

EQUITY RESEARCH

DHH S.P.A INITIATION OF COVERAGE

BUY
TP 30.2€
Up/Downside: 20%

Una macchina da M&A

Nel settore del Cloud Computing, uno dei mercati più strategici a livello globale, DHH si posiziona come punto di riferimento nei mercati italiano e balcanico, supportato da 4 data center di proprietà e da una competenza in M&A alimentata da una generazione di cassa superiore a quella dei concorrenti.

Un mercato estremamente strategico ed in forte espansione.

Il mercato del Cloud Computing globale (IaaS e PaaS), grazie anche ai massivi investimenti di Amazon Web Services, Microsoft Azure e Google Cloud, e' atteso in crescita dai \$255.1B nel 2023 a \$585B nel 2028 (CAGR 2023-2028 del 18.1%, Source: BDO & Statista). L'Europa costituisce il 20% del mercato Globale ed e' attesa in crescita del 16.5% (CAGR 2023-2028). L'Italia infine stima di poter crescere del 15% CAGR 2023-2028 (Anitec Assinform). In questo contesto di forte crescita DHH si posiziona come leader consolidato Italiano e dell'area Balcanica e grazie alla fidelizzazione dei propri clienti, la flessibilita', innovazione, diversificazione geografica e di servizio offerto, riteniamo possa beneficiare di questa crescita attesa (CAGR 2023-2028 6.9%).

Diversificazione dell'offerta ed M&A.

DHH offre principalmente servizi di Cloud Computing, Cloud Hosting e Business Connectivity (rispettivamente 40%, 23% e 22% dei Ricavi consolidati 2023) ed usufruendo dell'infrastruttura proprietaria ben distribuita genera circa il 70% dei propri Ricavi in Italia ed il 30% residuo nell'area Balcanica (Slovenia, Croazia, Serbia e Bulgaria). Un terzo della crescita storica societaria e' riconducibile a sviluppo organico, mentre ben 2/3 ad attivita' di M&A. Strategicamente la societa' acquisisce e mantiene i brand locali, conserva il management e, dopo aver massimizzato le sinergie permette agli imprenditori acquisiti di concentrare le proprie energie sulla crescita e la generazione di cassa (FCF/EBITDA 2020-2024E medio di 43%, vs 33% medio delle 14 comparables selezionate).

Un potenziale di crescita massivo ed una valutazione contenuta.

I titoli di DHH scambiano con un multiplo di valutazione EV/EBITDA ed EV/EBIT 2024E pari rispettivamente a 10.2x e 17.2x, con uno sconto del 37% e 54% rispetto alle societa' comparabili. La societa' ha un EBITDA ed EBIT margin (avg 2021-2024E) rispettivamente di 33% e 18%, perfettamente in linea con le comparabili, ma una conversione media dell'EBITDA in FCF del 43% sullo stesso periodo, ben superiore alla media dei competitor di 33%. Riteniamo che il Prezzo attuale sia una chiara occasione di acquisto e per tale ragione iniziamo la societa' all'acquisto, TP 30.2€.

TP ICAP Midcap Estimates	12/23	12/24e	12/25e	12/26e	Valuation Ratio	12/24e	12/25e	12/26e
Sales (m €)	33.7	36.3	38.9	41.5	EV/Sales	3.4	3.0	2.7
Current Op Inc (m €)	5.1	7.2	8.2	9.0	EV/EBITDA	10.2	9.1	8.1
Current op. Margin (%)	15.1	19.8	21.0	21.7	EV/EBIT	17.2	14.5	12.5
EPS (€)	0.46	0.85	0.98	1.10	PE	29.8	25.7	22.9
DPS (€)	0.00	0.00	0.00	0.00	Source: TPICAP Midcap			
Yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0				
FCF (m €)	3.7	4.6	5.0	5.4				

Key data

Price (€)	25.2
Industry	Data Processing Services
Ticker	DHH-IT
Shares Out (m)	4.792
Market Cap (m €)	120.8
Average trading volumes (k shares / day)	0.120
Next event	22 November (3Q)
Source: FactSet	

Ownership (%)

Antonio Baldassarra	33.6
Daniele e Marianna Vona	32.5
Alkemia SGR	5.0
Free float	23.7
Source: TPICAP Midcap estimates	

EPS (€)	12/24e	12/25e	12/26e
Estimates	0.85	0.98	1.10
Change vs previous estimates (%)	0.00	0.00	0.00

Source: TPICAP Midcap estimates

Performance (%)	1D	1M	YTD
Price Perf	8.6	-3.1	62.6



Source: FactSet

Consensus FactSet - Analysts:na	12/24e	12/25e	12/26e
Sales	37.2	44.2	50.4
EBIT	7.0	8.8	10.1
Net income	4.0	5.1	6.1

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



UNA MACCHINA DA M&A	1
DESCRIPTION	3
SWOT ANALYSIS	3
DOMANDE CHIAVE	4
INVESTMENT CASE	5
OVERVIEW SOCIETARIA	6
ATTIVITA' PRINCIPALI	7
AI AS A SERVICE	8
STRATEGIA DI CRESCITA E STORIA DELLA SOCIETA'	9
CONTO ECONOMICO RIPARTITO PER REGIONE/AZIENDA	11
IL MERCATO ITALIANO	14
POSIZIONAMENTO DI MERCATO	15
IL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE	16
STRUTTURA DELL'AZIONARIATO E DI GRUPPO	17
CONTO ECONOMICO DI GRUPPO	18
BILANCIO E RENDICONTO FINANZIARIO DI GRUPPO	20
ANALISI FINANZIARIA PROSPETTICA	22
VALUTAZIONE D'AZIENDA	26
VALUTAZIONE RELATIVA	29
ANNEXE	30
FINANCIAL DATA	32

Description

The DHH Group offers Cloud Computing, Cloud Hosting, and Business Connectivity services, primarily in Italy (>70% of revenues) but also in Southeastern Europe (mainly Croatia, Slovenia, and Bulgaria). It provides its services in a subscription model, often pay-per-use, with upfront payment, which has historically allowed for excellent conversion from EBITDA margin (>30%) to free cash flow (FCF/EBITDA >45%). The substantial cash generation capacity of the business, combined with the management's experience in identifying potential M&A targets, has enabled DHH to successfully execute over 17 transactions since its inception, primarily in Eastern Europe. The company leverages cost synergies (administrative, financial, and governance) and allows acquired management to focus solely on growth strategy while maintaining brand identity. This unique strategy has enabled DHH to achieve a revenue CAGR of over 30% in the last three years alone.

