des aspects essentiels pour les clients finaux. Prudemment, nous assumons que la société puisse maintenir un CAGR organique des revenus de 6.9% sur la période 2023-2028, soit moins de la moitié de la croissance attendue pour le marché italien du Cloud Computing sur la même période (15%), mais nous estimons que ce niveau de croissance sera facilement atteignable et soutenable grâce à son positionnement.

Croissance attendue pour la société et focus sur le segment AI as a Service

Nous estimons que Seeweb, qui représente environ 42% des revenus du groupe, pourrait croître conformément à la croissance prévue du groupe dans les prochaines années, avec un CAGR de 6.5% sur la période 2023-2028. Nous anticipons une croissance supérieure pour les activités d'Hosting et de Cloud Computing en Slovénie et Croatie (Webtasy doo et Plus Hosting doo), avec un taux de croissance annuel composé de 9.2%. L'activité de développement d'infrastructure de connectivité de Connesi, qui contribue à environ 20% des revenus du groupe en 2023, devrait maintenir un CAGR de 10.3% pour 2023-2028. Nous restons plus prudents concernant l'Hosting en Italie (Tophost) et le marché bulgare, où la société améliore progressivement la rentabilité d'Evolink tout en adoptant une approche prudente.

Par ailleurs, la société s'est bien positionnée dans le segment GPU/NPU as a Service, un marché à fort potentiel pour les années à venir, soutenu par l'orientation globale vers des outils d'intelligence artificielle visant à augmenter la productivité, la précision et l'efficacité des entreprises. En particulier, Seeweb offre un service hautement transparent et flexible, permettant aux clients potentiels d'effectuer des simulations sur le site web de l'entreprise en fonction de la configuration souhaitée (GPU, CPU, RAM...) et d'obtenir un calcul automatique des coûts mensuels et annuels basés sur les spécifications choisies. La même stratégie de transparence est appliquée aux services de GPU et NPU as a Service, garantissant ainsi au client une compréhension claire des coûts, de la structure de paiement (paiement à l'usage mensuel) et, grâce à une tarification compétitive, orientant rapidement la décision de signer un contrat avec Seeweb.

Vue d'ensemble du Groupe

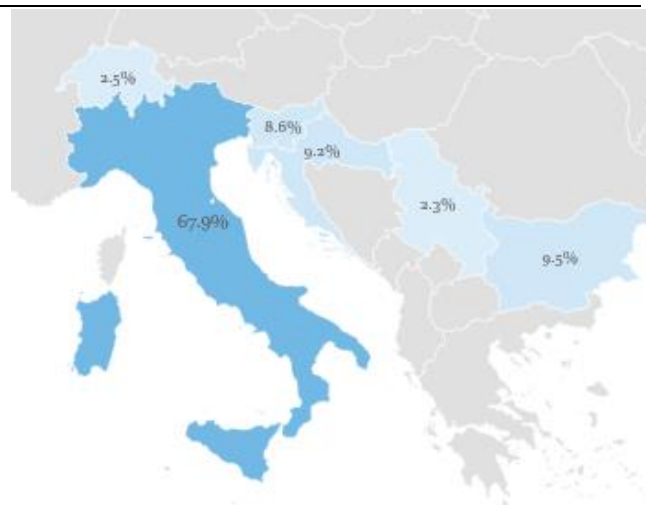
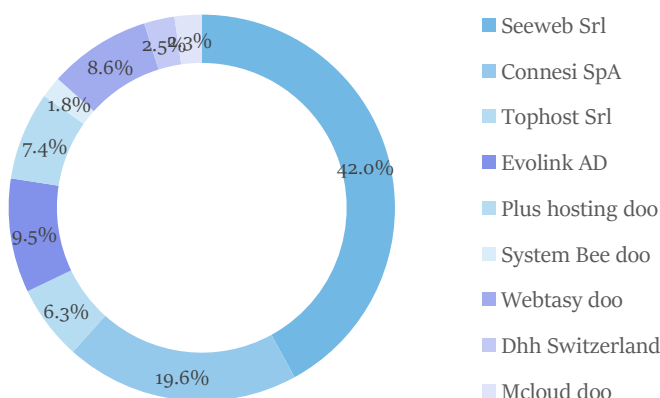
DHH SpA est une entreprise italienne fondée en 2015, opérant principalement en B2B, qui fournit des solutions principalement de Cloud Computing, d'hébergement et d'infrastructure internet. DHH a été cotée en bourse de Milan en 2016.

DHH a commencé ses activités en Italie et, à travers environ 18 opérations de M&A, opère aujourd'hui dans 7 pays européens, desservant un total de plus de 124000 clients. La stratégie de l'entreprise repose sur l'acquisition d'entreprises spécialisées dans le cloud ou les services web, tout en conservant leurs marques, modèles d'affaires et équipes de direction. DHH propose un modèle basé sur le partage des ressources organisationnelles et technologiques, en particulier pour l'hébergement et le cloud computing, et offre un soutien financier pour développer les entreprises acquises, tout en maintenant leur autonomie administrative. L'entreprise s'est étendue en Italie et dans la région des Balkans, où les opportunités de croissance sont nombreuses, du fait d'un niveau de digitalisation inférieur à la moyenne européenne.

Le principal marché de DHH est actuellement l'Italie où, grâce aux filiales Seeweb Srl, Connesi SpA et Tophost Srl, le groupe a généré 67.9% de son chiffre d'affaires en 2023. Vient ensuite la Bulgarie, avec Evolink a.d., qui a généré 9.5% des revenus du groupe en 2023. En Croatie les filiales Plus Hosting et System bee d.o.o. ont généré 9.2% des revenus. La Slovénie représente 8.6% du chiffre d'affaires du groupe en 2023, avec la filiale Webtasy d.o.o. Enfin, la Suisse et la Serbie complètent le tableau, où le groupe, à travers ses filiales DHH Switzerland et Mcloud d.o.o., a généré respectivement 2.5% et 2.3% de son chiffre d'affaires en 2023.

DHH détient 5 participations minoritaires, dont la principale est Warian Srl (45%), un fournisseur de services internet B2B qui propose des solutions de connectivité et de cloud computing via sa marketplace, ayant généré €1.8m de chiffre d'affaires en 2023. S'ajoutent 4 autres participations minoritaires dans de petites entreprises : Icona Technology (4.35% avec une valeur d'équité 'EqV' de €2.1m fin 2022), Sync Srl (3.2% sur une EqV de €0.3m), Materialuce Srl (4.5% sur une EqV de €0.2m) et Baasbox Srl (2.6% sur une EqV de €0.1m).

Répartition des revenus du groupe par société contrôlée et région



Revenus récurrents (>90%)	Génération de trésorerie	Base de clients répartie (+125k)
La majorité du chiffre d'affaires est récurrent, offrant un flux de revenus prévisible, une meilleure planification financière et une stabilité accrue.	Le fort flux de trésorerie opérationnel (conversion de l'EBITDA en flux de trésorerie libre de 90%) augmente la flexibilité financière, permettant des réinvestissements, une réduction de la dette et la mise en œuvre d'initiatives stratégiques.	Une base de clients répartie diversifie le risque de baisse des revenus, renforce la résilience face aux fluctuations du marché et soutient une croissance constante.

Technologie propriétaire	Stratégie de croissance	Accent accru sur le B2B	Attraction des talents
La technologie propriétaire garantit contrôle, flexibilité, avantage concurrentiel, efficacité des coûts, sécurité et évolutivité, facilitant ainsi les décisions stratégiques.	Une croissance organique historique d'environ 10 % combinée à une expérience réussie en matière de fusions et acquisitions offre un excellent soutien aux perspectives futures.	L'attention portée aux clients professionnels et aux entreprises entraîne des transactions de plus grande envergure, des relations durables, des revenus prévisibles, une plus grande fidélité et une moindre sensibilité aux prix.	La présence de 200 personnes dans divers pays du bassin méditerranéen nous permet d'accéder aux meilleurs ingénieurs et de tirer parti des opportunités de croissance dans des marchés peu desservis.

Souce: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Activités Principales

DHH SpA détient, à ce jour, des participations majoritaires dans 8 sociétés contrôlées, dotées de marques propriétaires et de stratégies de croissance indépendantes. L'offre des 8 sociétés contrôlées varie à la fois par référence géographique et par type de service/clientèle. Les principaux services offerts sont 4 : Cloud Computing, Cloud Hosting, Services de Connectivité Entreprise et Datacenter & Réseautage.

Le Cloud Computing (€14.1m LTM en juin 2024, +17% CAGR jan 2021-juin 2024) est aujourd'hui l'activité principale de DHH et contribue à la génération de 40% du chiffre d'affaires du groupe. Le cloud computing est un système qui permet d'utiliser des ressources informatiques via Internet sans les avoir physiquement sur votre ordinateur ou dans un serveur physique en entreprise. Les datacenters sont comme d'énormes ordinateurs qui mettent à disposition, selon les besoins : a) du matériel : espace de stockage pour vos fichiers, mais aussi de la RAM (mémoire temporaire pour gérer et accélérer les programmes en cours d'utilisation), puissance de calcul avec CPU (processeur) et GPU (carte graphique) ; mais aussi b) des logiciels : comme des plateformes (PaaS) hébergées par le fournisseur de Cloud Computing au sein desquelles le client peut développer/tester des applications ou des applications prêtes à l'emploi (SaaS) accessibles par les utilisateurs finaux via Internet. Tout le monde peut exploiter ces ressources à sa guise, de n'importe où, avec une flexibilité maximale par rapport aux besoins, nécessitant uniquement une connexion Internet, sans avoir à acheter ou à maintenir directement le matériel/logiciel.

Le principal service offert par le groupe DHH, à travers Seeweb, est le Cloud Server (IaaS), disponible en diverses configurations (CPU partagé, High Memory, Hébergement et Hébergement partagé). L'entreprise fournit un support technique 24/7 (également proactif), des services de cybersécurité (SSL, Antivirus, Sauvegarde et Protection des données), du streaming, la gestion du trafic mail et du stockage, avec des solutions hautement personnalisables. Les clients types de la société sont des PME, des professionnels, des e-commerces et des intégrateurs de systèmes.

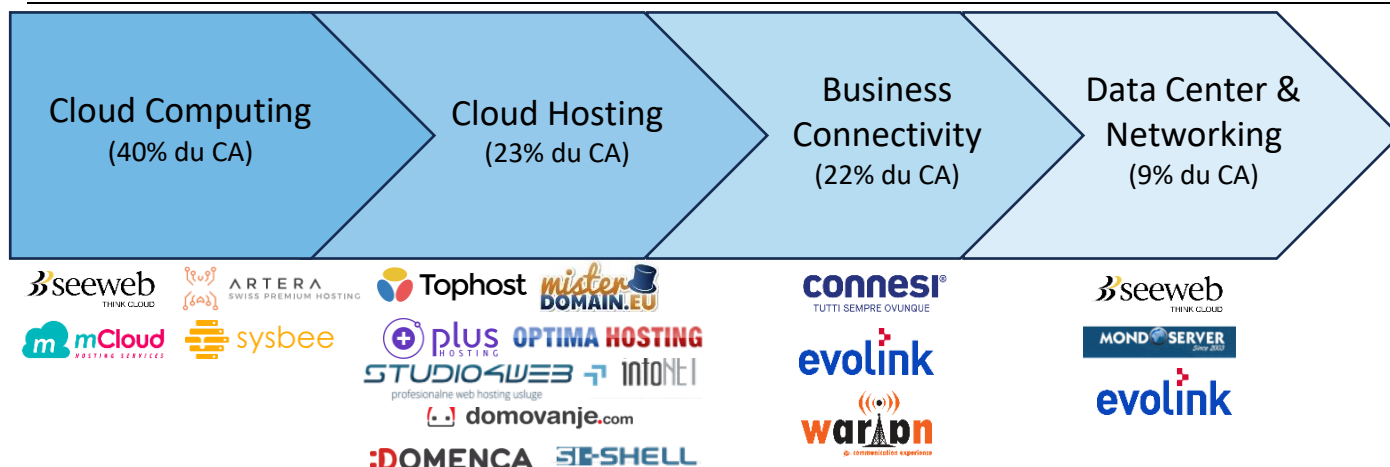
Au segment Cloud Computing s'ajoute également le nouveau segment innovant de GPU et NPU as a service, relatif aux infrastructures AI à haute performance pour soutenir les entreprises dans le traitement/l'inférence de grandes quantités de données, permettant un entraînement efficace et l'implémentation d'applications AI, il s'agit d'un marché en forte croissance dans lequel DHH est bien positionnée.

Le Cloud Hosting (€8.2m LTM en juin 2024, +5% CAGR jan 2021-juin 2024) contribue à la génération de 23% du chiffre d'affaires du groupe grâce à un portefeuille de 9 marques actives principalement en Italie, en Slovénie et en Croatie. La société offre trois services principaux : a) Hébergement partagé : dédié aux petites entreprises qui recherchent des solutions rentables et sont prêtes à partager l'infrastructure avec d'autres clients ; b) Hébergement CMS (Système de Gestion de Contenu) pour simplifier la gestion de la base de données sans coûts de maintenance ; c) Hébergement e-Commerce, qui inclut des serveurs privés virtuels pour un déploiement rapide et supporte des plateformes comme Prestashop et WooCommerce dédiées au segment.

La Connectivité Entreprise (€7.6m LTM en juin 2024) est le segment le plus récent, structuré depuis 2021 avec les acquisitions d'Evolink en Bulgarie et ensuite de Connesi et Warian en Italie. Ce segment est lié à la construction d'infrastructures d'accès à Internet en très haut débit, principalement pour les administrations publiques et les centres commerciaux non desservis.

Enfin, le Datacenter & Réseautage (€3.3m LTM en juin 2024), le groupe fournit des environnements sécurisés propriétaires pour l'hébergement de données et d'applications, avec des solutions de réseautage qui optimisent le flux de données et réduisent la latence, maximisant la qualité perçue par le client final. Dans cette division, l'activité de Colocation effectuée par le groupe est également incluse, c'est-à-dire la gestion d'infrastructures appartenant aux clients qui sont stockées dans un espace dédié.

Principales Unités Commerciales et Marques



AI as a Service

L'organisme de recherche Towards AI a inclus Seeweb parmi les 15 premiers fournisseurs de serveurs cloud dédiés aux activités de fine tuning et de formation de LLM alimentés par GPU, aux côtés de certains des plus grands leaders du marché tels qu'Amazon Web Services, Microsoft Azure et Google Cloud. Bien que DHH ait lancé ce nouveau service en juin 2021 et qu'il n'ait contribué qu'à hauteur de 0.3m aux revenus du groupe en 2023, nous pensons qu'il s'agit d'un segment avec un potentiel de croissance important dans lequel le groupe est bien positionné.

Le marché de l'infrastructure AI, y compris le fine tuning des GPU et NPU LLMs, devrait passer de 23.6B\$ en 2020 à 84.8B\$ en 2026, avec un CAGR 2020-2026 de 23.7% (Markets and Markets), bien supérieur au marché général du cloud computing. En ce qui concerne le segment spécifique du GPU as a service, selon Fortune Business Insight, il est estimé qu'il ait atteint une taille de 3.2B\$ en 2023 et qu'il pourrait croître jusqu'à 25.5B\$ en 2030 (CAGR 2023-2030 de 34.5%).

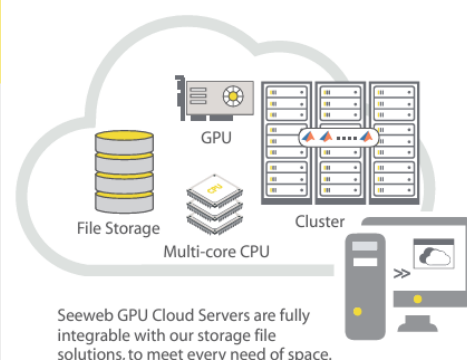
En juin 2021, Seeweb s'est introduit dans le segment GPU as a service, avec une offre flexible et prête à l'emploi, ainsi qu'un prix compétitif. Les services de GPU as a Service sont particulièrement adaptés aux activités de fine tuning et de formation de LLMs (Large Language Models) pour le développement de modèles AI, qui nécessitent structurellement une puissance de calcul élevée. Au fil des ans, la société a intégré à son offre un matériel dédié aux activités de NPU as a service, s'appuyant sur du matériel fourni par la société canadienne Tenstorrent. Les services de NPU as a service sont moins capitalistiques que les GPU as a service (car les processeurs CPU sont moins coûteux que les cartes graphiques GPU) et sont particulièrement efficaces pour les activités d'inférence, qui se produisent après la phase de formation des modèles AI, réduisant la consommation d'énergie caractéristique des GPU, qui, si utilisées également pour des activités d'inférence, ne maximiseraient pas l'efficacité du datacenter.

En particulier, la société a aujourd'hui plusieurs axes de développement dans ce segment : a) l'élargissement et la flexibilité du service offert et donc du matériel disponible pour les clients (Nvidia, AMD, Tenstorrent...) b) L'extension géographique de l'offre, actuellement principalement concentrée sur le marché national et liée principalement à Seeweb c) Le développement d'une plateforme dédiée à l'offre de ce type de services.

Les principaux cas d'utilisation de ce type de technologie concernent : l'apprentissage automatique et l'apprentissage profond ; l'infrastructure AI Nvidia (basée en Italie) ; le traitement du langage naturel ; l'accélération de calcul graphique ; le traitement vidéo ; le traitement de Big Data ; les applications CUDA (langage de programmation pour la formation AI, propriété de NVIDIA) ; la finance computationnelle ; la génomique ; la recherche scientifique VDI ; l'analyse sismique. (Source : brochure GPU as a Service de la société).