SWOT Analysis

Strengths

- Adaptability of offered solutions to clients and country's needs and maturity (Internet access, Cloud Hosting, Cloud Computing up to GPU-as-a-Service)
- Great strategy (Maintaining local brands and maximizing intra-group synergies) and M&A track record.
- Great EBITDA margins (>30%) and its conversion in Free cash flow (average 45%).

Weaknesses

- Small size compared to market leaders and high concentration of revenues and infrastructure in Italy (>70%).
- Exposure to the retail/professional/SME segment, which can benefit from strong growth trends but also experience potentially more intense downturns.
- The contracts are generally small in size (especially on hosting), and consequently, the backlog does not provide a clear medium-term view.

Opportunities

- Low leverage (<1x ND/EBITDA) and massive capex/M&A potential.
- Early positioning in the GPU and NPU as-a-Service segment, with high potential.
- Attractive proprietary infrastructure in both Italy and Bulgaria, which may attract private equity and industrial takeover attempts, boosting valuation.

Threats

- It may be difficult to maintain the long-term commitment of acquired companies/management while preserving their brand identity.
- Main market leaders have massive capex and technology investments; therefore, the risk of falling behind in terms of technology must be monitored.
- The shortage/cost of high-quality hardware could hinder optimal positioning in the GPU-as-a-Service segment.
- The historical focus on cash generation and cost containment could limit the ability to attract highly qualified personnel in the segments with the greatest potential.

Domande chiave

Quali sono le principali caratteristiche di Valore nell'investment case?

Attualmente, l'azienda appare sottovalutata con un multiplo EV/EBITDA 2024 di 10.2x (-37% rispetto al multiplo del gruppo di pari selezionato) e un multiplo EV/EBIT 2024 di 17.2x (uno sconto del -54% rispetto ai concorrenti), nonostante un comprovato track record di operazioni M&A di successo e un livello di indebitamento netto/EBITDA atteso a fine anno pari a 0.2x, rispetto a una media dei pari di 1.5x. Questa posizione consentirebbe all'azienda, qualora puntasse allo stesso livello di debito dei suoi pari, di destinare quasi €20.0m ad attività di M&A a partire dal 2024. Inoltre, la società si è posizionata in anticipo rispetto a uno dei principali driver di crescita futuri nel mercato del Cloud Computing, ovvero GPU e NPU as a Service, puntando a fornire ai clienti potenza di calcolo scalabile per attività di fine-tuning, training e inferenza di modelli di intelligenza artificiale. La società utilizza hardware fornito dalla canadese Tenstorrent per l'offerta di NPU as a Service e rientra tra le prime 15 aziende al mondo a offrire questo tipo di servizio (Cloud AI). L'NPU as a Service è meno intensivo in termini di capitale rispetto al GPU as a Service ed è particolarmente efficiente per le attività di inferenza, riducendo il consumo energetico tipico delle GPU, più adatte per le attività di training. Il mercato delle infrastrutture AI, che include il fine-tuning di modelli LLM tramite GPU e NPU, è previsto in crescita da \$23.6mld nel 2020 a \$84.8mld nel 2026, con un CAGR 2020-2026 del 23.7% (Markets and Markets), superando di gran lunga il mercato generale del Cloud Computing.

Qual è la struttura del mercato del Cloud Computing e come si posiziona DHH?

Il mercato globale del Cloud Computing è uno dei segmenti più ambiti nel settore tecnologico. Entro la fine del 2023, si stima raggiunga \$255.1mld (solo IaaS e PaaS) e, con un CAGR del 18.1% dal 2023 al 2028, potrebbe arrivare a \$585mld a livello globale. Tre delle sei aziende con la maggiore capitalizzazione al mondo sono posizionate strategicamente in questo segmento e vi stanno investendo pesantemente da anni. L'Europa rappresenta circa il 20% del mercato globale del Cloud Computing (IaaS e PaaS) ed è prevista mantenere un CAGR del 16.5% dal 2023 al 2028. L'Italia, secondo un recente studio di Anitec Assinform, è prevista mantenere un CAGR del 15% dal 2023 al 2027 nel segmento Cloud Computing (IaaS, PaaS e SaaS), rappresentando circa il 5.7% del mercato europeo. Attualmente, tra gli hyperscaler (AWS, Azure e Google Cloud) e i principali fornitori di servizi cloud americani e asiatici, gli operatori locali detengono circa il 13% della quota di mercato in Europa. DHH genera il 70% dei suoi ricavi (circa €36.0m) in Italia, dove, supportata dalla propria infrastruttura proprietaria, fornisce servizi di Cloud Computing, Cloud Hosting e connettività B2B. I principali fattori che rendono DHH unica includono la vicinanza ai clienti, la conformità alle normative europee, nazionali e regionali, un comprovato track record nella strutturazione di operazioni M&A in Italia e nei Balcani e una posizione di nicchia nel segmento B2B, servendo piccole imprese, professionisti e pubbliche amministrazioni con offerte su misura e supporto locale 24/7. Sebbene il nostro modello DCF sia basato su una crescita organica prudente (tra il 7.6% e il 6% per il 2024-2028), che è meno della metà della crescita prevista per il mercato italiano, il fair value del titolo rimane significativamente al di sopra del prezzo attuale.

Quali sono le evidenze principali che emergono dall'attività di M&A Europea e dai multipli di valutazione Settoriale?

Come gli investimenti dei tre principali hyperscaler, anche l'attività M&A è particolarmente dinamica in questo settore. Il numero medio di transazioni annuali in Europa è aumentato da 21 nel 2019 a 70 nel 2023 (Fonte: Dealroom). Sia gli operatori del settore che i fondi di Private Equity sono attratti da aziende con ricavi ricorrenti, alti margini e significative opportunità sinergiche. Per questo motivo, ci si aspetta che il numero di transazioni future cresca ulteriormente. Per quanto riguarda i multipli di valutazione (EV/EBITDA) delle società quotate nel settore del Cloud Computing (e hosting), il mercato ha raggiunto il picco nel 2020 (>30x EV/EBITDA), è sceso a circa 20x entro la fine del 2022 e si è gradualmente ripreso nel 2023. La media del settore TMT (Tecnologia, Media e Telecomunicazioni) si sta avvicinando nuovamente al suo massimo di circa 15x, con uno sconto di circa il 35% rispetto al Cloud Computing. I multipli di mercato suggeriscono anche che DHH potrebbe avere un valore intrinseco almeno del 50% superiore rispetto al prezzo di mercato attuale.

Investment Case

Sottovalutazione rispetto ai principali competitor.

Ad oggi il titolo scambia con un multiplo EV/EBITDA atteso a fine 2024 pari a circa 10.3x, in sconto del 36% rispetto alla mediana delle principali comparabili, nonostante il margine EBITDA societario sia perfettamente in linea con la media del paniere di 14 società comparabili selezionate (33%). Osservando il multiplo EV/EBIT lo sconto si accentua ancor più poiché la società pur avendo un livello di marginalità in linea con la media di settore (19-20%) scambia a 18.2x l'EBIT atteso per fine 2024 quando le principali comparabili scambiano a 26.7x, evidenziando ancora una volta uno sconto ancor più marcato del 47%. Infine osservando la generazione di cassa societaria, storicamente alta, la società ad oggi scambia a 21.6x il Free cash flow atteso per fine 2024, evidenziando uno sconto del 78% rispetto alle comparabili selezionate (31.1x) nonostante abbia un rapporto FCF/EBITDA atteso per fine 2024 pari al 48% di circa 300bps superiore alla media di settore (45%) e tra 2021 e 2024 abbia avuto una cash conversion media ben migliore (+1'900bps).

Se da un lato la maggior parte delle competitor selezionate sono società statunitensi con una taglia maggiore, una liquidità del titolo maggiore ed attive in un mercato dal quale ci si attende una crescita del settore del Cloud Computing maggiore (18.1% USA vs 15% Italy), solo parte di questo sconto è 'giustificabile'. Nonostante abbiamo deciso di applicare uno sconto del 10% ai multipli delle società comparabili, il fair value societario calcolato attraverso i multipli risulta pari a 31€, del 24% superiore al prezzo odierno del titolo nonostante margini EBITDA ed EBIT storicamente in linea con la media di settore ed una conversione FCF/EBITDA storicamente ben superiore dalla media delle comparabili negli ultimi 4 anni.

Un posizionamento solido in Italia e nell'area Balcanica

Ad oggi, dopo 25 anni dalla fondazione di Seeweb, il gruppo DHH dispone di tre data center proprietari in Italia (due in Lombardia ed uno nel Lazio) ed uno in Bulgaria grazie ai quali riesce ad offrire servizi a bassa latenza e di prossimità ai clienti. Il gruppo dispone di un'offerta ben diversificata sui segmenti Cloud Hosting, Cloud Computing ed Internet Connectivity, ciò le permette di orientare la crescita (organica ed attraverso M&A) a piacimento. Le ultime operazioni di M&A societarie si sono concentrate nel sud Italia e sul segmento Business Connectivity (infrastruttura di connettività per amministrazioni pubbliche ed aziende in luoghi non ancora serviti) mentre parte della crescita organica si sta orientando verso i servizi di GPU ed NPU as a service. La diversificazione geografica del gruppo DHH gli permette di cercare talenti e crescita sia in Italia (mercato principale) che nell'area balcanica (Slovenia, Croazia e Bulgaria) dove la presenza già consolidata agevola la massimizzazione di sinergie. Se da un lato gli hyperscalers saranno sempre tra i maggiori beneficiari della crescita di mercato, dall'altra stiamo parlando di un settore dove la prossimità ai clienti, la forza di brand storici agevolata da infrastruttura proprietaria e lo sviluppo infrastrutturale dedicato resteranno a nostro avviso fortemente importanti per i clienti finali. Prudenzialmente assumiamo che la società possa mantenere un CAGR 2023-2028 organico dei Ricavi pari a 6.9%, meno della meta della crescita attesa sul mercato italiano del cloud computing sullo stesso periodo (15%), ma riteniamo che questo livello di crescita sia facilmente raggiungibile e mantenibile dalla società grazie al suo posizionamento.

Crescita attesa per la società e focus sul segmento AI as a Service.

Riteniamo che Seeweb, che rappresenta circa il 42% dei ricavi di gruppo, possa crescere in linea con la crescita prevista del gruppo nei prossimi anni, con un CAGR atteso del 6.5% nel periodo 2023-2028. Stimiamo invece una crescita superiore rispetto a quella di gruppo per le attività di Hosting e Cloud Computing in Slovenia e Croazia (Webtasy doo e Plus Hosting doo), attese entrambe con un tasso di crescita annuo composto del 9.2%. Anche l'attività di sviluppo infrastrutturale di connettività offerta da Connesi, che contribuisce per circa il 20% ai ricavi di gruppo nel 2023, dovrebbe mantenere un CAGR del 10.3% nel periodo 2023-2028. Restiamo più prudenti riguardo l'hosting italiano (Tophost) e il mercato bulgaro, dove la società sta gradualmente migliorando la marginalità di Evolink ma mantiene un approccio prudente.