Offre actuelle de GPU as a Service de la société et tarification (paiement à l'utilisation)

BEST PERFORMANCE			BEST SELLER	
CS GPU H100	CS GPU A100	CS GPU L40S	CS GPU RTX A6000	CS GPU L4
Graphic Processor NVIDIA H100	Graphic Processor NVIDIA A100	Graphic Processor NVIDIA L40S	Graphic Processor NVIDIA Quadro RTX A6000	Graphic Processor NVIDIA L4
HOURLY COST [?] 8.40 €	HOURLY COST [?] 1.89 €	HOURLY COST [?] 0.85 €	HOURLY COST [?] 0.74 €	HOURLY COST [?] 0.38 €
MONTHLY FEE (estimated use 24h x 30d) 6,080.00 €	MONTHLY FEE (estimated use 24h x 30d) 1,360.80 €	MONTHLY FEE (estimated use 24h x 30d) 612.00 €	MONTHLY FEE (estimated use 24h x 30d) 535.00 €	MONTHLY FEE (estimated use 24h x 30d) 279.00 €



Source: Seeweb website

Stratégie de Croissance et Historique de l'Entreprise

La croissance par le biais d'opérations de M&A est un pilier fondamental de la stratégie du groupe et vise à créer un écosystème d'entreprises indépendantes. Cela signifie que chaque société conserve sa propre marque, son organisation et son équipe de direction. En s'appuyant sur l'engagement total de tous les fondateurs, ainsi que sur l'équipe de direction qui apporte une vaste expérience dans le secteur numérique, le Groupe vise à soutenir les pionniers technologiques locaux qu'il acquiert.

Stratégiquement, l'entreprise effectue trois types d'opérations : Expansion (€2-20m), généralement liée à l'entrée dans de nouvelles géographies ou segments de marché, la part acquise est toujours majoritaire mais, dans la plupart des cas, pas totale au départ ; Consolidation (€0.5-2m) visant à augmenter les parts de marché détenues ; Start-up, l'entreprise investit historiquement jusqu'à €1m pour acquérir des parts minoritaires dans des start-ups innovantes à l'échelle mondiale avec des idées prometteuses.

Critères de M&A	1. Expansion	2. Consolidation	3. Start-up
Objectif	Entrée dans de nouvelles géographies ou expansion dans des segments de marché contigus en acquérant des entreprises en croissance et génératrices de cash.	Augmentation de la part de marché de référence de l'entreprise actuelle en acquérant des petites et moyennes entreprises.	Investir au moins 11m dans des start-ups innovantes à l'échelle mondiale avec des idées prometteuses.
Phase du développement	Entreprises génératrices de cash avec faible levier financier ou entreprises disposant d'un réseau infrastructurel existant.	Entreprises avec une base de clients et un réseau de distribution existants.	Équipe et produit avec traction prouvée.
Structure de l'accord	Achat initial en espèces de 51%-60% du capital avec option d'acheter la part restante par espèces ou capital.	Acquisition d'actifs sans maintien de la direction.	Participations minoritaires initiales avec options d'achat conditionnelles.
Taille de l'opération	12m – 20m	10.5m – 2m	<10.5m

Souce: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Une fois l'opération d'expansion réalisée, DHH offre son soutien pour atteindre des synergies de coûts et de revenus, améliorer les ressources et valoriser les capacités acquises, fournir un savoir-faire dans les processus managériaux, dans le développement des affaires et dans l'implémentation de processus basés sur le suivi d'indicateurs financiers clairs de performance, ainsi que fournir une réflexion stratégique, des solutions technologiques et une expertise en marketing.

L'entreprise a un historique de succès en M&A et, depuis sa création en 2015, a dépensé au moins €44.5m (dont €31.2m liés uniquement au reverse takeover de Seeweb), acquérant au moins €26.1m de revenus (dont €1.8m attribuables à Warian et donc encore non consolidés) par le biais d'opérations de M&A. En parallèle, l'entreprise a clôturé 2023 avec €33.7m de chiffre d'affaires et nous nous attendons à ce qu'elle termine 2024 avec la même valeur, en croissance de +7.6% à €36.3m. Au moins 67% des revenus attendus pour la fin de l'année ont donc été acquis, tandis que les 33% restants proviennent de la croissance organique. Parallèlement, selon les données diffusées par l'entreprise, l'EBITDA acquis total est d'au moins €7m (dont environ €5m attribuables uniquement à Seeweb), bien que nous estimions que l'entreprise pourrait clôturer 2024 avec un chiffre supérieur à €12.1m grâce à la stratégie d'entreprise réussie basée sur des synergies et le contrôle des coûts.

Target	Date	Country	Description	Activity	Stake	Price (€m)	Ref. Year	Revenues (€m)	EBITDA (€m)
Klaro	Oct-15	SLO	Slovenian web agency controlling Domenca, Domovanje, Plus	Host	100%	1.8	FY14	2.5	0.4
Tophost	Nov-15	ITA	Low-cost web hosting player	Host	100%	1.2	FY14	1.2	0.1
Infonet	Sep-16	CRO	Controlling Hosting IT, a web hosting provider	Host	100%	0.5	FY15	0.4	0.1
Studio 4Web	Mar-17	CRO	Low-cost web hosting provider	Host	100%	0.3			
Bee Bee Web	May-17	SWI	Web hosting company owner of the brand Artera	Host	60%	0.6			
mCloud	Oct-18	SER	Cloud computing provider fully dedicated to delivering advance	CC	62%	0.2			
Si-Shell	Dec-19	SLO	Slovenian provider with 1800 active customers	Host	100%				
Seeweb	Jun-20	ITA	Cloud computing provider	CC	100%	31.2	FY19	11.3	5.1
Optima Hosting	Mar-21	CRO	Croatian (>80%) and Bosnian web hosting provider	Host	100%		FY19	0.2	0
MondoServer	Apr-21	Italy	Cloud computing provider in the South of Italy	CC	100%				
Evolink	Nov-21	BUL	Largest IaaS provider in Bulgaria	CC	60%	2.5	FY21	3.2	0.2
Connesi	Jul-22	ITA	B2B provider of Internet Access, VOIP, and Cloud Computing	BC	69%	5.5	FY21	5.5	1.1
Warian	Dec-22	ITA	B2B internet service provider focused on the wholesale market	BC	45%		FY21	1.3	
Mister Domain	Jan-23	ITA	Web hosting provider	Host	100%	0.7	FY22	0.5	
Hosterdam	Mar-23	SLO	Shared hosting and domain registration provider	Host	100%				
						>44.5		>26.1	>7

Souce: DHH SpA & TP ICAP Midcap

L'entreprise a historiquement mis en œuvre et continue de mettre en œuvre une série d'initiatives stratégiques visant à maximiser la croissance organique de ses entreprises en portefeuille, avec pour objectif de a) augmenter l'Average Revenue Per User (ARPU) grâce à des produits premium b) lancer des solutions propriétaires innovantes (telles que le nouveau service de NPU et GPU as a service) c) améliorer la stratégie go-to-market grâce à des partenariats de valeur.

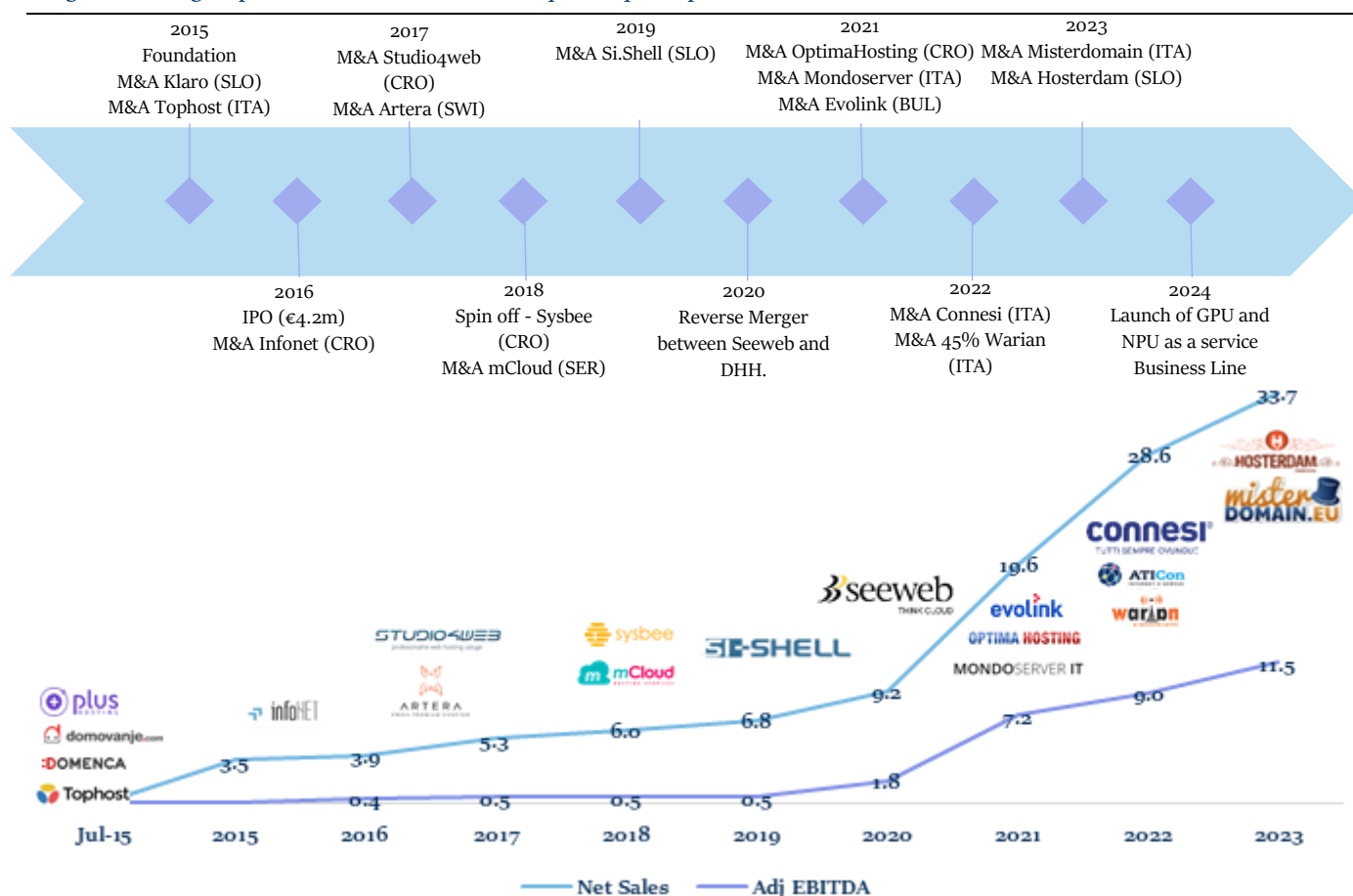
Augmentation de l'ARPU	Solutions propriétaires	Stratégie de Go-to-Market
La société vise à augmenter l'Average Revenue Per User (ARPU) en introduisant des produits premium et à valeur ajoutée. Cette stratégie élève non seulement la qualité de l'offre, mais améliore également l'expérience et la satisfaction du client, contribuant ainsi à la rentabilité de l'entreprise.	Pour rester compétitive, la société lance des produits innovants qui répondent aux besoins des clients. Un exemple est le Cloud Server GPU, lancé en juin 2021 pour des applications AI. DHH se positionne comme premier acteur en Europe, bénéficiant de la demande croissante d'intégration AI.	La société développe des partenariats stratégiques avec des agences web et des spécialistes (comme SAP) pour élargir sa base de clients. Ces collaborations visent à améliorer les taux de fidélisation et la présence sur le marché, en offrant une valeur ajoutée aux clients.

La société a été fondée en juillet 2015 par Giandomenico Sica et Seeweb, un groupe italien de services de cloud computing, avec l'objectif de devenir un point de référence national dans les services d'hébergement et de cloud computing en Italie et dans les économies émergentes d'Europe de l'Est. Parmi les fondateurs, on retrouve Antonio Baldassarra, Giandomenico Sica, Uroš Čimžar et Matija Jekovec.

En 2015, l'entreprise lance sa stratégie d'expansion en acquérant Klaro (désormais Webtasy, 8.6% du chiffre d'affaires 2023) en Slovénie et Tophost en Italie (6.3% du chiffre d'affaires 2023). En 2016, la société s'introduit en bourse, levant €4.2m et acquiert Infonet et Studio4web en Croatie (désormais Plus Hosting, 7.4% du chiffre d'affaires 2023) et par la suite 60% de Bee Bee Web en Suisse (désormais DHH Switzerland, 2.5% du chiffre d'affaires 2023). En 2018, elle pénètre le marché serbe avec mCloud (2.3% du chiffre d'affaires 2023). En 2019, elle acquiert Si.Shell en Slovénie, l'intégrant dans Webtasy pour renforcer sa position de leader.

En 2020, Seeweb et DHH fusionnent via un reverse takeover, avec DHH comme société mère. En 2021, DHH continue son expansion en acquérant Optima Hosting en Croatie (7.4% du chiffre d'affaires 2023), Mondoserver en Italie et 60% d'Evolink en Bulgarie (9.1% du chiffre d'affaires 2023). En 2022, elle se concentre en Italie avec l'acquisition de Connesi (20.5% du chiffre d'affaires 2023) et une participation de 45% dans Warian. En 2023, elle acquiert Mister Domain (intégré dans Tophost) et Hosterdam (intégré dans Webtasy) pour soutenir la croissance dans les segments stratégiques d'hébergement.

Progression du groupe avec un accent sur les marques acquises par M&A.



Souce: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Compte de résultats réparti par région/entreprise

Italie - Seeweb Srl (filiale à 100%)

Seeweb fait partie du groupe DHH depuis novembre 2020 suite à une opération de reverse takeover, puis en avril 2021. Il s'agit d'une entreprise italienne offrant des services de cloud computing ainsi qu'une large gamme de services IT supplémentaires tels que l'hébergement partagé, les serveurs dédiés, le housing et la colocation, en s'appuyant sur trois data centers physiques (2 à Milan et 1 à Frosinone), l'infrastructure des partenaires du groupe (Sofia, Zurich...) et un réseau de fibre optique propriétaire.

Le principal service proposé est le Cloud Server avec différentes configurations, incluant : CPU partagé, GPU, GPU sans serveur, NPU, haute mémoire et hébergement/aussi partagé. La société offre un support technique 24/7 (y compris proactif), des services de cybersécurité (SSL, antivirus, sauvegarde & protection des données) ainsi que des services de streaming, de gestion du trafic mail et de stockage, selon la configuration demandée par le client. Le modèle de vente standard est le pay-per-use avec des paiements mensuels et des contrats généralement annuels, ce qui profite à la gestion du fonds de roulement de l'entreprise (NWC négatif).

Seeweb présente une clientèle très diversifiée (Top 5 clients <5% des revenus) et vend directement ses services soit à de grandes entreprises (souvent e-commerce) soit à des agences qui s'occupent de la configuration des systèmes IT pour des tiers ; dans ce cas, la flexibilité de l'offre de Seeweb est particulièrement appréciée ainsi que l'infrastructure de connectivité fournie par Connesi.

Seeweb est le principal contributeur tant au chiffre d'affaires qu'à la marge d'EBITDA du groupe. À fin 2023, le chiffre d'affaires apporté par Seeweb s'élevait à €14.2m (+11% YoY, soit 42% du chiffre d'affaires du groupe), tandis que l'EBITDA était de €6.6m (vs €5.3m YoY) pour une marge d'EBITDA de 47% (vs 41.3% YoY).

Principaux indicateurs du compte de résultats de Seeweb (2021-1S 2024 LTM)



Souce: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Italie-Connesi (filiale à 100%)

Connesi est la deuxième société du groupe en termes de chiffre d'affaires ; en 2023, elle a généré €6.6m. La société a été consolidée dans le groupe à partir du 1er juillet 2022. Connesi est un fournisseur indépendant spécialisé dans l'accès à Internet (via fibre optique, à la fois en propre et en location, et réseaux sans fil fixes), VOIP et Cloud Computing. L'entreprise opère principalement en Ombrie mais aussi en Toscane et dans les Marches. Connesi se concentre sur le marché B2B premium, avec environ 35 employés et 3 000 clients, dont des grandes entreprises et des administrations publiques.

Principaux indicateurs du compte de résultats de Connesi (juillet 2022-1S 2024 LTM)



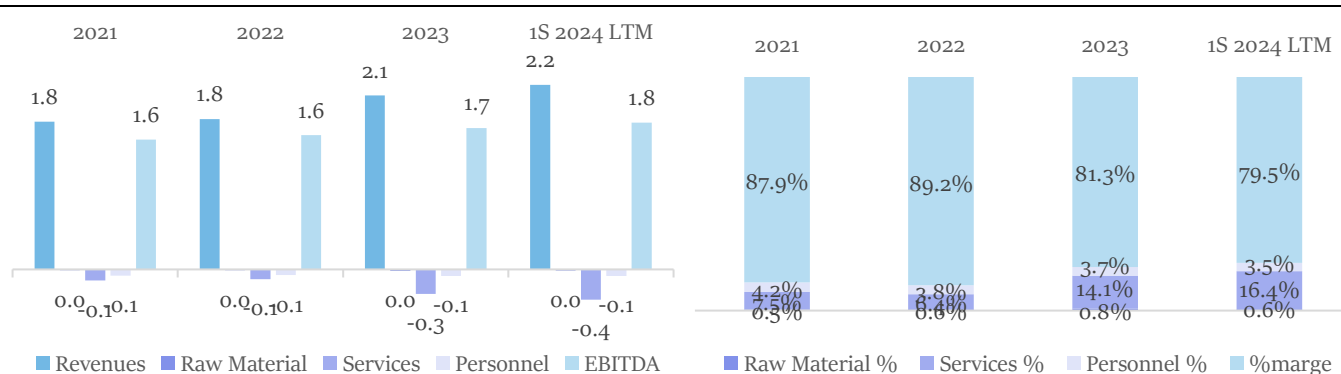
Souce: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Italie-Tophost Srl (filiale à 100%)

Fondée en 2004 avec l'objectif de devenir un acteur majeur du secteur de l'hébergement web « mass market » en Italie, l'entreprise a rapidement acquis une position de premier plan sur le marché, en offrant des services d'hébergement web d'entrée de gamme. La société dispose de processus hautement automatisés, ce qui lui permet de présenter d'excellents niveaux de marge EBITDA (>80%). Étant donné que la génération de leads se fait principalement via la publicité sur Google et que le marché est en transformation graduelle, nous ne prévoyons pas, de manière prudente, une croissance significative du chiffre d'affaires dans les années à venir. Top Host, après l'acquisition de Mister Domain en janvier 2023, est la sixième société en termes de chiffre d'affaires généré mais la deuxième, à égalité avec Connesi, pour l'EBITDA généré.

(*Environ €1.3m de coûts attribuables à TopHost sont des synergies intergroupes avec Seeweb ; en excluant ces postes, la société aurait une marge d'EBITDA plus proche de 19.2%.)

Tophost principaux indicateurs du compte de résultats (2021-1S 2024 LTM)



Souce: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Italie-DHH Switzerland (filiale à 100%)

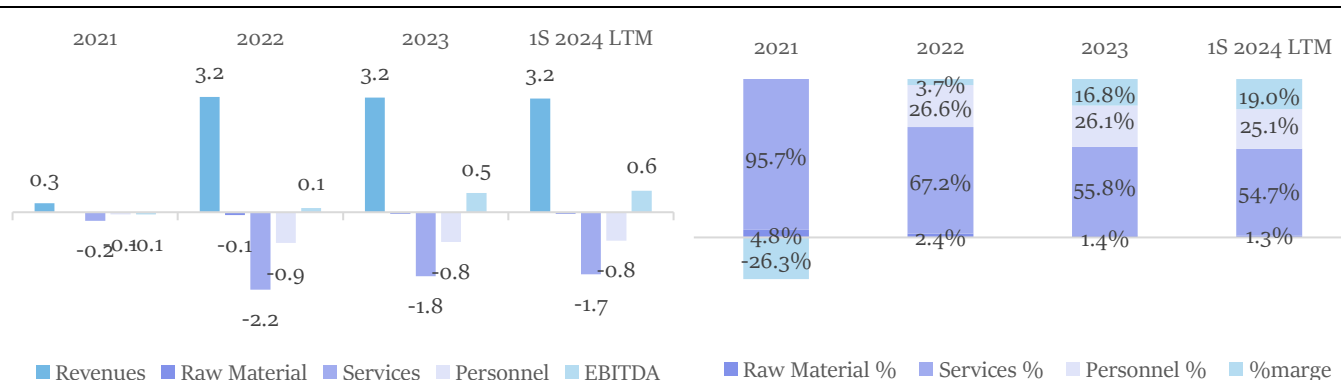
Fondée en 2002 et propriétaire de la marque Artera, cette société est devenue une partie de DHH depuis mai 2017. La société suisse offre des services de haute technologie, principalement d'hébergement web très fiable et technologiquement avancé. La division suisse a généré environ €0.9m de chiffre d'affaires et €0.2m d'EBITDA en 2023. Au niveau régional, elle est considérée comme une extension de l'activité en Italie.

Bulgarie-Evolink (filiale à 60%)

Fondée en 2004 et basée à Sofia (Bulgarie), avec une équipe d'environ 40 employés, c'est l'un des plus grands fournisseurs de « Infrastructure-as-a-Service » (IaaS) en Bulgarie, active dans le secteur du Cloud Computing, de la cybersécurité et des services de transport de données. La société gère deux data centers, tous deux situés à Sofia. Le portefeuille clients comprend de grandes entreprises et des opérateurs de télécommunications.

Evolink est la troisième société en termes de chiffre d'affaires et la seule basée en Bulgarie. Evolink a terminé 2023 après deux années de transformation, avec un chiffre d'affaires de €3.2m et un EBITDA de €0.5m, s'appuyant sur ses data centers propriétaires (les seuls hors de la péninsule italienne). La société a traversé une période de transformation post-acquisition, axée sur la génération de marge, et au premier semestre 2024, elle a réduit son effectif de 2 unités à 39 (vs 42).

Evolink principaux indicateurs du compte de résultats (Novembre 2021-1S 2024 LTM)

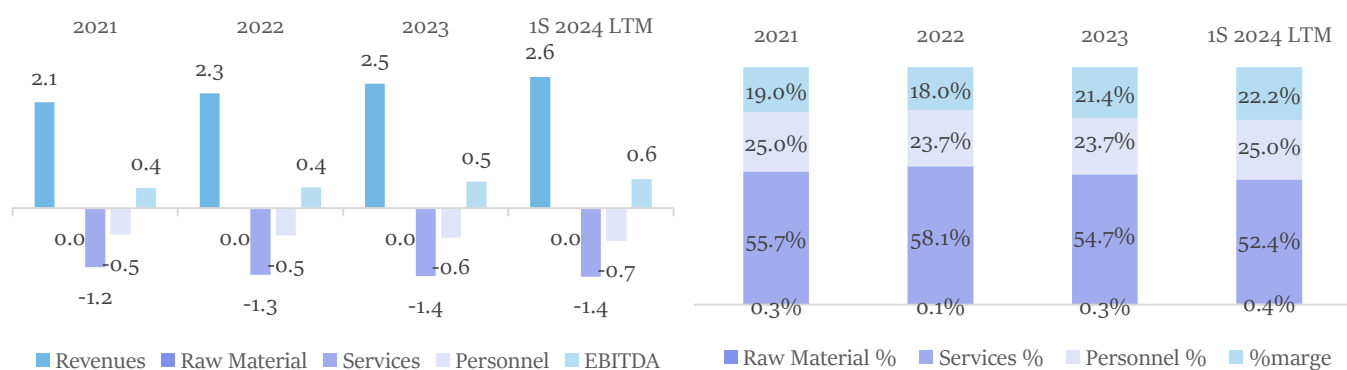


Souce: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Croatia-Plus Hosting (filiale à 100%)

Fondée en 2001, Plus Hosting a rejoint le groupe DHH en 2015, et à la suite d'une opération transformatrice, l'entité croate est aujourd'hui le plus grand acteur local, reconnu pour sa compétence technique et la qualité de son service client. La société gère trois marques croates (Plus Hosting, Studio4web et Infonet) qui offrent une large gamme de services, principalement d'hébergement « entry level » et d'hébergement géré pour des clients haut de gamme. De plus, la société gère une quatrième marque (Optima Hosting) qui, avec ses 5600 clients, est aujourd'hui la seule entreprise croate active également en Bosnie-Herzégovine depuis plus de 8 ans. Actuellement, Plus Hosting est la cinquième société en termes de chiffre d'affaires, mais si nous l'intégrons avec System Bee doo et Mcloud (région croate), elle dépasserait Evolink pour se classer en troisième position.

Plus Hosting principaux indicateurs du compte de résultats (2021-1S 2024 LTM)



Souce: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Croatie - System Bee doo (filiale à 100%)

Fondée en 2018, System Bee, propriétaire de la marque Sysbee, est composée d'un groupe d'ingénieurs systèmes et d'architectes d'infrastructures dédiés à l'introduction de la culture DevOps dans les PME en Croatie. Elle compte actuellement environ 80 clients actifs. La société a généré environ €0.6m de chiffre d'affaires en 2023 avec une marge EBITDA de 21.7%. Pour des raisons de simplicité d'analyse par région, elle est intégrée à Plus Hosting.

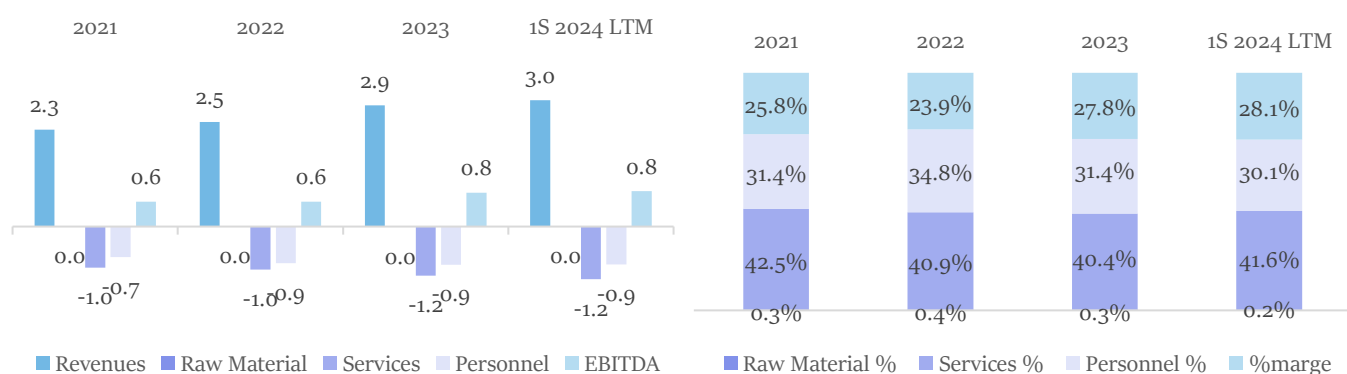
Croatie - MCloud doo (filiale à 100%)

Fournisseur serbe de services d'hébergement avancés, MCloud a été fondée en mars 2018 et fait partie de DHH depuis octobre 2018. L'entreprise est spécialisée dans la fourniture de services d'hébergement avancés et gère deux marques, Plus Hosting (la même marque croate) et mCloud, chacune ciblant différents types de clients (respectivement entry level et de qualité technologique supérieure).

Slovénie - Webtasy doo (filiale à 100%)

Enfin, Webtasy, seule société slovène du groupe, est la quatrième en termes de chiffre d'affaires généré, avec une marge de 27.8% en 2023. Webtasy d.o.o., faisant partie de DHH depuis 2015 et connue pour les marques Domovanje, Domenca et Si-Shell, est le leader du marché local depuis plus de 20 ans, desservant plus de 30.000 clients avec une part de marché d'environ 30% et plus de 72.000 domaines enregistrés. Elle propose des services de registre de domaines, d'hébergement web et de solutions cloud, avec un focus sur les PME. En mars 2023, elle a acquis Hosterdam, qui gère environ 450 packs d'hébergement partagé actifs.

Webtasy principaux indicateurs du compte de résultats (2021-1S 2024 LTM)



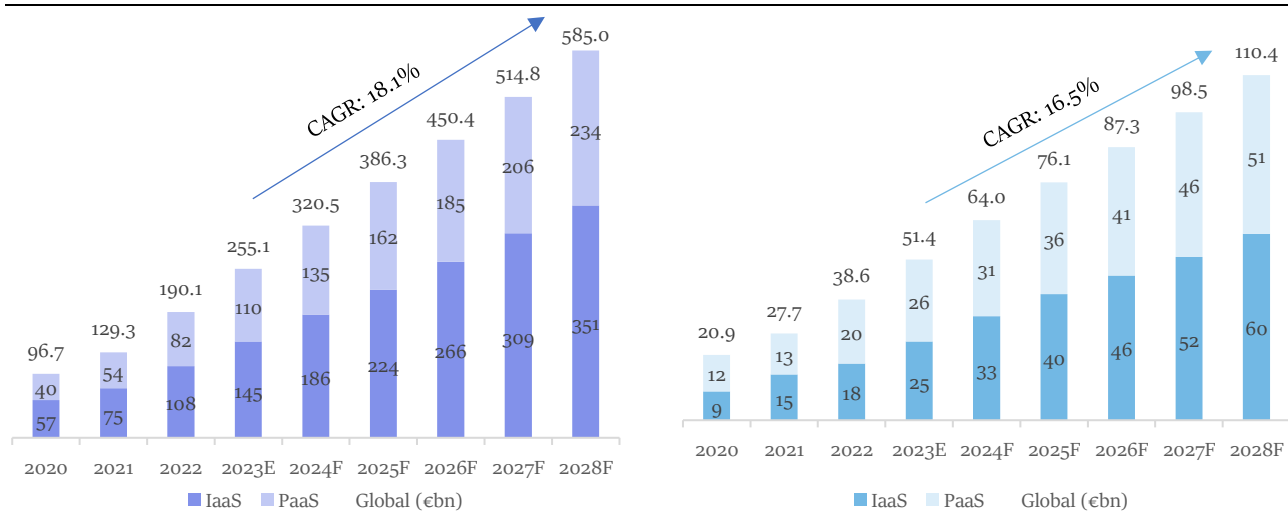
Souce: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Le marché italien

Le marché mondial du Cloud computing (PaaS et IaaS) est estimé à \$255.1B à la fin de 2023 (Source : Statista, Synergy Research Group) et devrait plus que doubler d'ici 2028, atteignant une taille de marché de \$585B (CAGR 2023-2028 de 18.1%). L'Europe, troisième marché en taille après l'Amérique du Nord et l'Asie, représente environ 20.1% du marché mondial et devrait sous-performer par rapport à la croissance du marché mondial d'environ 160bps par an, atteignant à la fin de 2028 une taille de marché de \$110.4B (CAGR 2023-2028 de 16.5%).

La croissance du marché mondial sera propulsée par la rapide transition des systèmes IT on-premise vers le Cloud Computing, offrant une plus grande flexibilité, fiabilité, performance accrue, efficacité améliorée, risques réduits et coûts inférieurs. Les services de Platform as a Service devraient croître plus rapidement que l'IaaS (CAGR 2023-2028), tant au niveau mondial (19.3% contre 16.4%) qu'au niveau européen (18.8% contre 14.1%). On estime que la part de marché détenue par les fournisseurs locaux européens parmi les hyperscalers (AWS, Microsoft et Google) et les fournisseurs de services Cloud de niveau 2, qu'ils soient américains ou asiatiques, a diminué d'environ 27% en 2017 pour tomber à 13% début 2023.

Taille du marché mondial et européen du Cloud Computing et CAGR attendu (IaaS et PaaS 2023-2028).

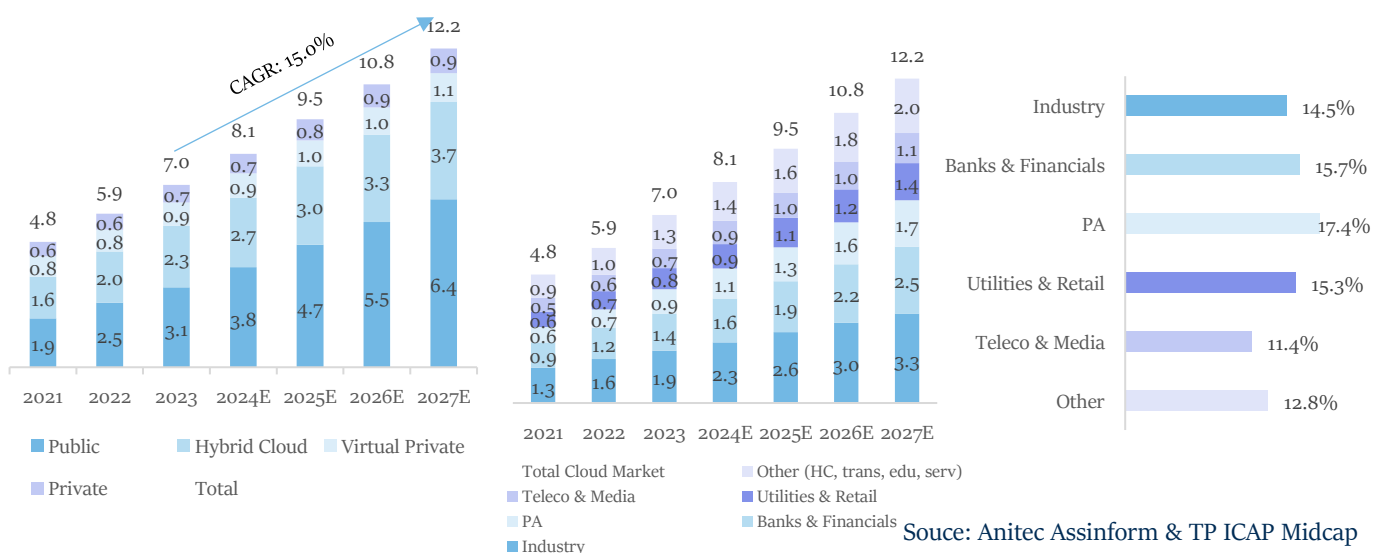


Source: BDO, Statista & TP ICAP Midcap

En ce qui concerne le marché du Cloud italien, selon l'étude récente « Le digital en Italie 2024 » publiée par Anitec Assinform, la taille du marché à la fin de 2023 était de €7B (services SaaS inclus et représentant 42% du total), ce qui porterait la taille du marché PaaS et IaaS à environ €2.9B, soit environ 5.7% du marché total européen.

La croissance attendue du marché du Cloud italien est de 15% (CAGR 2023-2027), le segment Public devant croître de 20.4% (CAGR 2023-2027), tandis que le Private Cloud est prévu en croissance de 8.5% (CAGR 2023-2027).

Croissance attendue du Cloud Computing en Italie par type de service et secteur (CAGR IaaS, PaaS et SaaS 2023-2028).



Source: Anitec Assinform & TP ICAP Midcap

Positionnement sur le marché

À l'échelle mondiale, les leaders incontestés du marché du Cloud Computing sont Amazon Web Services, Microsoft Azure et Google Cloud. En Europe, ces trois acteurs détiennent au moins 65% du marché. En ce qui concerne le marché italien, on estime qu'AWS détient 32.7% du marché, Microsoft Azure 21% et Google Cloud environ 11.2%. Pour la part restante du marché, celle-ci est partagée entre IBM, Alibaba et des acteurs locaux. L'un des principaux acteurs locaux italiens, parmi les sociétés les plus comparables à DHH, est WiIT, bien que WiIT génère environ 60% de ses revenus en Allemagne.

En ce qui concerne le cloud hosting, il s'agit d'un segment plus mature et consolidé, dans lequel les processus commerciaux doivent être efficaces et les prix agressifs pour maintenir des parts de marché. Les principaux opérateurs dans ce segment sont Equinix, Godaddy, Ionos et Endurance. Certains des plus grands opérateurs de marché sont considérés comme des fonds d'investissement immobiliers dédiés à la construction de centres de données pour l'hébergement. Beaucoup d'entre eux sont en effet des Real Estate Investment Trusts (REITs).