Inoltre, la società si è ben posizionata nel segmento GPU/NPU as a Service, un mercato con un grande potenziale nei prossimi anni, sostenuto dall'orientamento globale verso strumenti di intelligenza artificiale mirati all'aumento della produttività, dell'accuratezza e della precisione aziendale. In particolare, Seeweb offre un servizio altamente trasparente e flessibile, che permette ai potenziali clienti di effettuare simulazioni sul sito web aziendale in base alla configurazione desiderata (GPU, CPU, RAM...) e di ottenere un calcolo automatico dei costi mensili e annuali in base alle specifiche scelte. La stessa strategia trasparente viene applicata ai servizi di GPU e NPU as a Service, garantendo così al cliente una chiara consapevolezza dei costi, della struttura di pagamento (pay-per-use mensile) e, grazie a un pricing competitivo, orientando rapidamente la decisione di siglare un contratto con Seeweb.

Overview societaria

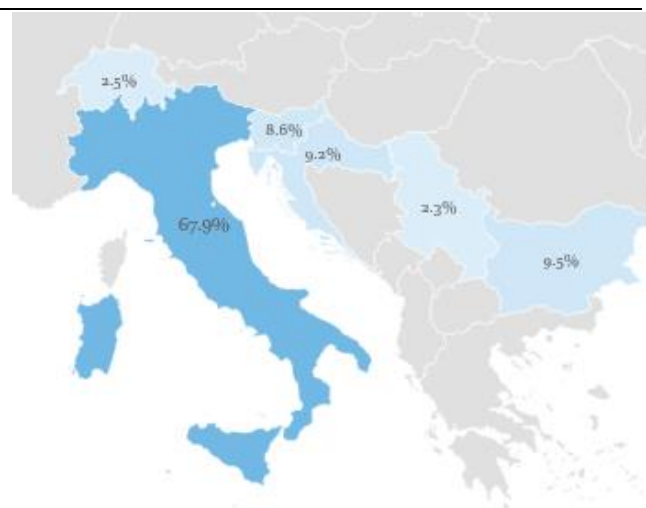
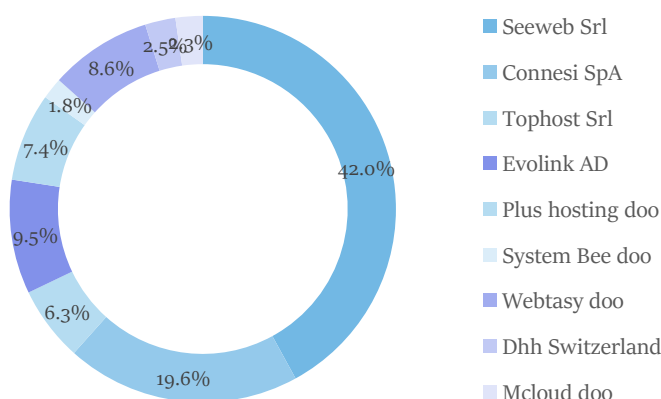
DHH SpA è un'azienda italiana fondata nel 2015, operante con un modello principalmente B2B, che fornisce soluzioni principalmente di Cloud Computing, Hosting ed infrastruttura internet. DHH è stata quotata in borsa a Milano nel 2016.

DHH ha iniziato la sua attività in Italia ed attraverso varie operazioni di M&A (circa 18) ad oggi opera in 7 paesi europei e conta un totale di oltre 124000 clienti. La strategia aziendale consiste nell'acquisire aziende specializzate nel cloud o nei servizi web, mantenendo i loro marchi, i loro modelli di business ed il management. DHH propone un modello basato sulla condivisione delle risorse aziendali e tecnologiche, in particolare per quanto riguarda l'hosting ed il cloud computing, ed offre supporto finanziario per sviluppare le target, pur mantenendone l'autonomia amministrativa. L'azienda si è espansa in Italia e nell'area Bacanica, dove le opportunità di crescita sono numerose, dato che la percentuale di digitalizzazione è inferiore alla media europea.

Il principale paese in cui opera l'azienda ad oggi è l'Italia dove, grazie alle controllate Seeweb Srl, Connesi SpA e Tophost Srl, il gruppo nel 2023 ha generato il 67.9% dei propri Ricavi. Segue la Bulgaria con Evolink a.d. che nel 2023 hanno generato il 9.5% dei ricavi di gruppo, poi abbiamo la Croazia, dove grazie alle controllate Plus Hosting e System bee d.o.o. il gruppo ha generato il 9.2% dei propri ricavi. La Slovenia, 8.6% dei ricavi di gruppo nel 2023, dove opera la controllata Webtasy d.o.o. Infine chiudono la fila Svizzera e Serbia dove il gruppo, attraverso le proprie controllate DHH Switzerland e Mcloud d.o.o., ha generato rispettivamente 2.5% e 2.3% dei propri ricavi nel 2023.

DHH detiene 5 partecipazioni di minoranza, la principale è Warian Srl (45%) un Internet service provider B2B che offre attraverso il proprio market place soluzioni di connettività e cloud computing, la società ha generato 1.8m di ricavi nel 2023. Seguono 4 partecipazioni di minoranza in società di piccole dimensioni: Icona Technology (4.35% ed a fine 2022 aveva un Equity Value 'EqV' di €2.1m), Sync Srl (3.2% su un EqV di €0.3m), Materialuce Srl (4.5% su un EqV di €0.2m) e Baasbox Srl (2.6% su un EqV di €0.1m).

Group's Revenue split per controlled company and region



Recurring Revenue (>90%)	Cash Generation	Distributed Customer Base (+125k)
La maggior parte del fatturato è ricorrente, offrendo un flusso di entrate prevedibile, una miglior pianificazione finanziaria e stabilità.	L'elevato flusso di cassa operativo (EBITDA conversion to FCFO of 90%) aumenta la flessibilità finanziaria, permettendo reinvestimenti, riduzione del debito ed implementazione di iniziative strategiche.	Una base clienti distribuita diversifica il rischio di calo dei ricavi, aumenta la resilienza alle fluttuazioni di mercato e supporta una crescita costante.