Enfin, pour le segment de la connectivité d'entreprise en Italie, les trois principaux opérateurs sont Tim, Vodafone et Fastweb. Suivent, selon la qualité de l'infrastructure et du service offert, en fonction des zones, Eolo, Linkem et Cpn.

Ce qui distingue DHH des principaux acteurs du marché est la proximité géographique avec les clients et la conformité aux réglementations européennes/nationales et/ou régionales, une infrastructure de qualité offrant une faible latence, un positionnement solide dans les pays d'Europe de l'Est avec une stratégie de M&A qui maintient les entrepreneurs/management/marques locales acquises investis, une excellente gestion du fonds de roulement, avec des paiements pay-per-use mensualisés/anticipés, et enfin une offre variée avec un support de proximité qui s'étend du Cloud Computing à l'Hébergement jusqu'aux investissements infrastructurels orientés vers la fourniture de connectivité B2B.

En ce qui concerne le Cloud Computing et l'Hébergement, la société se concentre sur une clientèle B2B et Professionnelle avec une maximisation de la personnalisation de l'offre. Dans le segment de la connectivité d'entreprise récemment développé, la clientèle reste principalement B2B et inclut également des administrations publiques, souvent dans des zones moins desservies.

Positionnement sur le marché et principaux concurrents



Souce: DHH SpA & TP ICAP Midcap

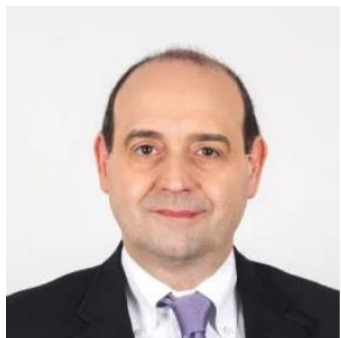
Le Conseil d'Administration



Giandomenico Sica – Président Exécutif - Investisseur dans le secteur Technologique.

Co-fondateur de DHH SpA (5.5%) et de Grafoventures.

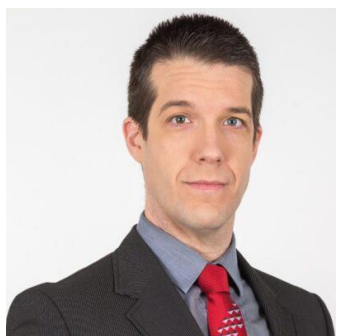
Grafoventures se consacre aux investissements dans de petites entreprises technologiques afin de les accompagner dans la mise en œuvre de stratégies de croissance, la gouvernance et la levée de capitaux (souvent par le biais d'une IPO), principalement dans le secteur technologique.



Antonio Baldassarra – CEO

Fondateur de Seeweb et co-fondateur de DHH (33.6%)

Actuellement, il occupe le poste de CEO chez DHH et Seeweb. Il est activement impliqué dans le financement et le soutien aux entreprises émergentes dans le secteur technologique et, grâce à son réseau consolidé et à ses connaissances du secteur, il est en mesure de générer des synergies et des collaborations entre les entreprises, facilitant leur croissance et leur visibilité.



Matija Jekovec – COO

Il est co-fondateur de DHH et fondateur de Klaro en Slovénie, la première acquisition réalisée par DHH après sa création, qui a donné naissance à Webtasy, filiale slovène ayant généré 8.6% du chiffre d'affaires de l'entreprise en 2023.

Au sein du groupe DHH, il est Chief Operating Officer et se consacre à la création de stratégies de croissance et d'expansion du portefeuille de l'entreprise, ainsi qu'à l'identification et à la mise en œuvre de nouveaux services et technologies pour répondre aux besoins des clients de DHH.



Tamara Arduini – CFO

Elle est CFO de DHH et de Seeweb depuis plus de 20 ans. En plus de fournir le soutien financier nécessaire pour faciliter les opérations extraordinaires du groupe, elle s'occupe également de la relation avec les investisseurs aux côtés d'Antonio et de Giandomenico.

Structure de l'actionnariat et du groupe

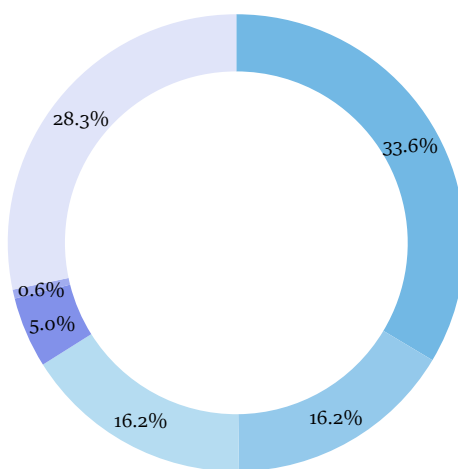
Après la fusion inversée de Seeweb sur DHH SpA, Antonio Baldassarra est devenu le principal actionnaire de la société avec 33,6% des parts. Suivent Daniele et Marianna Vona, les enfants de l'entrepreneur co-fondateur de Seeweb Enrico Vona, qui détiennent chacun 16,2% des parts de DHH. Giandomenico Sica détient 5,5% des parts de la société.

Alkemia SGR est entré au capital de la société début mai 2024 en achetant 101k actions directement à DHH et 131k actions à d'autres actionnaires, atteignant une participation de 4,7% du capital social. Une semaine après cette transaction, Alkemia a annoncé avoir dépassé le seuil de 5% dans DHH. À ce jour, il détient 246k actions au total, soit une part de 5%.

Les actions propres détenues par DHH s'élèvent à 31k (0,6%) et enfin le flottant représente 22,9% (1,12m d'actions).

À ce jour, la société présente un plan d'options d'achat d'actions actif, couvrant la période 2022-2025, à l'issue duquel (mars 2025) environ 230k actions DHH seront émises, augmentant le nombre d'actions en circulation de 4,7%.

Principaux actionnaires et structure du groupe



■ Antonio Baldassarra ■ Daniele Vona ■ Marianna Vona ■ Alkemia SGR ■ Own shares ■ Free Float

DHH SpA

Cloud Computing Providers

 **ARTERA**
DHH Switzerland SA
100%

 **seeweb**
Seeweb Srl
Italy - 100%

 **mCloud**
m Cloud d.o.o
Serbia - 100%

 **sysbee**
System Bee d.o.o
Croatia - 100%

Cloud Hosting Providers

 **plus** **OPTIMA HOSTING**
 **STUDIO4WEB**  **infoNET**
Plus hosting Grupa d.o.o
Croatia - 100%

 **Tophost**  **mister domain.eu**
Tophost Srl
Italy - 100%

 **DOMENCA**  **SE-SHELL**
 **domovanje.com**
Webtasy d.o.o
Slovenia - 100%

B2B Internet Service Providers

 **evolink**
Evolink AD
Bulgaria - 60%

 **warion**
Warion Srl
Italy - 45%

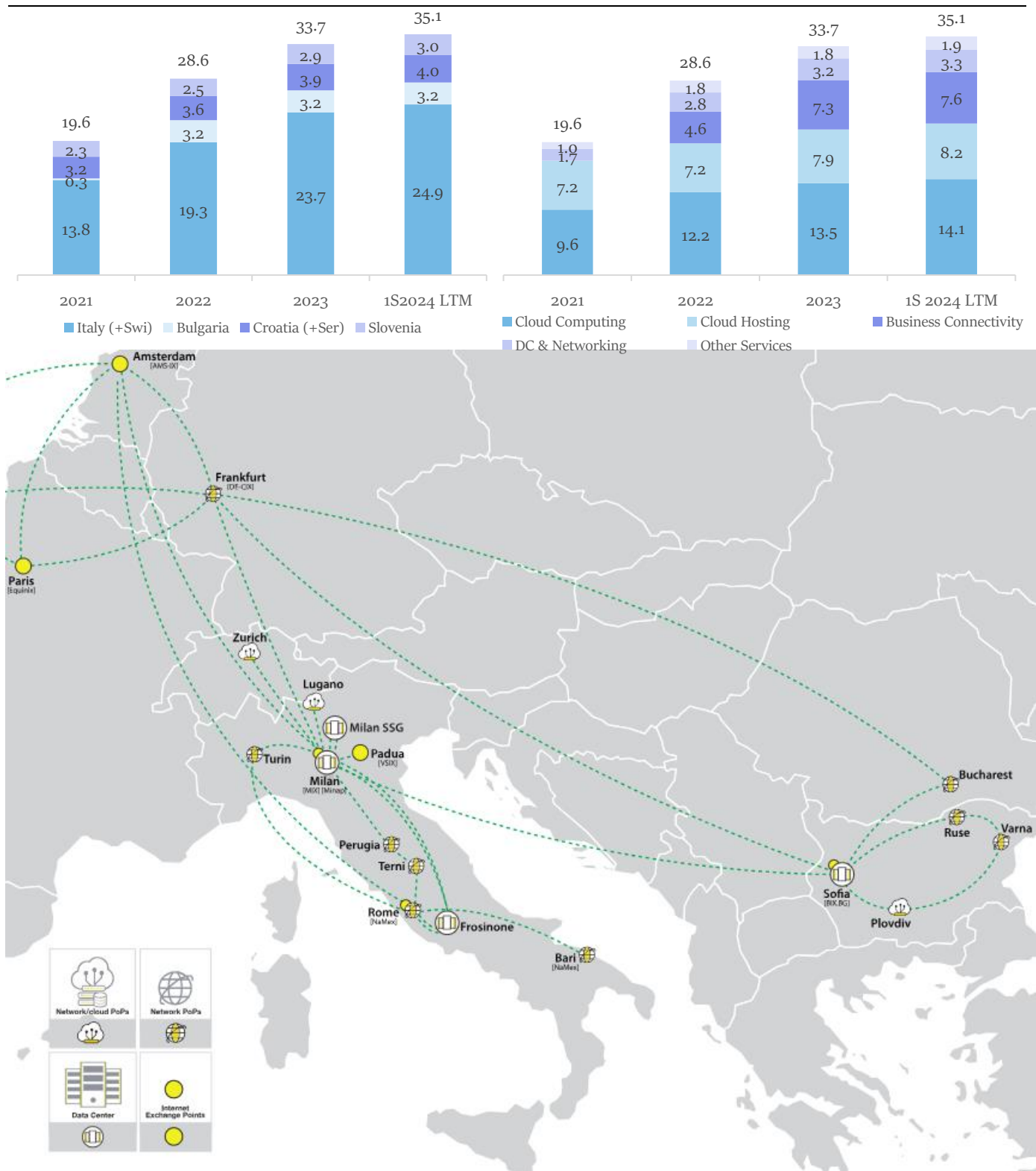
 **connesi**
Connesi SpA
Italy - 100%

Source: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Compte de résultat du groupe

Le groupe a clôturé l'exercice 2023 avec des revenus de €33.7m, dont la majorité a été générée en Italie (67.9%). Le CAGR de l'entreprise 2021-2023 a été de 32.2%, grâce à un mélange optimal de croissance organique (environ 10.7%) et d'opérations de M&A (21.5%). Au cours des 2 dernières années, la dépendance des revenus en provenance d'Italie a augmenté à 67.9% (contre 66.6% en 2021), principalement grâce à la croissance organique des activités historiques ainsi que des sociétés acquises. La dépendance des revenus étrangers a légèrement diminué en attendant qu'Evolink, la société bulgare acquise, montre son potentiel de croissance encore inexploité. Les principaux services offerts sont le Cloud Computing (40%), le Cloud Hosting (23%) et, après l'acquisition de Connesi et Evolink, les services de Business Connectivity (22%).

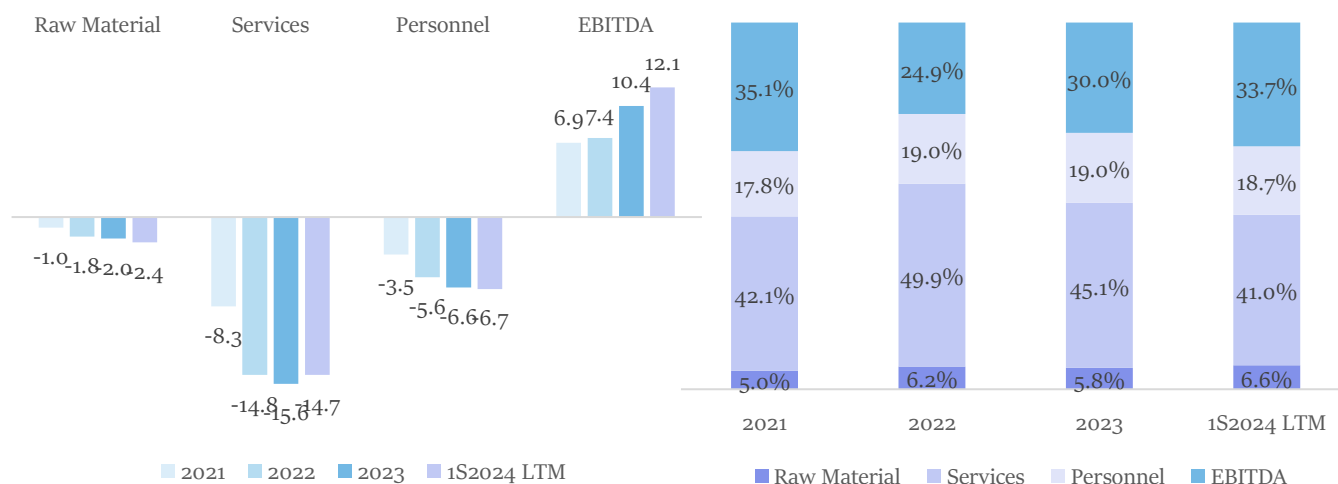
Répartition des revenus par région, type de service et configuration de l'infrastructure propriétaire.



Source: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Entre 2021 et 2023, l'impact des coûts des matières premières en pourcentage des revenus a augmenté de 80bps, une variation presque entièrement attribuable à l'acquisition de Connési, dont l'activité dépend davantage des coûts des matières premières par rapport au mix historique du groupe (10.8% en 2023 contre 5% du groupe en 2021, pré-acquisition). La dépendance aux coûts des services a augmenté de 300bps (2021-2023), une tendance liée à l'acquisition d'Evolink en Bulgarie, qui a généré €3.2m de chiffre d'affaires avec une incidence des coûts des services de 55.8% du total. Par rapport aux données de 2022, la société a réussi, grâce à des synergies et à une efficacité organisationnelle, à réduire les coûts des services de 480bps, un chiffre en contraction supplémentaire si l'on considère les 12 derniers mois d'activité à partir de la fin du 1er semestre 2024, bénéficiant substantiellement de la croissance de la marge EBITDA. Enfin, les coûts du personnel ont augmenté de 120bps (par rapport à 2021), chiffre en ligne avec 2022, soulignant une croissance organique et saine des effectifs en adéquation avec la croissance du groupe..

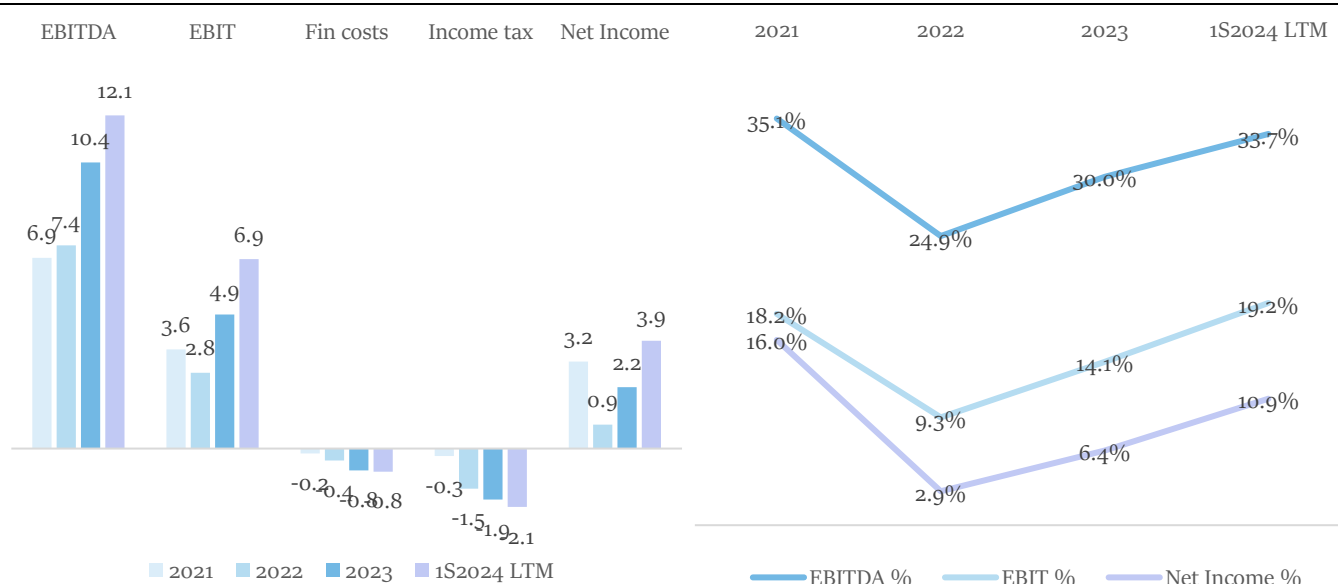
Structure des coûts du compte de résultats du groupe et marge EBITDA



Souce: DHH SpA & TP ICAP Midcap

En observant la dynamique de croissance de l'EBIT et du résultat net, on constate une diminution de l'écart entre la marge EBITDA et l'EBIT, passant de 16.9% en 2021 à 15.9% en 2023, indiquant une diminution de la valeur des amortissements en % des ventes. La société a beaucoup grandi grâce à des opérations de M&A au cours des trois dernières années, et le ratio Capex/Revenus a été en moyenne inférieur aux amortissements/Revenus au cours des trois dernières années (principalement en raison d'un chiffre 2022 modeste), permettant un rétrécissement de l'écart EBITDA-EBIT. Entre la fin de 2021 et 2023, la dette nette, à cause des nombreuses opérations de M&A, est passée de €0.9m à €6.5m. Pendant cette période, les taux d'intérêt ont également augmenté en ligne avec les décisions de politique monétaire de la BCE, ce qui a augmenté l'écart entre l'EBIT et le résultat net de 180bps à 770bps. Nous prévoyons une réduction progressive de ce chiffre grâce à la génération de cash attendue pour 2024..

Principaux indicateurs et marges du compte de résultats du groupe



Souce: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Bilan et tableau de flux de trésorerie consolidés

Au cours de l'année 2022, la société a acquis Connesi, ce qui a eu un impact significatif sur la croissance des immobilisations corporelles de la société (PPE), principalement en ce qui concerne les installations et les équipements, qui sont passés d'une valeur nette de 0 à environ €7.4m. En dehors des activités de M&A, DHH a investi en moyenne entre 2021 et 2023 environ €3.4m par an dans des immobilisations corporelles, principalement en infrastructure matérielle (hw) pour ses DataCenters et, en partie, en fibre optique et modems. Lorsque la société acquiert du matériel en leasing, la valeur d'achat est généralement inscrite au bilan comme investissement capex en Droit d'usage (Right of Use). Les investissements en immobilisations incorporelles, généralement compris entre €0.2m et €0.4m, concernent les activités de Recherche et Développement de la société.

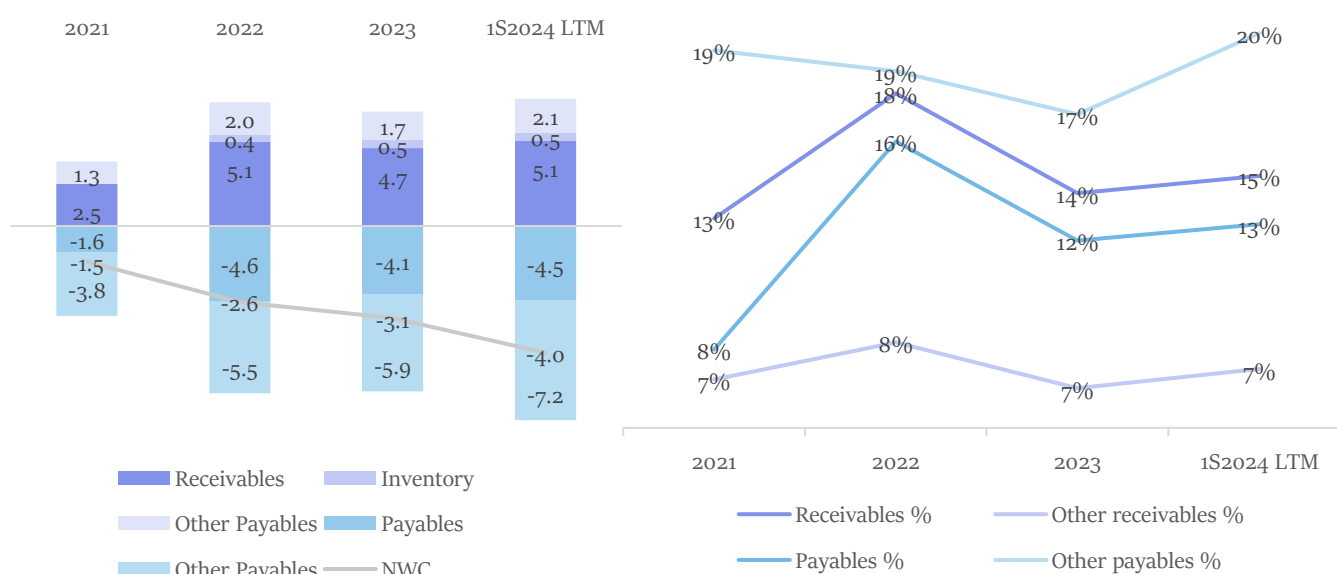
Structure des actifs du groupe, focalisation sur les capex et dynamiques de D&A. (2021-1S 2024 LTM)



Source: DHH SpA & TP ICAP Midcap

En ce qui concerne la gestion du fonds de roulement, la société a historiquement montré une grande compétence tant dans l'anticipation du recouvrement des créances, grâce à son modèle de facturation mensuelle pay-per-use, que dans le contrôle des sorties de trésorerie liées à ses dettes commerciales. En particulier, une part importante de la croissance des passifs à court terme concerne des services facturés à l'avance mais comptabilisés sur des exercices futurs (charges constatées d'avance), qui, avec les dettes commerciales, ont permis à DHH de maintenir ces dernières années un solde net de fonds de roulement négatif, favorisant ainsi la génération de trésorerie.

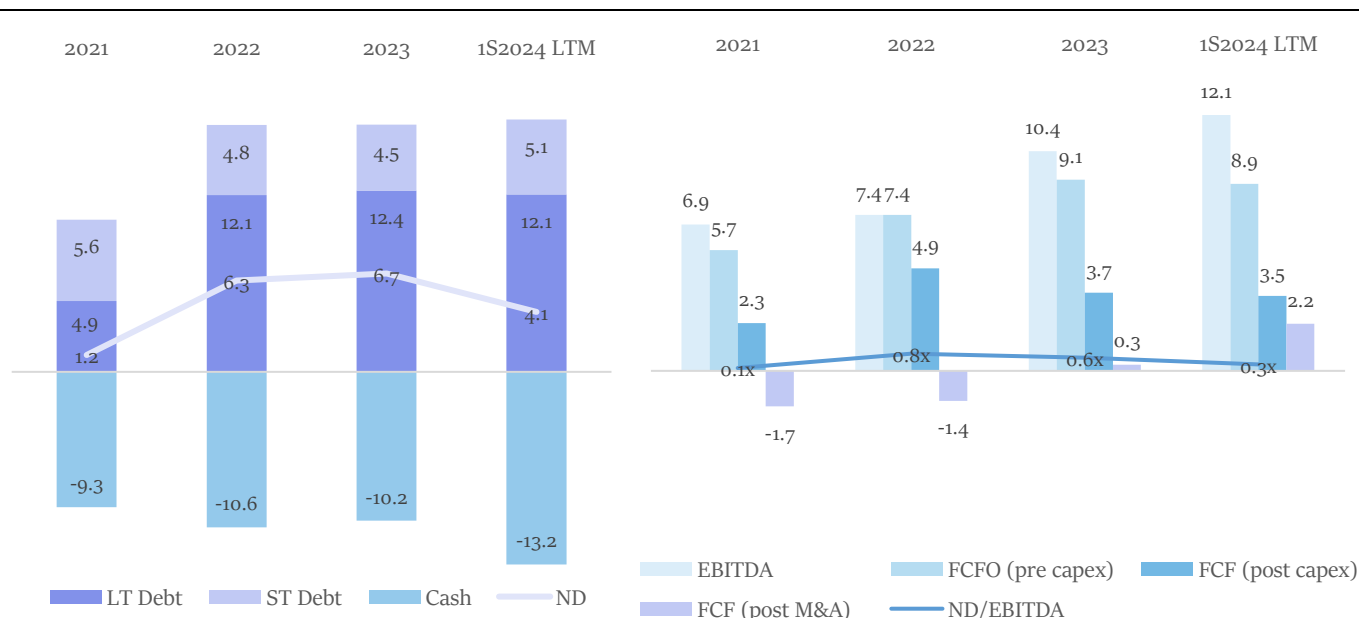
Dynamiques du fonds de roulement net du groupe. (2021- 1S 2024 LTM)



Source: DHH SpA & TP ICAP Midcap

La société a été capable, au cours des trois dernières années (2021-2023), de générer en moyenne environ €3.6m de flux de trésorerie disponible chaque année, soit environ 13.2% des revenus de la société. La dette nette, passant de €1.2m à la fin de 2021, a atteint €4.1m à la fin juin, cela n'est pas dû à l'absence de génération de flux de trésorerie disponible (après capex), mais plutôt à l'activité de M&A de la société. Malgré les différentes acquisitions réalisées ces dernières années, le ratio DN/EBITDA est resté extrêmement maîtrisé, atteignant un maximum de 0.8x à la fin de 2022, puis descendant à 0.3x à la fin juin 2024. Ces données soulignent la plus grande attention de l'entreprise à la maîtrise de l'endettement vis-à-vis des institutions financières, ainsi qu'une orientation vers la croissance et l'efficacité de la marge et de la génération de trésorerie opérationnelle.

Structure de la position financière nette du groupe et principaux indicateurs de génération de trésorerie. (2021-1S 2024 LTM)



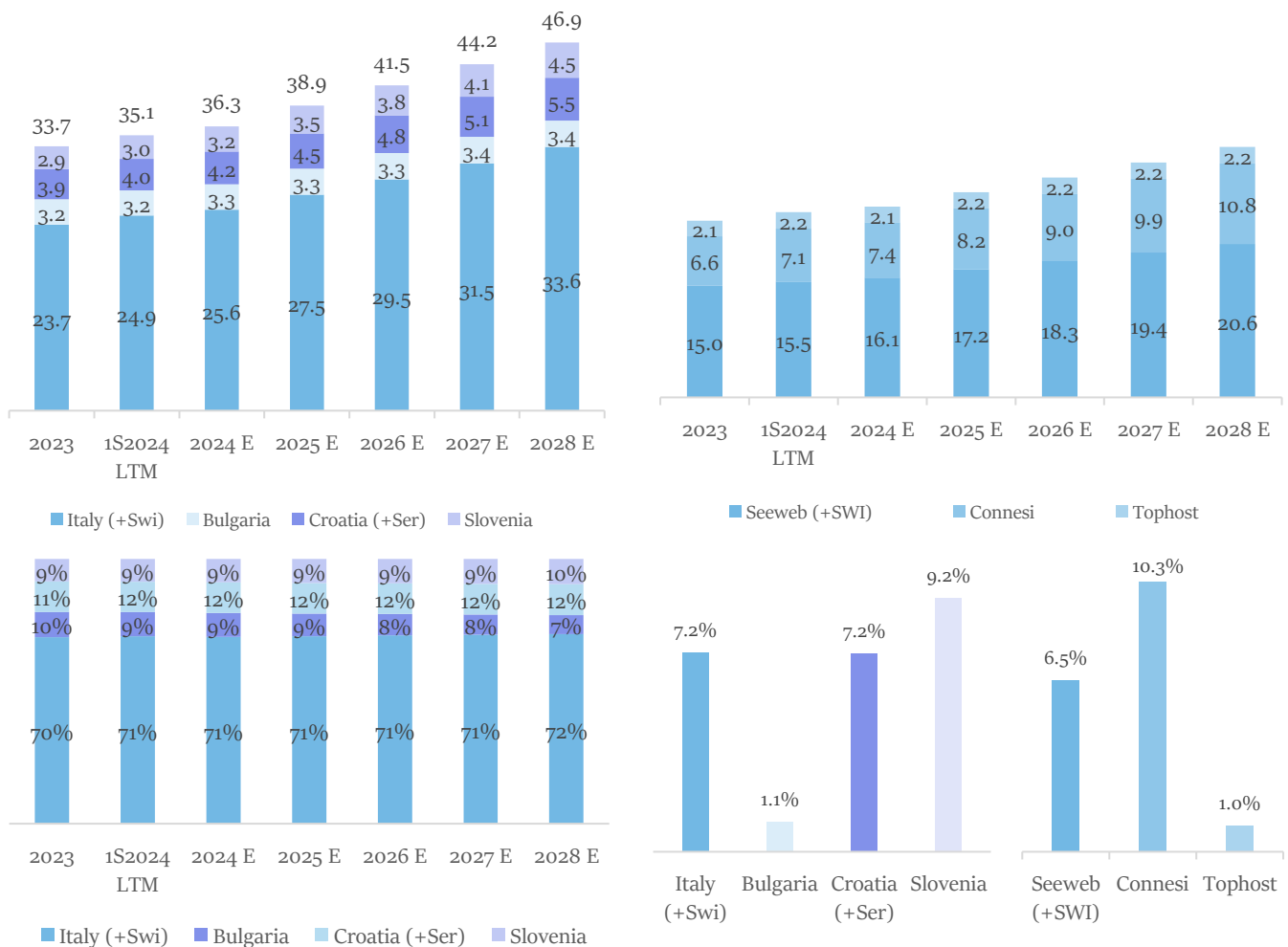
Source: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Analyse financière prospective.

En ce qui concerne notre analyse prospective, nous pensons prudemment que la société peut maintenir un CAGR 2023-2028 de 6.9% et que la majeure partie de la croissance en valeur absolue sera portée par l'Italie, où, à la fin de la période, nous estimons que la société pourrait générer 72% de ses revenus (contre 70% en 2023). Nous ne nous attendons pas à une croissance particulièrement soutenue dans l'activité d'hébergement en Italie, un marché plus mature qui traverse une période de transformation (CAGR 2023-2028 pour TopHost égal à 1%), mais nous pensons qu'il existe un potentiel de croissance considérable dans les activités de Seeweb (principalement des services de Cloud Computing), pour lesquelles nous anticipons un CAGR 2023-2028 de 6.5%, et dans les activités de Connesi (connectivité Internet), où nous prévoyons une croissance à deux chiffres au cours des cinq prochaines années (CAGR 2023-2028 de 10.3%). Le nouveau modèle commercial basé sur le concept de GPU (ou NPU) as a service pourrait, dans les prochaines années, augmenter le rythme de croissance de Seeweb, sur lequel nous maintenons pour le moment un bon niveau de prudence. L'Italie (qui, au niveau consolidé, inclut l'activité de DHH Switzerland) pourrait maintenir un CAGR 2023-2028 de 7.2%.

Concernant les activités internationales, la Croatie, le deuxième marché par la taille du groupe (11% du chiffre d'affaires total de 2023), pourrait maintenir le même taux de croissance que l'Italie (CAGR 2023-2028 de 7.2%). En Croatie (où le chiffre d'affaires serbe de Mcloud est inclus), la société fournit principalement des services d'hébergement (Plus Hosting grupa doo) plus ou moins avancés. Étant donné que la Croatie est un pays moins développé numériquement que l'Italie et que Plus Hosting a un positionnement de leader sur le marché, nous pensons qu'elle peut maintenir un excellent taux de croissance dans les années à venir. Suit la Slovénie, où grâce à Webtasy, la société a généré en 2023 9% de son chiffre d'affaires, se positionnant comme leader du marché (environ 30%) et offrant principalement des services d'hébergement, mais aussi de cloud computing pour les PME. Nous pensons qu'elle peut maintenir une croissance de 9.2% dans les prochaines années (CAGR 2023-2028). Enfin, nous restons prudents sur la Bulgarie (Evolink), qui connaît une décroissance de 2% au 1S 2024, où la société a légèrement réduit son personnel. Bien qu'elle dispose d'infrastructures propriétaires, nous pensons prudemment qu'elle pourrait maintenir un CAGR 2023-2028 légèrement supérieur à 1%.

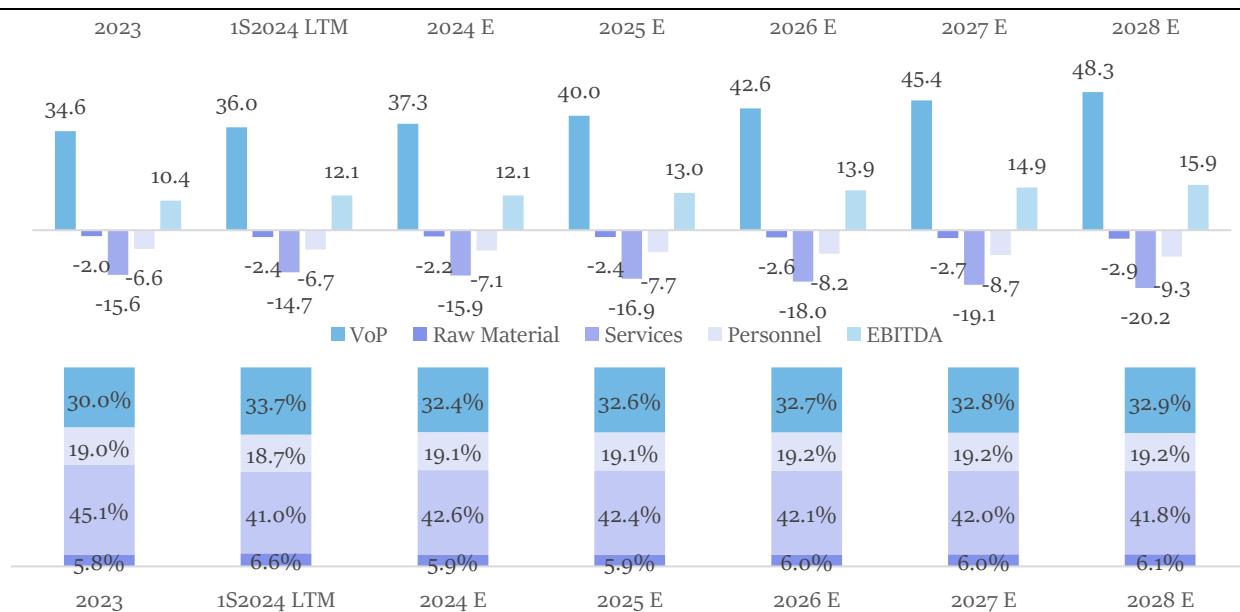
Prévision de la progression des revenus du groupe par pays et par société contrôlée italienne (CAGR et perspectives 2023-2028).



Souce: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Le S1 2024 a été le meilleur premier semestre de l'histoire de DHH, avec un EBITDA de €6m, légèrement inférieur au S2 2023 (€6.1m) mais supérieur de 40% par rapport à la même période en 1S 2023. Cette amélioration est due en partie à une plus grande efficacité dans la gestion des coûts, en partie à la croissance de Seeweb, qui a historiquement une marge EBITDA d'au moins 100bps supérieure à celle du groupe, et enfin à des coûts d'environ €1m inférieurs attribuables à la société mère (DHH Spa). En maintenant une approche prudente, nous pensons que la société pourrait améliorer sa marge EBITDA dans les prochaines années, avec une amélioration attendue de 240bps d'ici fin 2024 YoY, soutenue par le bon premier semestre déjà réalisé, et une croissance prudente de 10-20bps par an jusqu'en 2028. Cela est dû à la capacité historique de l'entreprise à augmenter les coûts de manière moins proportionnelle par rapport aux revenus, associée à la bonne performance attendue de Seeweb (marge EBITDA de 47%) et de sociétés comme Connesi en Italie (marge EBITDA de 25%) et Webtasy en Slovénie (marge EBITDA de 28%), qui ont historiquement de bonnes marges.