Focus on Proprietary Technology	Growth strategy	Increasing focus on B2B	Talent Attraction
La tecnologia proprietaria garantisce controllo, flessibilità, vantaggio competitivo, efficienza dei costi, sicurezza e scalabilità, agevolando decisioni strategiche.	Una crescita organica storica intorno al 10% unita all'esperienza di successo in ambito di M&A offrono ottima sostegno alle prospettive future.	L'attenzione ai clienti Professional e Business porta a transazioni di maggiore entità, relazioni durature, entrate prevedibili, maggiore fedeltà e minore sensibilità ai prezzi.	La presenza di 200 persone in diversi paesi del Mediterraneo ci consente di accedere ai migliori ingegneri e di sfruttare opportunità di crescita in mercati poco serviti.

Source: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Attività principali

DHH SpA detiene, ad oggi, quote di maggioranza in 8 società controllate, dotate di brand proprietari e strategie di crescita indipendenti. L'offerta delle 8 società controllate spazia sia per riferimento geografico che per servizio offerto/clientela tipo. I principali servizi offerti sono 4: Cloud Computing, Cloud Hosting, Servizi di Connettività Aziendale e Datacenter & Networking.

Il **Cloud Computing** (€14.1m LTM a giugno 2024, +17% CAGR jan 2021-jun 2024) è ad oggi l'attività principale di DHH e contribuisce alla generazione del 40% del fatturato di gruppo. Il cloud computing è un sistema che permette di usare risorse informatiche attraverso internet senza averle fisicamente sul tuo computer o in un server fisico in azienda. I data center sono come enormi computer che mettono a disposizione, a seconda delle necessità: **a) hardware**: spazio di archiviazione per i tuoi file, ma anche a RAM (memoria temporanea per gestire e velocizzare i programmi in utilizzo), potenza di calcolo con CPU (processore) e GPU (scheda video); ma anche **b) software**: come piattaforme (PaaS) ospitate dal fornitore di Cloud Computing all'interno delle quali il cliente può sviluppare / testare applicazioni o applicazioni pronte all'uso (SaaS) ed accessibili dagli utilizzatori finali tramite internet. Chiunque può sfruttare queste risorse a piacimento, da qualsiasi luogo, e con massima flessibilità rispetto ai bisogni, necessitando solo di una connessione internet, senza dover acquistare o mantenere l'hardware/software direttamente.

Il principale servizio offerto dal gruppo DHH, attraverso Seeweb, è il Cloud Server (**IaaS**), disponibile in varie configurazioni (CPU condivisa, High Memory, Hosting e shared Hosting). L'azienda fornisce supporto tecnico 24/7 (anche proattivo), servizi di cybersecurity (SSL, Antivirus, Backup e Data Protection), streaming, gestione del traffico mail e storage, con soluzioni altamente personalizzabili. I clienti tipo della società sono PMI, professionisti, ecommerce e System Integrator.

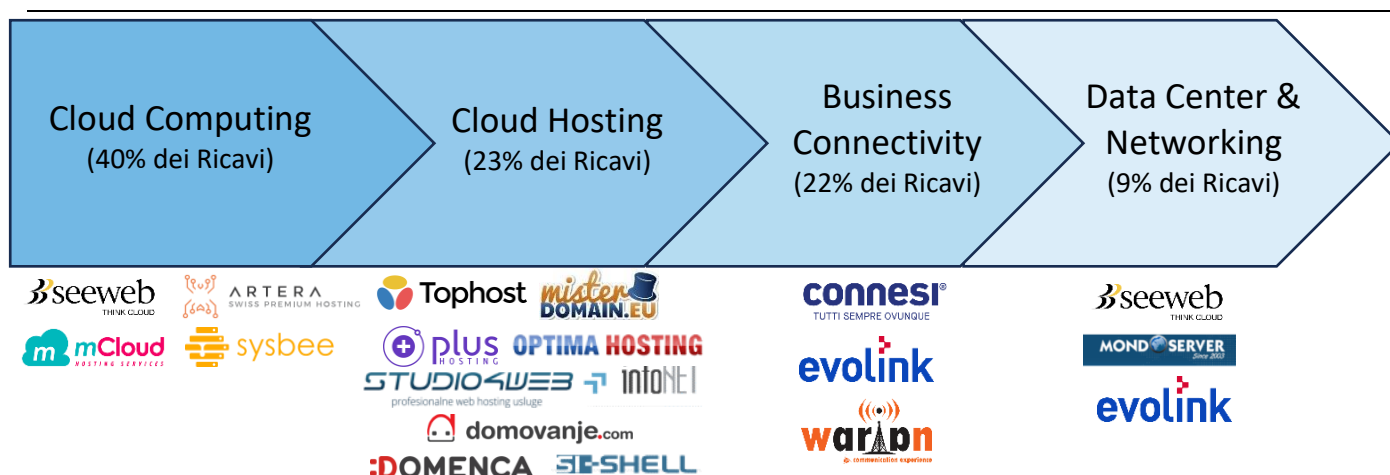
Al segmento Cloud Computing si aggiunge anche il nuovo e innovativo segmento di GPU e NPU as a service, relativo alle infrastrutture AI ad alte prestazioni per supportare le aziende nell'elaborazione/inferenza di grandi quantità di dati, consentendo un training efficace e l'implementazione di applicazioni AI, si tratta di un mercato in forte crescita nel quale DHH risulta ben posizionata.