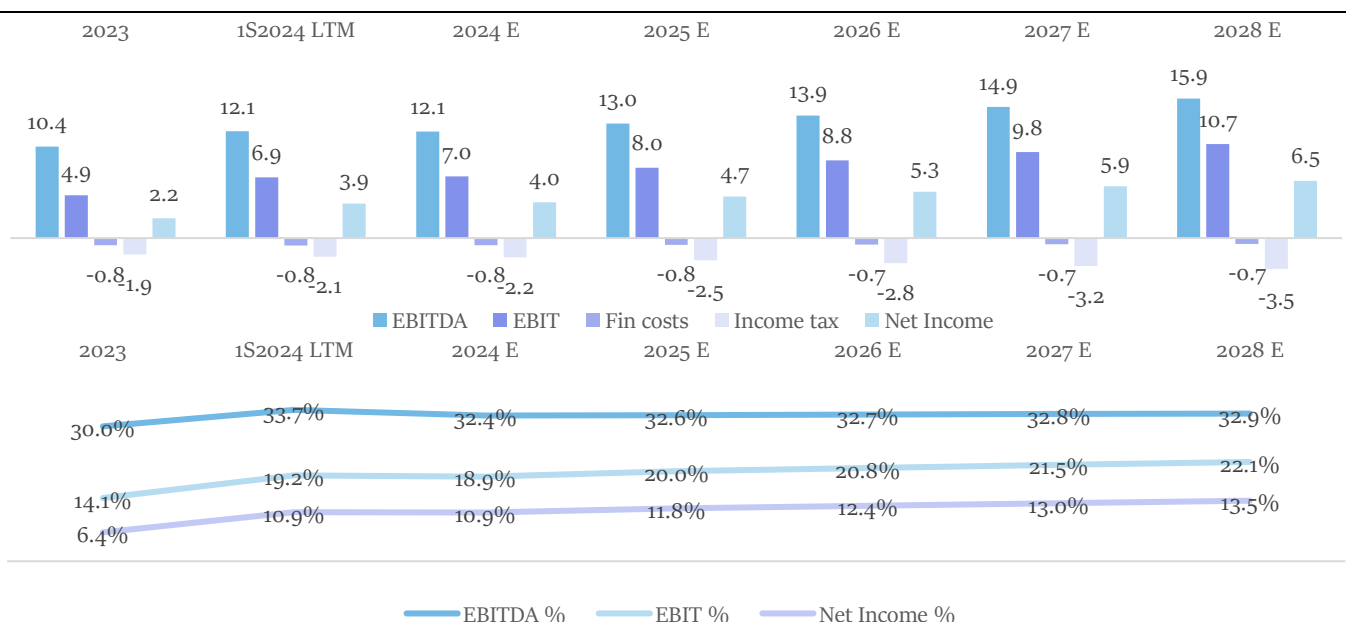
Structure des coûts du compte de résultats du groupe et marge EBITDA (perspectives 2023-2028E)



Souce: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Les amortissements pour le premier semestre 2024 ont montré une baisse de 10% YoY, en ligne avec une légère diminution des investissements capex en hw en leasing (-17% YoY), ce qui a bénéficié à la marge EBIT et au résultat net. Nous pensons que la société nécessitera, afin de soutenir la croissance prudente envisagée, un capex compris entre 13% et 11% des revenus, soit environ €4.6m-5.5m annuels. Cela, associé à la génération de trésorerie et donc à la baisse des coûts financiers, pourrait permettre à la marge EBIT et à la marge du résultat net de croître entre 50-100bps annuels entre 2024 et 2028.

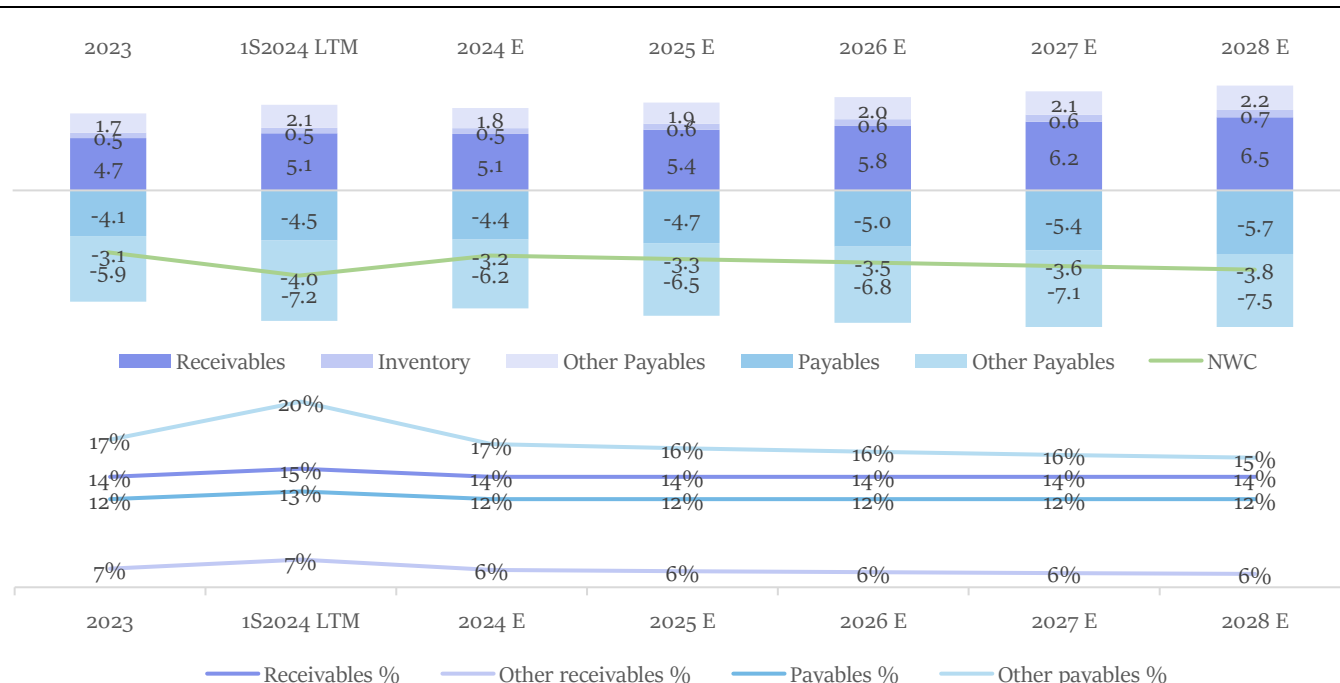
Principaux indicateurs et marges du compte de résultats du groupe. (perspectives 2023-2028E)



Souce: DHH SpA & TP ICAP Midcap

En ce qui concerne la gestion du fonds de roulement, nous nous attendons également à une continuité substantielle des niveaux affichés ces dernières années, avec un léger degré de prudence. La société reçoit certains paiements pour les services offerts à l'avance, c'est pourquoi le poste des charges à payer et des produits à recevoir croît proportionnellement à la croissance des revenus (environ 17%), un niveau d'environ 300bps supérieur aux créances commerciales par rapport aux ventes. Prudemment, nous avons tempéré cet effet dans les cinq prochaines années, tout en restant convaincus que la dynamique du fonds de roulement pourrait continuer à bénéficier à la génération de trésorerie de l'entreprise..

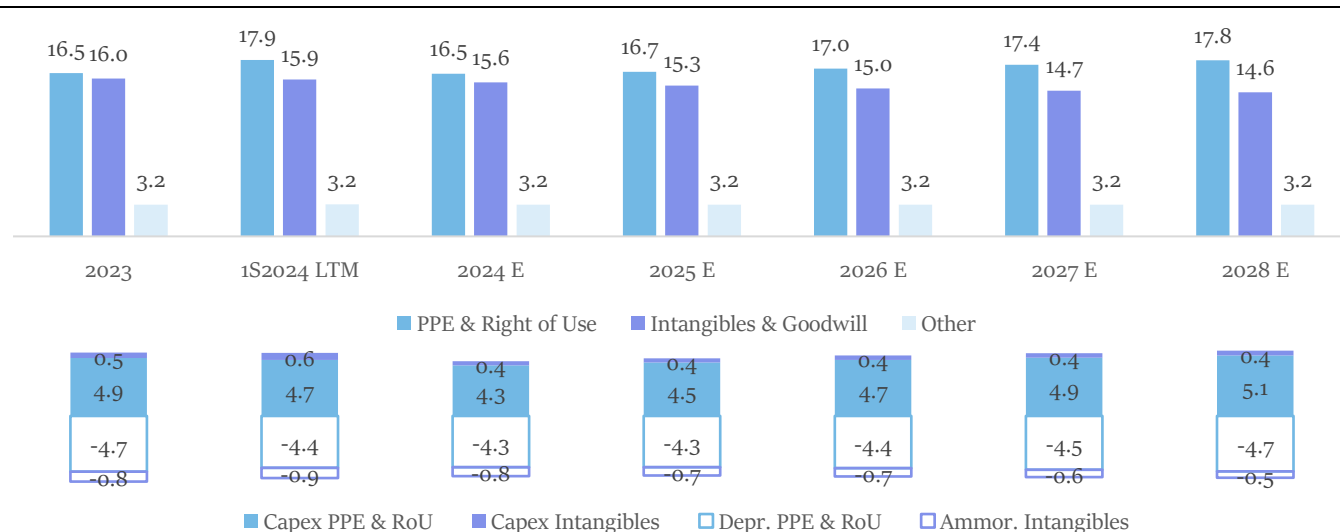
Dynamiques du fonds de roulement net du groupe. (perspectives 2023- 2028E)



Souce: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Comme mentionné précédemment, le niveau des investissements capex est en baisse, tout comme les amortissements. Cependant, nous pensons que la société a atteint une taille critique lui permettant de croître tout en investissant moins. Dans l'ensemble, nous pensons que les amortissements et les investissements capex, tant dans les actifs immatériels que matériels, pourraient rester à peu près au même niveau (environ €5m) pour soutenir la croissance attendue dans les prochaines années. Le total des actifs non courants pourrait donc rester aux alentours de €32-33m jusqu'en 2028. Si l'entreprise recevait une forte demande dans le segment GPU as a service, lié à la formation de modèles d'intelligence artificielle, nous pensons qu'il serait possible que l'entreprise investisse davantage dans la fourniture de matériel supplémentaire.

Structure des actifs du groupe, focalisation sur les capex et dynamiques de D&A. (perspectives 2023-2028E)



Souce: DHH SpA & TP ICAP Midcap

La société a maintenu, au cours des trois dernières années (2021-2023), un taux de conversion de l'EBITDA en FCF (avant M&A) de 45%, un excellent indicateur, pour une génération de trésorerie annuelle équivalente à €3.6m. En même temps, la société a beaucoup investi dans des opérations de M&A et d'acquisitions de participations financières. Pour cette raison, la société a absorbé environ -€1.2m par an après M&A au cours de la même période. En ne prévoyant aucune opération de M&A dans les prochaines années, il est normal que nos attentes de croissance organique soient plus modestes que les 31.2% de CAGR affichés entre 2021 et 2023, dont 10.7% uniquement organique. Nous nous positionnons prudemment sur un CAGR de 6.9% pour la période 2023-2028. En même temps, sans investissements en M&A, nous pensons que la génération de trésorerie pourrait progressivement améliorer la position financière nette du groupe dans les prochaines années, et qu'à partir de fin décembre 2025, la trésorerie pourrait dépasser les passifs financiers de plus de €3m. Le montant de la trésorerie nette, cumulativement et en l'absence de M&A et de capex extraordinaires, pourrait atteindre presque €21m à la fin de 2028, laissant ainsi beaucoup de place pour une éventuelle distribution de dividendes, des investissements en capex extraordinaires ou des activités de M&A.

D'un côté, nous considérons que la société a maintenu un rapport DN/EBITDA historiquement en dessous de 1x, un choix stratégique réussi ces dernières années marquées par des taux d'intérêt élevés. Cela ne signifie pas que la société n'ait pas potentiellement la possibilité de pousser son levier (DN/EBITDA) au-delà de ce seuil, compte tenu que sur le marché de référence, il existe des concurrents comme Wiit SpA, qui ont maintenu ce ratio au-dessus de 4x pendant la même période. Pour cette raison, nous avons effectué une simulation à trois scénarios pour montrer jusqu'où la société pourrait investir cumulativement d'ici 2028, en fonction de nos estimations prudentes, et selon qu'elle choisisse de maintenir un niveau d'endettement DN/EBITDA au moins inférieur à la limite historique (1x), le plus réaliste selon la stratégie d'entreprise, ou si elle décide d'augmenter ce ratio à 2x ou 3x en adoptant une politique d'investissement en capex ou M&A plus agressive.

Si la société souhaite maintenir le ratio DN/EBITDA en dessous de 1x, elle pourrait investir jusqu'à €10.2m dès 2024 et jusqu'à €36.5m d'ici 2028. Avec une politique de levier plus agressive (3x), elle pourrait dépenser jusqu'à €34.4m dès 2024 et jusqu'à €68.3m d'ici 2028. Il est à souligner que ces calculs ne tiennent pas compte du potentiel EBITDA supplémentaire généré par les mêmes sociétés acquises, qui pourraient faciliter un niveau de dépenses encore plus élevé, potentiellement encore renforcé par d'éventuelles synergies.

Structure de la Dette Nette et du rapport DN/EBITDA de l'entreprise, principaux indicateurs de génération de trésorerie et potentiel de dépenses (M&A/Capex/ dividende) avec 3 scénarios d'endettement. (perspectives 2023-2028E)



Souce: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Évaluation d'Entreprise

Pour déterminer la valeur intrinsèque de DHH SpA, une méthodologie d'actualisation des flux de trésorerie DCF (avec un poids de 70%) a été appliquée, et, en complément du résultat, un modèle d'évaluation relative a été utilisé (avec un poids de 40%) basé sur treize sociétés comparables, principalement américaines et européennes. Le modèle d'évaluation relative repose sur les multiples EV/EBITDA (pondéré à 10%), EV/EBIT (pondéré à 10%) et EV/FCF (pondéré à 10%).

L'évaluation ne prend pas en compte les opérations potentielles de M&A futures, mais uniquement la croissance organique attendue avec un haut degré de prudence. Nous rappelons que la société dispose d'un ratio DN/EBITDA proche de zéro et qu'un recours plus important à des financements externes pourrait modifier les estimations futures.

Méthode DCF

Pour développer le modèle DCF, les hypothèses suivantes ont été appliquées :

Marge d'EBITDA normalisée à 32.9% de la VoP à partir de 2028E ;

Le ratio capex/VoP diminue progressivement de la moyenne de 13.3% (2021-2023) à 4.5% de la VoP en 2033 comme le D&A/VoP ;

Le ratio NWC/VoP reste stable entre -9% historique et -7.8% en 2033 ;

Taux d'imposition fixé à 27.9%.

Taux d'actualisation

Taux sans risque de 3.6% (BTP italien à 10 ans, moyenne des valeurs des trois derniers mois) ;

Prime de risque pour les actions de 6.8% (source : site web de Damodaran) ;

Bêta levé de 1.0x ;

Taux de croissance à long terme (g) de 2.5% ;

Coût des capitaux propres de 8.9% pour une pondération des capitaux propres de 80% ;

Coût de la dette de 2.5% pour une pondération du capital de dette de 20% ;

Un WACC de 8.9%.

Calcul du Bêta

	Peers	Beta 3YR	EV	Equity value	Gearing	Tax	Beta Unlevered
msft-us	Microsoft	1.24	2973.18	2954.90	1%	18%	1.24
googl-us	Google	1.33	1839.34	1776.10	3%	14%	1.32
amzn-us	Amazon	1.58	1913.79	1841.12	4%	19%	1.57
ibm-us	IBM	0.56	224.70	183.96	18%	14%	0.55
baba-us	Alibaba	1.16	199.91	246.57	-23%	22%	1.23
gddy-us	Godaddy	1.05	24.68	21.11	14%	19%	1.02
eqix-us	Equinix	0.96	95.27	81.34	15%	14%	0.94
ios-de	Ionos	0.96	4.58	3.52	23%	19%	0.92
wiit-it	WiiT	0.85	0.79	0.61	22%	29%	0.79
ovh-par	OVH	1.04	2.48	1.66	33%	29%	0.95
docn-us	Digital Ocean	2.27	4.67	3.53	24%	28%	2.13
e2e-in	E2E Networks	0.27	0.58	0.66	-14%	28%	0.28
CBF-PL	Cloud Falks	0.48	0.46	0.38	18%	14%	0.47
BKS-GB	beeks ed	0.67	0.19	0.19	2%	29%	0.66
	DHH-IT	0.23			25%	28%	1.01

Souce: Factset & TP ICAP Midcap

Modèle d'Actualisation des Flux de Trésorerie

DCF Valuation (€M)	2021A	2022A	2023E	2024A	2025A	2026A	2027A	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Sales	19.8	29.6	34.6	37.3	40.0	42.6	45.4	48.3	50.9	53.3	55.5	57.3	58.7
% YoY		49.6%	16.9%	7.6%	7.2%	6.7%	6.5%	6.3%	5.5%	4.8%	4.0%	3.3%	2.5%
EBITDA	6.9	7.4	10.4	12.1	13.0	13.9	14.9	15.9	16.7	17.5	18.2	18.8	19.3
% margin	35.1%	24.9%	30.0%	32.4%	32.6%	32.7%	32.8%	32.9%	32.9%	32.9%	32.9%	32.9%	32.9%
Depreciation & Amortisatic	(3.3)	(4.6)	(5.5)	(5.1)	(5.0)	(5.1)	(5.1)	(5.2)	(4.8)	(4.4)	(3.9)	(3.3)	(2.6)
% of Sales	-16.8%	-15.6%	-16.0%	-13.6%	-12.5%	-11.9%	-11.3%	-10.8%	-9.5%	-8.3%	-7.0%	-5.8%	-4.5%
EBIT	3.6	2.8	4.9	7.0	8.0	8.8	9.8	10.7	11.9	13.1	14.3	15.5	16.7
EBIT Margin	18.2%	9.3%	14.1%	18.9%	20.0%	20.8%	21.5%	22.1%	23.4%	24.6%	25.9%	27.1%	28.4%
Taxes	(0.3)	(1.5)	(1.9)	(2.0)	(2.2)	(2.5)	(2.7)	(3.0)	(3.3)	(3.7)	(4.0)	(4.3)	(4.6)
Marginal tax rate	7.5%	52.8%	38.0%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%
NOPAT	3.3	1.3	3.0	5.1	5.8	6.4	7.0	7.7	8.6	9.5	10.3	11.2	12.0
D&A	3.3	4.6	5.5	5.1	5.0	5.1	5.1	5.2	4.8	4.4	3.9	3.3	2.6
Capital Expenditures	(3.5)	(2.5)	(5.4)	(4.6)	(4.9)	(5.1)	(5.3)	(5.5)	(5.1)	(4.6)	(4.0)	(3.4)	(2.6)
% of Sales	-17.5%	-8.6%	-15.5%	-12.4%	-12.2%	-12.0%	-11.7%	-11.4%	-10.0%	-8.6%	-7.3%	-5.9%	-4.5%
NWC	(1.5)	(2.6)	(3.1)	(3.2)	(3.3)	(3.5)	(3.6)	(3.8)	(4.0)	(4.2)	(4.3)	(4.5)	(4.6)
% of Sales	-7.7%	-8.9%	-8.9%	-8.6%	-8.4%	-8.2%	-8.0%	-7.8%	-7.8%	-7.8%	-7.8%	-7.8%	-7.8%
Increase (decrease) in NW	(0.7)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
% of Sales													
FCF	2.5	3.6	3.4	5.6	6.0	6.5	7.0	7.5	8.5	9.5	10.4	11.3	12.1
WACC	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
Discount Period				0.2	1.2	2.2	3.2	4.2	5.2	6.2	7.2	8.2	9.2
Discount Factor				1.0	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
Present Value of FCF				5.6	5.5	5.4	5.4	5.3	5.5	5.6	5.7	5.7	5.6

Résumé de l'évaluation DCF et sensibilité au changement de WACC et de taux de croissance (g)

Souce: TP ICAP Midcap

Valuation Summary

Terminal Value Calculation:

Perpetuity Growth Rate	2.5%
Terminal Year Free Cash Flow	12.1
Terminal Value	197.4
TV as a % of EV	62%
Discount Factor	46%

NPV of Terminal Value

Cumulative NPV of Free Cash Flow	55.3
NPV of Terminal Value	91.3

Enterprise Value

Enterprise Value	146.6
------------------	-------

Less : Bridge

Equity Value	144.7
--------------	-------

Shares Outstanding (fully diluted)	4.8
------------------------------------	-----

Price Per Share	30.2
-----------------	------

Potential upside	22.7%
------------------	-------

WACC CALCULATION

Risk-free rate (BTP 6 Months)	3.6%
Specific risk premium	0.00%
Beta	1.0 x
Equity premium	6.8%
Cost of equity	10.4%

Interest rate	3.5%
Tax rate	27.9%
Cost of debt (after tax)	2.5%

% equity	80.0%
% debt	20.0%
WACC	8.8%

Price (€)

WACC

		7.8%	8.3%	8.8%	9.3%	9.8%
Perpetuity growth rate	1.5%	31.4	28.9	26.8	24.9	23.3
	2.0%	33.7	30.8	28.4	26.3	24.5
	2.5%	36.3	33.0	30.2	27.8	25.8
	3.0%	39.5	35.6	32.3	29.6	27.3
	3.5%	43.5	38.7	34.9	31.7	29.0

Souce: TP ICAP Midcap

Logo et description des sociétés comparables sélectionnées (Source : Factset et web)



Microsoft est l'une des principales entreprises technologiques mondiales, connue pour son système d'exploitation Windows et la suite Office. Sa plateforme cloud, Azure, offre des services avancés de calcul, de stockage et d'intelligence artificielle, et constitue le cœur de la stratégie d'expansion de l'entreprise dans les domaines du cloud computing et de l'innovation numérique.



Google est l'une des entreprises technologiques leaders au monde, connue pour son moteur de recherche éponyme et le système d'exploitation Android. Sa plateforme cloud, Google Cloud, offre des solutions de calcul, de stockage et AI, aidant les entreprises dans leur transformation numérique.



Amazon est le leader dans le commerce électronique et les services technologiques, connue pour sa vaste plateforme de vente en ligne. Avec Amazon Web Services (AWS), elle fournit des solutions cloud avancées de calcul, de stockage et d'AI, devenant un point de référence pour les entreprises de tous secteurs dans leur transformation numérique et la gestion de leur infrastructure IT.



IBM est une entreprise technologique mondiale historique, reconnue pour ses solutions matérielles et logicielles d'entreprise. Avec IBM Cloud, elle propose des services cloud avancés, de l'intelligence artificielle et de l'informatique quantique, soutenant les entreprises dans leur transformation numérique et concurrent en particulier dans les secteurs du cloud hybride et de la sécurité.



Alibaba est un géant technologique chinois, connu pour sa marketplace en ligne et ses services de commerce électronique. Avec Alibaba Cloud, il fournit des solutions cloud de calcul, de stockage et d'intelligence artificielle, aidant les entreprises asiatiques et internationales dans leur digitalisation.



GoDaddy est une entreprise leader dans les services d'hébergement web et d'enregistrement de domaines. Elle propose une plateforme cloud simple et accessible pour la création et la gestion de sites web, principalement destinée aux petites entreprises et aux utilisateurs privés souhaitant une présence en ligne fiable et personnalisable.



EQUINIX

Equinix est l'une des principales entreprises mondiales d'infrastructures numériques, spécialisée dans les data centers et les interconnexions réseau. Elle fournit des solutions pour connecter les entreprises à leurs partenaires et clients via une plateforme mondiale de colocation et de services cloud hybrides, soutenant la transformation numérique des entreprises dans divers secteurs.



IONOS est un fournisseur européen leader dans les services d'hébergement web, d'enregistrement de domaines et de solutions cloud. Il propose une plateforme pour les entreprises et les particuliers, fournissant hébergement, serveurs cloud et outils de gestion en ligne pour leur digitalisation.



THE PREMIUM CLOUD

WiiT est un fournisseur italien et allemand de services ICT, spécialisé dans les solutions de cloud computing privé, de data centers et de connectivité. Il propose des services personnalisés pour les entreprises, garantissant des infrastructures sécurisées et évolutives qui soutiennent la transformation numérique et l'optimisation des processus d'affaires.



OVHcloud

OVH est un fournisseur européen de services cloud et d'hébergement web, connu pour sa large gamme de solutions (serveurs dédiés, VPS et l'hébergement partagé). Il propose des infrastructures évolutives et sécurisées, soutenant les entreprises de toutes tailles dans leur digitalisation.



DigitalOcean est un fournisseur de cloud computing spécialisé dans des solutions d'hébergement pour les développeurs et les PME. Il propose des services évolutifs (droplets, des bases de données gérées et Kubernetes, permettant aux utilisateurs de déployer et de gérer des applications web).



E2E Networks

E2E Networks est un fournisseur indien de services cloud et d'infrastructures IT, spécialisé dans des solutions d'hébergement évolutives et personnalisables. Il propose une gamme de services, notamment des serveurs dédiés, du cloud computing et de la gestion des performances, soutenant les entreprises dans leur transformation numérique et la gestion de leurs ressources IT.

cyber_Folks™

Cyber Folks est un fournisseur de services IT polonais qui propose des solutions d'hébergement web, d'enregistrement de domaines et de gestion de la sécurité en ligne. Il s'adresse principalement aux petites et moyennes entreprises, fournissant des infrastructures évolutives et sécurisées pour soutenir la présence numérique et garantir la protection des données.



Beeks est un fournisseur de services d'hébergement et d'infrastructures cloud spécialisé dans des solutions pour le trading haute fréquence et pour les entreprises du secteur financier. Il propose des services de colocation, de connectivité et de cloud computing, garantissant des performances élevées et une faible latence pour soutenir les besoins de trading et d'analyse de données de ses clients.

Évaluation relative

L'évaluation relative via les multiples EV/EBITDA conduit à une valeur de 30.3 €/action, soit un potentiel de hausse de 23%, auquel nous avons attribué un poids de 10%. L'évaluation relative via le multiple EV/EBIT conduit à une valeur de 31.8 €/action, avec un potentiel d'appréciation de 29%, auquel nous avons attribué un poids de 10%. L'évaluation relative via le multiple EV/FCF conduit à une valeur de 28.8 €/action, avec un potentiel d'appréciation de 17%, auquel nous avons attribué un poids de 10%. Nous soulignons qu'une décote de 10% a été appliquée au multiple médian car l'Italie est considérée comme un pays plus risqué par rapport aux comparables, DHH étant plus petite que les comparables et son titre moins liquide que ceux des comparables.

L'évaluation relative conduit à un objectif de prix moyen de 30.3€.

Résumé de l'évaluation relative

Company Name	Country	Market Value (m)		EV/Sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			EV/FCF		
		Equity	EV	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Microsoft	United States	2,925,473	2,955,787	11.5 x	10.0 x	8.7 x	21.1 x	18.3 x	15.7 x	26.0 x	22.7 x	19.6 x	47.6 x	37.9 x	29.9 x
Google	United States	1,909,785	2,018,859	6.3 x	5.6 x	5.0 x	14.6 x	12.8 x	11.3 x	19.8 x	17.4 x	15.3 x	28.6 x	24.0 x	20.7 x
Amazon	United States	2,042,802	2,138,403	3.6 x	3.3 x	2.9 x	16.3 x	14.0 x	11.9 x	35.0 x	28.7 x	23.4 x	49.9 x	35.8 x	25.2 x
IBM	United States	182,748	224,192	3.9 x	3.7 x	3.6 x	15.3 x	14.9 x	14.2 x	21.5 x	20.3 x	19.2 x	20.7 x	19.0 x	17.5 x
Alibaba	China	243,971	201,007	1.6 x	1.5 x	1.4 x	8.4 x	7.8 x	7.3 x	12.0 x	10.7 x	9.6 x	12.5 x	7.7 x	8.3 x
Godaddy	United States	23,023	26,455	6.3 x	5.9 x	5.5 x	21.0 x	18.6 x	16.6 x	32.3 x	25.9 x	22.6 x	21.1 x	18.6 x	16.4 x
Equinix	United States	81,008	94,695	11.7 x	10.8 x	9.9 x	24.9 x	22.5 x	20.4 x	62.9 x	54.4 x	45.3 x	172.6 x	132.4 x	79.9 x
Ionos	Germany	3,346	4,435	2.8 x	2.6 x	2.4 x	9.9 x	8.6 x	7.7 x	13.1 x	11.3 x	9.9 x	21.2 x	18.2 x	15.7 x
WiiT	Italy	570	748				14.0 x	11.6 x	10.2 x	26.7 x	20.1 x	16.8 x	58.6 x	32.0 x	22.9 x
OVH	France	1,652	2,472	2.2 x	2.0 x	1.8 x	5.6 x	5.1 x	4.5 x	44.8 x	31.4 x	16.6 x	357.2 x	43.5 x	32.0 x
Digital Ocean	United States	3,309	4,741	6.3 x	5.6 x	4.9 x	15.6 x	14.0 x	12.2 x	24.2 x	22.3 x	18.8 x	38.0 x	30.1 x	25.2 x
Cloud Falks	Poland	383	475	3.6 x	3.1 x	2.8 x	11.9 x	10.1 x	8.9 x	14.8 x	12.1 x	11.1 x			
beeks ed	United Kingdom	217	223	4.8 x	4.1 x		13.0 x	11.4 x	11.4 x	30.5 x	25.9 x	25.9 x			
DHH	Italy	120	123	3.3 x	2.8 x	2.4 x	9.8 x	8.4 x	7.4 x	17.4 x	13.9 x	12.0 x	20.6 x	16.3 x	14.6 x
			Mean	5.4 x	4.8 x	4.5 x	17.3 x	15.0 x	13.0 x	28.0 x	23.3 x	19.5 x	75.3 x	36.3 x	26.7 x
			Median	4.3 x	3.9 x	3.6 x	14.6 x	12.8 x	11.4 x	26.0 x	22.3 x	18.8 x	38.0 x	30.1 x	22.9 x
			Harmonic Mean	3.9 x	3.5 x	3.2 x	12.7 x	11.3 x	10.1 x	22.7 x	19.3 x	16.6 x	31.4 x	22.8 x	20.0 x
EV/EBITDA	2024E	2025E	2026E	EV/EBIT	2024E	2025E	2026E	EV/FCF	2024E	2025E	2026E				
EBITDA reported	12.1	13.0	13.9	EBIT	7.0	8.0	8.8	Figure	4.6	5.0	5.4				
Multiple	14.6 x	12.8 x	11.4 x	Multiple	26.0 x	22.3 x	18.8 x	Multiple	38.0 x	30.1 x	22.9 x				
-15% discount	12.4 x	10.8 x	9.7 x	-15% discount	22.1 x	19.0 x	15.9 x	-15% discount	34.2 x	27.1 x	20.6 x				
Enterprise Value	150.1	141.1	134.8	Enterprise Value	155.1	152.0	141.1	Enterprise Value	158.1	134.9	111.1				
Bridge	1.9	(3.1)	(8.5)	Bridge	1.9	(3.1)	(8.5)	Bridge	1.9	(3.1)	(8.5)				
Equity	148.2	144.2	143.2	Equity	153.2	155.0	149.6	Equity	156.2	138.0	119.5				
Diluted Nosh	4.8	4.8	4.8	Diluted Nosh	4.8	4.8	4.8	Diluted Nosh	4.8	4.8	4.8				
Price/share	30.9	30.1	29.9	Price/share	32.0	32.4	31.2	Price/share	32.6	28.8	24.9				
% up (downside)	25.7%	22.3%	21.5%	% up (downside)	30.0%	31.5%	26.9%	% up (downside)	32.5%	17.1%	1.4%				

Souce: Factset & TP ICAP Midcap

En conclusion, notre evaluation, base a 70% sur le DCF et a 30% sur les multiples, conduit a une Valeur intrinseque de l'action de 30.2€ ce qui suggere un potentiel d'upside de 22.9%.

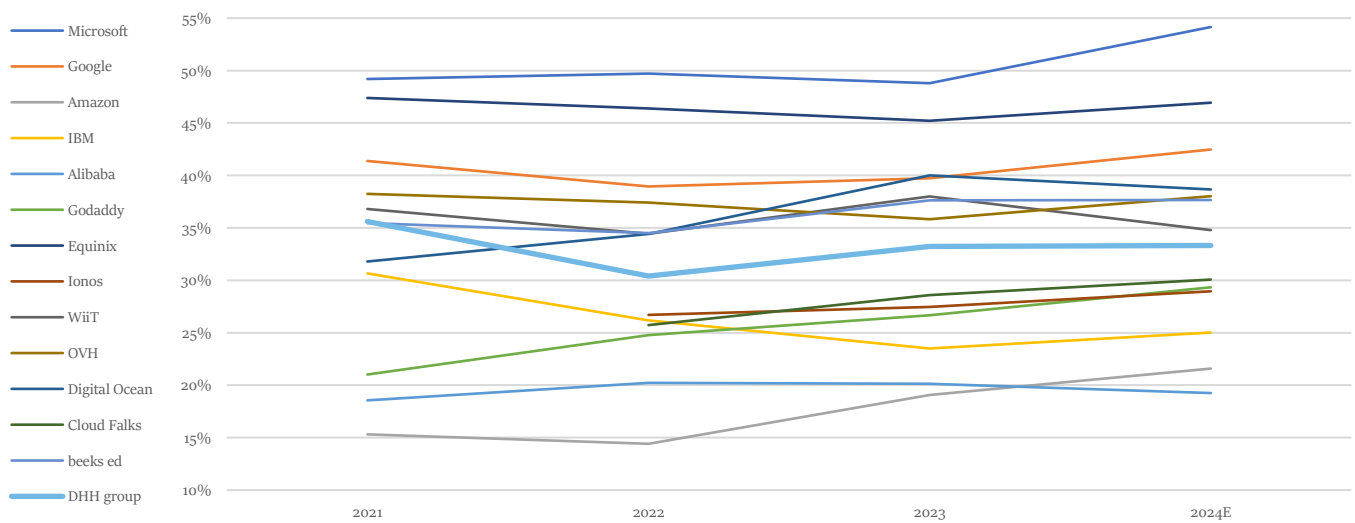
Résultat final de l'évaluation

Method	Price/Share	Coefficient	Target Price	Upside (Downside)
Discounted FCF	30.2	70%	€ 30.2	22.9%
EV/EBITDA	30.3	10%		
EV/EBIT	31.8	10%		
EV/FCF	28.8	10%		