Il **Cloud Hosting** (€8.2m LTM a giugno 2024, +5% CAGR jan 2021-jun 2024) contribuisce alla generazione del 23% del fatturato di gruppo grazie ad un portafoglio di 9 marchi attivi principalmente in Italia, Slovenia e Croazia. La società offre tre servizi principali a) Shared Hosting: dedicato a small business che cercano soluzioni cost effective e sono disposti a condividere l'infrastruttura con altri clienti b) CMS Hosting (Sistema di Gestione dei Contenuti) per semplificare la gestione del database senza costi di manutenzione c) e-Commerce Hosting, che include Server Privati Virtuali per un rapido deployment e supporta piattaforme come Prestashop e WooCommerce dedicate al segmento.

Business Connectivity (€7.6m LTM a giugno 2024), si tratta del segmento più recente, strutturato a partire dal 2021 con le acquisizioni di Evolink in Bulgaria e successivamente Connesi e Warian in Italia. Questo segmento è legato alla costruzione di infrastruttura di accesso ad internet in ultra banda, principalmente per Pubbliche Amministrazioni e centri commerciali non serviti.

Infine **Data Center & Networking** (€3.3m LTM a giugno 2024), il gruppo fornisce ambienti sicuri proprietari per l'hosting di dati e applicazioni, con soluzioni di networking che ottimizzano il flusso dei dati e riducono la latenza, massimizzando la qualità percepita dal cliente finale. In questa divisione fluisce anche l'attività di Colocation effettuata dal gruppo, ovvero la gestione di infrastruttura di proprietà dei clienti che viene immagazzinata in uno spazio dedicato.

Main Business Units and Brands.



AI as a Service

L'ente di ricerca Towards AI ha incluso Seeweb tra i primi 15 fornitori di Cloud Server dedicato ad attività di fine tuning e training di LLM alimentati da GPU, insieme ad alcuni dei maggiori leader di mercato quali : Amazon Web Services, Microsoft Azure e Google Cloud. Sebbene DHH abbia lanciato questo nuovo servizio a Giugno 2021 e questo servizio abbia contribuito ai ricavi di gruppo 2023 per soli 0.3m, riteniamo che si tratti di un segmento dall'importante potenziale di crescita nel quale il gruppo risulta ben posizionato.

Il mercato dell'infrastruttura AI, inclusi GPU e NPU LLMs fine tuning, si prevede crescerà da \$23.6B nel 2020 a \$84.8B nel 2026, con un CAGR 2020-2026 del 23.7% (Markets and Markets), ben superiore al mercato générale del Cloud Computing. Per quanto riguarda il segmento specifico del GPU as a service, Secondo Fortune Business Insight invece, si stima che abbia raggiunto una dimensione di \$3.2B nel 2023 e che possa crescere fino a \$25.5B nel 2030 (CAGR 2023-2030 del 34.5%).

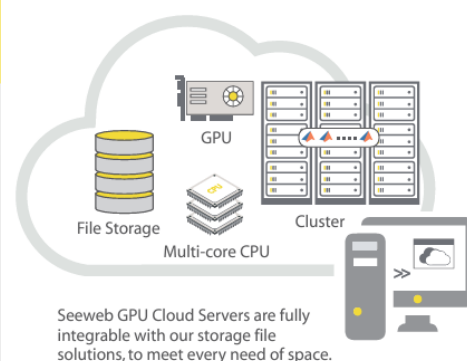
A giugno 2021 Seeweb si è inserita nel segmento GPU as a service, con un'offerta flessibile e pronta all'uso e con un pricing competitivo. I servizi di GPU as a Service sono particolarmente adatti ad attività di fine tuning e training di LLMs (Large Language Models) per lo sviluppo di modelli AI, che strutturalmente necessitano di un'elevata potenza di calcolo. Nel corso degli anni la società ha integrato alla propria offerta hardware dedicato ad attività di NPU as a service, appoggiandosi su hardware fornito dalla società canadese Tenstorrent. I servizi di NPU as a service sono meno capital intensive dei GPU as a service (poiché i processori CPU sono meno costosi delle schede video GPU) e particolarmente efficaci in attività di inferenza, che succede alla fase di training di modelli AI, contenendo il consumo energetico che caratterizza le GPU, che se utilizzate anche per attività di inferenza non massimizzerebbero l'efficienza del datacenter.

In particolare la società ad oggi ha diverse direttrici di sviluppo in questo segmento : a) l'ampliamento e la flessibilità del servizio offerto e quindi dell'hardware a disposizione dei clienti (Nvidia, AMD, Tenstorrent...) b) L'estensione geografica dell'offerta, al momento principalmente concentrata sul mercato nazionale e legata principalmente a Seeweb c) Lo sviluppo di una piattaforma dedicata all'offerta di questo tipo di servizi.

I principali casi d'uso di questo tipo di tecnologia riguardano : Machine Learning e Deep Learning ; Infrastruttura AI Nvidia (based in Italy) ; Natural Language Processing ; Accelerazione di Calcolo Grafico ; Video Processing ; Big Data processing ; applicazioni di CUDA (Linguaggio di programmazione per il training AI, di proprietà di NVIDIA) ; Finanza computazionale ; Genomica ; VDI scientific research ; seismic analysis. (Source : Company's GPU as a Service Flyer).

Company's GPU as a Service actual offer and pricing (pay per use)

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

Strategia di crescita e Storia della Società

La crescita attraverso operazioni di M&A e' un pilastro portante della strategia di gruppo ed e' orientato alla creazione di un ecosistema di aziende indipendenti. Creare un ecosistema di aziende indipendenti significa che ciascuna società mantiene il proprio marchio, organizzazione e team di gestione. Sfruttando il pieno impegno di tutti i fondatori, insieme al team di top management che porta una profonda esperienza nel settore digitale, il Gruppo mira a supportare i pionieri tecnologici locali che acquisisce.

Strategicamente la società' effettua tre tipi di operazioni: Espansione (€2-20m), solitamente legato all'ingresso in nuove geografie o segmenti di mercato, la quota acquisita e' sempre di maggioranza ma, in un primo momento, non totalitaria nella maggior parte dei casi; Consolidamento (€0.5-2m) finalizzate all'aumento delle quote di mercato detenute ; Start-up la società versa storicamente fino ad €1m per acquisire quote di minoranza in startup innovative a livello mondiale con idee promettenti.

Criteri di M&A	1. Espansione	2. Consolidamento	3. Start-up
Obiettivo	Entrata in nuove geografie o espansione in segmenti di mercato contigui acquisendo aziende in crescita e generatrici di cassa	Aumento della quota di mercato di riferimento dell'azienda attuale, acquisendo piccole e medie imprese	Investire almeno €1m in start-up innovative a livello mondiale con idee promettenti
Fase di sviluppo	Aziende generatrici di cassa con bassa leva finanziaria o Aziende con una rete infrastrutturale esistente	Aziende con una base clienti e una rete di distribuzione esistenti	Team e prodotto con trazione comprovata
Struttura del Deal	Acquisto iniziale in contanti del 51%-60% del capitale con l'opzione di acquistare la restante quota tramite contanti o capitale	Acquisizione di asset senza mantenere il management	Partecipazioni di minoranza iniziali con opzioni call contingenti
Dimensione dell'operazione	€2m - 20m	€0.5m - 2m	<€0.5m

Souce: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Una volta effettuato il deal di espansione DHH offre il proprio supporto, finalizzato a raggiungere sinergie di costi e ricavi, migliorare le risorse e valorizzare le capacità acquisite, fornire know-how nei processi manageriali, nello sviluppo del business e nell'implementazione di processi basati sul monitoraggio di chiari indicatori finanziari di performance, oltre a fornire pensiero strategico, soluzioni tecnologiche ed esperienza di marketing.

La società' ha un track record di successo e partendo dalla fondazione nel 2015 ha speso almeno €44.5m (di cui €31.2m relativi solo al reverse takeover di Seeweb), acquisendo almeno €26.1m di ricavi (di cui €1.8m attribuibili a Warian e dunque ancora non consolidati) tramite operazioni di M&A, allo stesso tempo la società' ha chiuso il 2023 con €33.7m di fatturato e ci aspettiamo possa chiudere il 2024 con lo stesso valore in crescita del +7.6% a €36.3m. Almeno il 67% dei ricavi attesi per fine anno sono stati dunque acquisiti, mentre il 33% residuo e' stato apportato da crescita organica. Allo stesso tempo, secondo i dati diffusi dalla società', l'EBITDA acquisito totale e' di almeno €7m (di cui circa €5m attribuibili alla sola Seeweb), anche se stimiamo la società' possa chiudere il 2024 con un dato superiore a €12.1m grazie alla strategia di successo aziendale basata su sinergie e controllo dei costi.

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

La società ha attuato storicamente e sta tutt'ora attuando una serie di iniziative strategiche mirate a massimizzare la crescita organica delle proprie aziende in portafoglio, con l'obiettivo di a) Incrementare l'Average Revenue Per User (ARPU) attraverso Prodotti Premium b) Lanciare Soluzioni Proprietarie Innovative (quali il nuovo servizio di NPU e GPU as a service. C) migliorare la Strategia Go-to-Market attraverso Partnership di Valore.

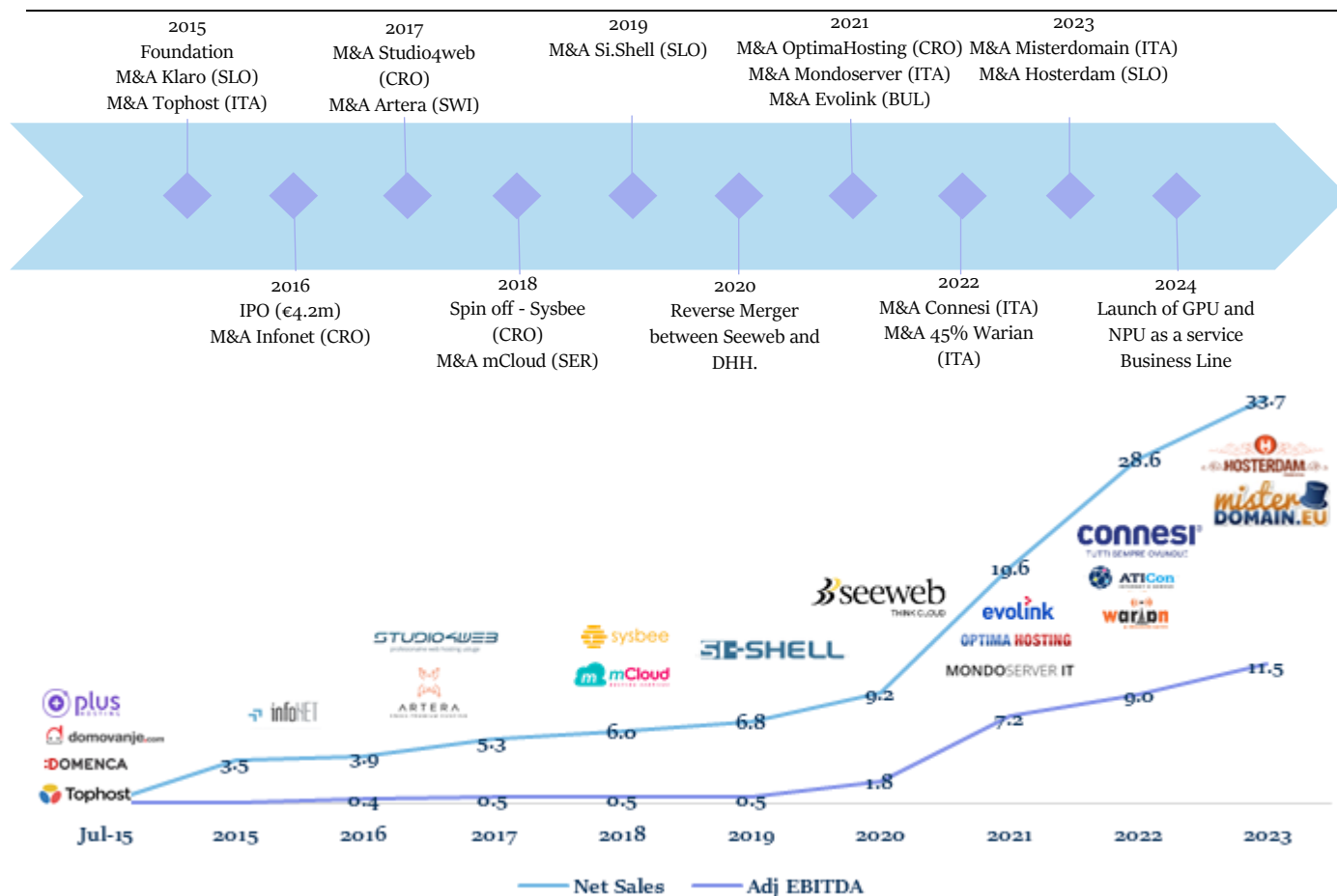
Increasing ARPU	Proprietary Solutions	Go-to-Market Strategy
La società mira ad aumentare l'Average Revenue Per User (ARPU) introducendo prodotti premium e a valore aggiunto. Questa strategia non solo eleva la qualità dell'offerta, ma migliora anche l'esperienza e la soddisfazione del cliente, contribuendo alla marginalità aziendale.	Per rimanere competitiva, la società lancia prodotti innovativi che soddisfano le esigenze dei clienti. Un esempio è il Cloud Server GPU, lanciato a giugno 2021 per applicazioni AI. DHH si posiziona come first mover in Europa, beneficiando della crescente domanda di integrazione AI.	La società sviluppa partnership strategiche con agenzie web e specialisti (come SAP) per espandere la base clienti. Queste collaborazioni mirano a migliorare i tassi di retention e la presenza sul mercato, offrendo valore aggiunto ai clienti.