Souce: Factset & TP ICAP Midcap

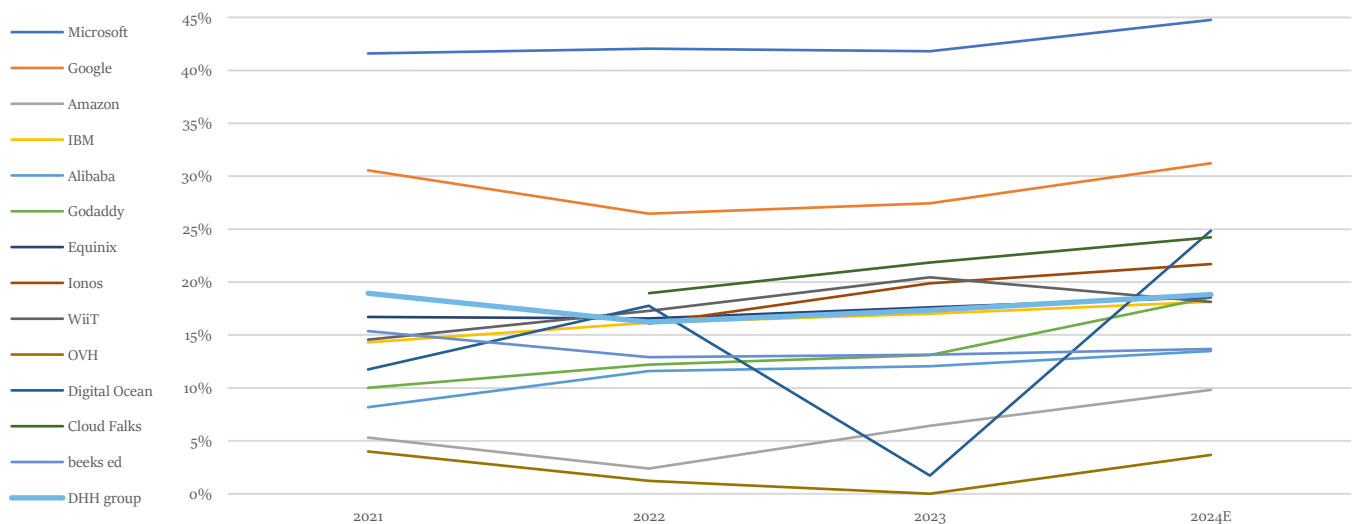
Annexe

Dynamique de la marge EBITDA de tous les concurrents par rapport à DHH (2021-2024E)



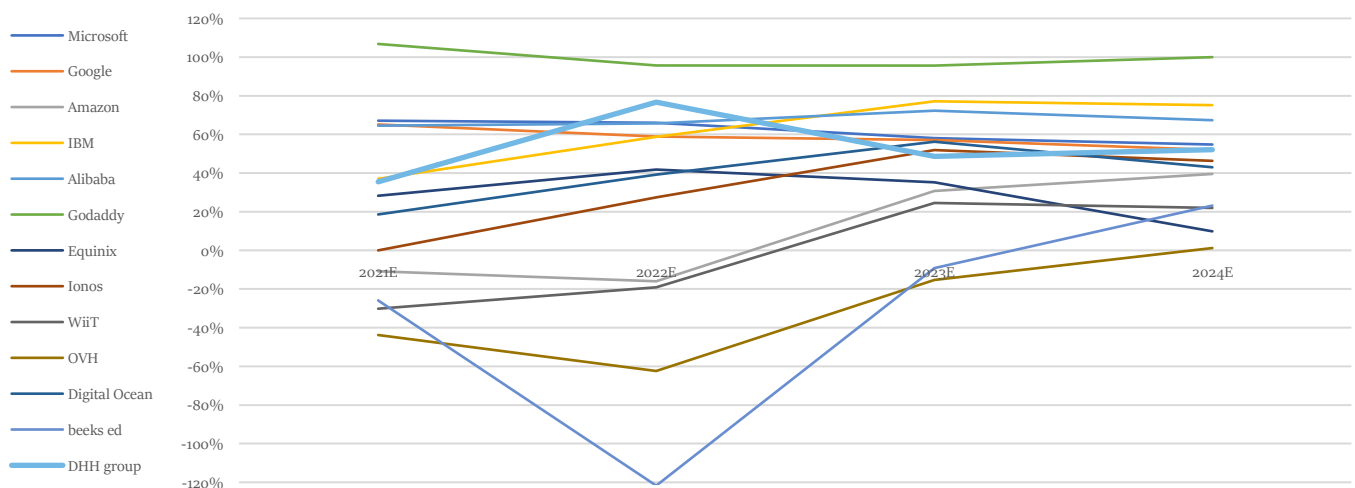
Source: Factset & TP ICAP Midcap

Dynamique de la marge EBIT de tous les concurrents par rapport à DHH (2021-2024E)



Source: Factset & TP ICAP Midcap

Dynamique du FCF/EBITDA de tous les concurrents par rapport à DHH (2021-2024E)



Source: Factset & TP ICAP Midcap

Marge EBITDA, marge EBIT et FCF/EBITDA par concurrent par rapport à DHH (2021-2024E)

Company Name	EBITDA margin				EBIT margin				FCF/EBITDA			
	2021	2022	2023	2024E	2021	2022	2023	2024E	2021E	2022E	2023E	2024E
Microsoft	49%	50%	49%	54%	42%	42%	42%	45%	67%	66%	58%	55%
Google	41%	39%	40%	42%	31%	26%	27%	31%	65%	59%	57%	52%
Amazon	15%	14%	19%	22%	5%	2%	6%	10%	-11%	-16%	31%	40%
IBM	31%	26%	23%	25%	14%	16%	17%	18%	37%	59%	77%	75%
Alibaba	19%	20%	20%	19%	8%	12%	12%	13%	64%	66%	72%	67%
Godaddy	21%	25%	27%	29%	10%	12%	13%	19%	107%	96%	96%	100%
Equinix	47%	46%	45%	47%	17%	17%	18%	19%	28%	42%	35%	10%
Ionos		27%	27%	29%		16%	20%	22%	0%	27%	52%	46%
WiiT	37%	34%	38%	35%	15%	17%	20%	18%	-30%	-19%	25%	22%
OVH	38%	37%	36%	38%	4%	1%	0%	4%	-44%	-62%	-15%	1%
Digital Ocean	32%	34%	40%	39%	12%	18%	2%	25%	19%	39%	56%	43%
Cloud Falks		26%	29%	30%		19%	22%	24%				
beeks ed	35%	35%	38%	38%	15%	13%	13%	14%	-26%	-122%	-9%	23%
DHH group	35.6%	30.4%	33.2%	33.3%	18.9%	16.2%	17.3%	18.8%	35.5%	76.7%	48.7%	52.1%

Source: Factset & TP ICAP Midcap

FINANCIAL DATA

Compte de résultat	12/21	12/22	12/23	12/24e	12/25e	12/26e
CA total	19,6	28,6	33,7	36,3	38,9	41,5
Variation (%)	na	46,4	17,7	7,6	7,2	6,7
Marge brute	18,6	26,8	31,7	34,1	36,5	38,9
% du CA	94,9	93,6	94,0	93,9	93,9	93,8
EBITDA	6,9	7,4	10,4	12,1	13,0	13,9
% du CA	35,5	25,8	30,9	33,4	33,5	33,6
ROC	3,7	3,1	5,1	7,2	8,2	9,0
% de CA	18,7	10,8	15,1	19,8	21,0	21,7
Eléments non récurrents	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
Résultat opérationnel	3,6	2,8	4,9	7,0	8,0	8,8
Résultat financier	-0,2	-0,4	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7
Impôt sur les résultats	-0,3	-1,5	-1,9	-2,2	-2,5	-2,8
Taux d'impôt (%)	-7,9	-62,7	-45,4	-35,0	-35,0	-35,0
Résultat Net part du groupe	3,2	0,7	2,2	4,0	4,7	5,3
BPA (publié)	0,66	0,18	0,46	0,85	0,98	1,10
Bilan financier	12/21	12/22	12/23	12/24e	12/25e	12/26e
Goodwill	9,7	10,5	10,4	10,3	10,1	10,0
Immobilisations corp. et incorp.	6,8	16,3	17,3	17,3	17,4	17,5
Droit d'utilisation	5,1	4,9	4,8	4,5	4,4	4,5
Immobilisations financières	0,8	2,0	1,7	1,7	1,7	1,7
BFR	-1,3	-2,4	-2,9	-3,0	-3,1	-3,3
Autres actifs	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Total actifs	22,6	32,8	32,9	32,3	32,0	31,9
Capitaux propres	19,3	22,0	23,1	27,1	31,8	37,1
Intérêts Minoritaires	0,6	2,1	0,6	0,6	0,6	0,6
Impôts différés	0,5	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
Dette Nette	1,2	6,3	6,7	2,1	-2,9	-8,3
Autres passifs	0,9	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Total Passifs	22,6	32,8	32,9	32,3	32,0	31,9
Dette Nette hors IFRS16	1,2	6,3	6,7	2,1	-2,9	-8,3
Gearing	0,1	0,3	0,3	0,1	-0,1	-0,2
Levier	0,2	0,8	0,6	0,2	-0,2	-0,6
Tableau de flux	12/21	12/22	12/23	12/24e	12/25e	12/26e
CAF après coût de l'endettement et impôt	6,5	7,2	8,9	9,1	9,7	10,4
ΔBFR	-0,7	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Cash flow généré par l'activité	5,7	7,4	9,1	9,3	9,8	10,5
Capex net	-3,5	-2,5	-5,4	-4,6	-4,9	-5,1
FCF	2,3	4,9	3,7	4,6	5,0	5,4
Free Cash Flow excl IFRS 16	2,3	4,9	3,7	4,6	5,0	5,4
Acquisition/Cession	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres investissements	-4,0	-6,3	-3,4	0,0	0,0	0,0
Variation d'emprunts	2,1	1,3	0,1	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Remboursement des dettes locatives	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operation au Capital	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres flux	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie nette sur l'année	0,1	-0,4	0,4	4,6	5,0	5,4
ROA (%)	8,5%	1,6%	4,2%	7,0%	7,5%	7,6%
ROE (%)	16,4%	3,9%	9,6%	14,9%	14,8%	14,2%
ROCE (%)	16,2%	9,4%	15,5%	22,2%	25,5%	28,2%

DISCLAIMER

Certifications d'analyste

Ce Rapport de recherche (le " Rapport ") a été approuvé par Midcap, une division commerciale de TP ICAP (Europe) SA (" Midcap "), un Prestataire de Services d'Investissement autorisé et régulé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (" ACPR "). En publiant ce Rapport, chaque analyste de recherche ou associé de Midcap dont le nom apparaît dans ce Rapport certifie par la présente que (i) les recommandations et les opinions exprimées dans le Rapport reflètent exactement les opinions personnelles de l'analyste de recherche ou de l'associé sur tous les titres ou Emetteurs sujets discutés ici et (ii) aucune partie de la rémunération de l'analyste de recherche ou de l'associé n'était, n'est ou ne sera directement ou indirectement liée aux recommandations ou opinions spécifiques exprimées par l'analyste de recherche ou l'associé dans le Rapport.

Méthodologie

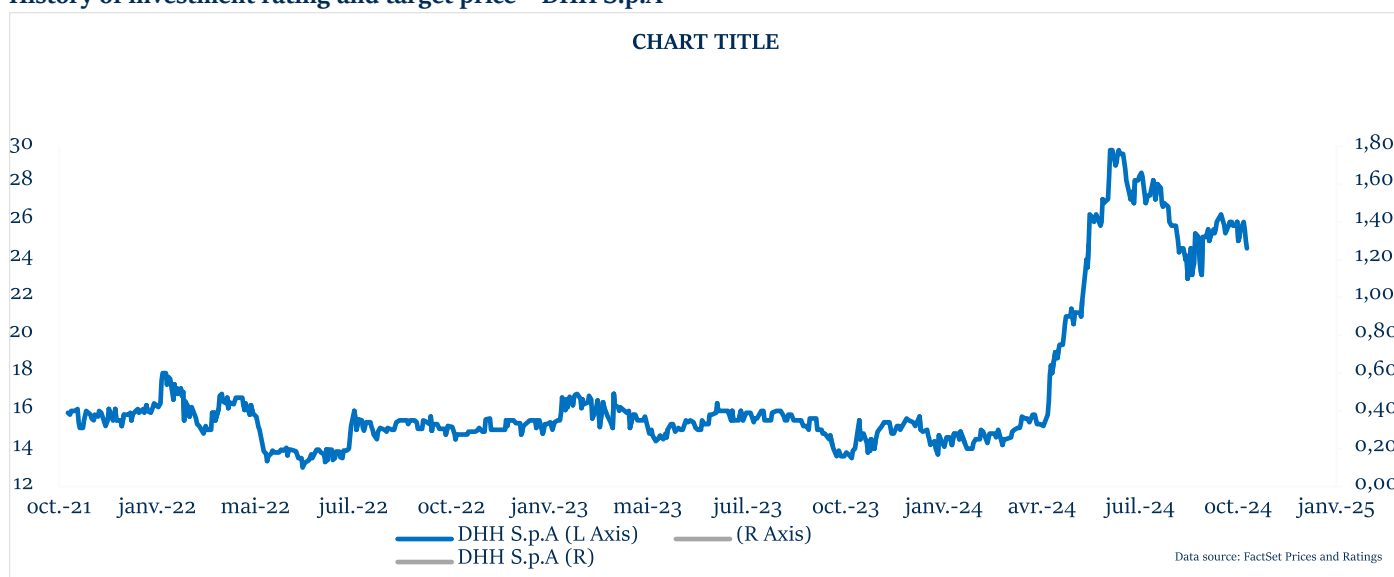
Ce Rapport peut mentionner des méthodes d'évaluation définies comme suit :

1. Méthode DCF : actualisation des flux de trésorerie futurs générés par les activités de l'Emetteur. Les flux de trésorerie sont déterminés par les prévisions et les modèles financiers de l'analyste. Le taux d'actualisation utilisé correspond au coût moyen pondéré du capital, qui est défini comme le coût moyen pondéré de la dette de l'Emetteur et le coût théorique de ses fonds propres tels qu'estimés par l'analyste.
2. Méthode des comparables : application des multiples de valorisation boursière ou de ceux observés dans des transactions récentes. Ces multiples peuvent servir de référence et être appliqués aux agrégats financiers de l'Emetteur pour en déduire sa valorisation. L'échantillon est sélectionné par l'analyste en fonction des caractéristiques de l'Emetteur (taille, croissance, rentabilité, etc.). L'analyste peut également appliquer une prime/décote en fonction de sa perception des caractéristiques de l'Emetteur.
3. Méthode de l'actif et du passif : estimation de la valeur des fonds propres sur la base des actifs réévalués et ajustés de la valeur de la dette.
4. Méthode du dividende actualisé : actualisation des flux de dividendes futurs estimés. Le taux d'actualisation utilisé est généralement le coût du capital.
5. Somme des parties : cette méthode consiste à estimer les différentes activités d'une entreprise en utilisant la méthode d'évaluation la plus appropriée pour chacune d'entre elles, puis à en réaliser la somme.

Conflit d'intérêts entre TP ICAP Midcap et l'émetteur

Aucun conflit d'intérêts entre TP ICAP Midcap et l'émetteur

History of investment rating and target price – DHH S.p.A



Distribution des recommandations d'investissement

Rating	Recommendation Universe*	Portion of these provided with investment banking services**
Achat	80%	64%
Conserver	15%	64%
Vente	3%	40%
Sous revue	2%	100%

Midcap utilise un système de recommandation basé sur les éléments suivants :

Acheter : Devrait surperformer les marchés de 10% ou plus, sur un horizon de 6 à 12 mois.

Conserver : performance attendue entre -10% et +10% par Rapport au marché, sur un horizon de 6 à 12 mois.

Vendre : l'action devrait sous-performer les marchés de 10% ou plus, sur un horizon de 6 à 12 mois.

L'historique des recommandations d'investissements et le prix cible pour les Emetteurs couverts dans le présent Rapport sont disponibles à la demande à l'adresse suivante : <https://researchtpicap.midcapp.com/en/disclaimer>.

Avis de non-responsabilité générale

Ce Rapport est confidentiel et est destiné à l'usage interne des destinataires sélectionnés uniquement. Aucune partie de ce document ne peut être reproduite, distribuée ou transmise sans le consentement écrit préalable de Midcap.

Ce Rapport est publié à titre d'information uniquement et ne constitue pas une sollicitation ou une offre d'achat ou de vente des titres qui y sont mentionnés. Les informations contenues dans ce Rapport ont été obtenues de sources jugées fiables et publiques, Midcap ne fait aucune déclaration quant à leur exactitude ou leur exhaustivité. Les prix de référence utilisés dans ce Rapport sont des prix de clôture de la veille sauf indication contraire. Toutes les opinions exprimées dans ce Rapport reflètent notre jugement à la date des documents et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Les titres abordés dans ce Rapport peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs et ne sont pas destinés à recommander des titres, des instruments financiers ou des stratégies spécifiques à des clients particuliers. Les investisseurs doivent prendre leurs propres décisions d'investissement en fonction de leur situation financière et de leurs objectifs d'investissement. La valeur du revenu de votre investissement peut varier en raison de l'évolution des taux d'intérêt, de l'évolution des conditions financières et opérationnelles des entreprises et d'autres facteurs. Les investisseurs doivent être conscients que le prix du marché des titres dont il est question dans ce Rapport peut être volatil. En raison du risque et de la volatilité du secteur, de l'Emetteur et du marché en général, au prix actuel des titres, notre note d'investissement peut ne pas correspondre à l'objectif de prix indiqué. Des informations supplémentaires concernant les titres mentionnés dans ce Rapport sont disponibles sur demande.

Ce Rapport n'est pas destiné à être distribué ou utilisé par une entité citoyenne ou résidente, ou une entité située dans une localité, un territoire, un état, un pays ou une autre juridiction où une telle distribution, publication, mise à disposition ou utilisation serait contraire ou limitée par la loi ou la réglementation. L'entité ou les entités en possession de ce Rapport doivent s'informer et se conformer à de telles restrictions, y compris MIFID II. Ce Rapport est uniquement destiné aux personnes qui sont des Contreparties Eligibles ou des Clients Professionnels au sens de la réglementation MIFID II. Il n'est pas destiné à être distribué ou transmis, directement ou indirectement, à toute autre catégorie de personnes. Le Rapport fait l'objet d'une diffusion réservée. La recherche a été réalisée conformément aux dispositions de la Charte des Bonnes Pratiques relative à la recherche sponsorisée. Midcap a adopté des dispositions administratives et organisationnelles efficaces, y compris des "barrières d'information", afin de prévenir et d'éviter les conflits d'intérêts en matière de recommandations d'investissement. La rémunération des analystes financiers qui participent à l'élaboration de la recommandation n'est pas liée à l'activité de corporate finance.