La società è stata fondata nel luglio 2015 da Giandomenico Sica e Seeweb, un gruppo italiano di servizi di Cloud Computing, con l'obiettivo di diventare un punto di riferimento nazionale nei servizi di Hosting e Cloud Computing in Italia e nelle economie emergenti dell'Europa dell'Est. Tra i fondatori ci sono Antonio Baldassarra, Giandomenico Sica, Uroš Čimžar e Matija Jekovec.

Nel 2015, la società avvia la sua strategia di espansione acquisendo Klaro (ora Webtasy, 8.6% del fatturato 2023) in Slovenia e Tophost in Italia (6.3% del fatturato 2023). Nel 2016 la società si quota in borsa, raccogliendo €4.2m ed acquisisce Infonet e Studio4web in Croazia (ora Plus Hosting, 7.4% del fatturato 2023) e successivamente il 60% di Bee Bee Web in Svizzera (ora DHH Switzerland, 2.5% del fatturato 2023). Nel 2018 entra nel mercato serbo con mCloud (2.3% del fatturato 2023). Nel 2019 acquisisce Si.Shell in Slovenia, integrandola in Webtasy per rafforzare la sua leadership.

Nel 2020, Seeweb e DHH si fondono tramite un reverse takeover, con DHH come società controllante. Nel 2021 DHH continua ad espandersi acquisendo Optima Hosting in Croazia (7.4% del fatturato 2023), Mondoserver in Italia e il 60% di Evolink in Bulgaria (9.1% del fatturato 2023). Nel 2022 si concentra in Italia con l'acquisizione di Connesi (20.5% del fatturato 2023) e una partecipazione del 45% in Warian. Nel 2023, acquisisce Mister Domain (integrata in Tophost) e Hosterdam (integrata in Webtasy) per sostenere la crescita nei segmenti strategici di hosting.

Group's progression with focus on M&A acquired brands.



Souce: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Conto Economico ripartito per regione/azienda

Italy-Seeweb Srl (100% controlled)

Seeweb fa parte del gruppo DHH da novembre 2020 a seguito di un'operazione di reverse takeover e nell'aprile 2021. Si tratta di un'azienda italiana che offer servizi di cloud computing oltre a una vasta gamma di servizi IT aggiuntivi come hosting condiviso, server dedicati, housing e colocation, facendo affidamento su tre data center fisici (2 a Milano ed 1 a Frosinone), l'infrastruttura dei partner del gruppo (Sofia, Zurigo...) e una rete in fibra ottica proprietaria.

Il principale servizio offerto e' il Cloud Server con diverse configurazioni, tra cui: CPU condivisa, GPU, Serverless GPU, NPU, High Memory, Hosting e shared Hosting. La societa' offre servizi di supporto tecnico 24/7 (anche proattivo), cybersecurity (SSL, Antivirus, Backup & Data Protection) e anche di streaming, gestione del traffico mail e storage a seconda della configurazione, altamente personalizzabile, richiesta dal cliente. Il modello standard di vendita e' pay-per-use con pagamenti mensili e contratti solitamente annuali il che beneficia sostanziosamente la gestione di capitale circolante societaria (NWC negativo).

Seeweb presenta una clientele molto diversificata (Top 5 clienti <5% dei Ricavi) e vendono direttamente I propri servizi o a grandi aziende (speso e-commerce) o ad agenzie che si occupano della configurazione dei sistemi IT per terze parti, in tal caso l'adattabilita' dell'offerta di Seeweb e' profondamente apprezzata cosi come l'infrastruttura di connettivita' fornita da Connesi.

Seeweb e' il principale contributore sia al fatturato che al margine EBITDA di gruppo, rispettivamente a fine 2023 il fatturato apportato da Seeweb risultava pari a €14.2m (+11% YoY, il 42% del fatturato di gruppo), mentre l'EBITDA risultava pari a €6.6m (vs €5.3m YoY) per un margine EBITDA del 47% (vs 41.3% YoY).

Seeweb main P&L indicators (2021-2023)

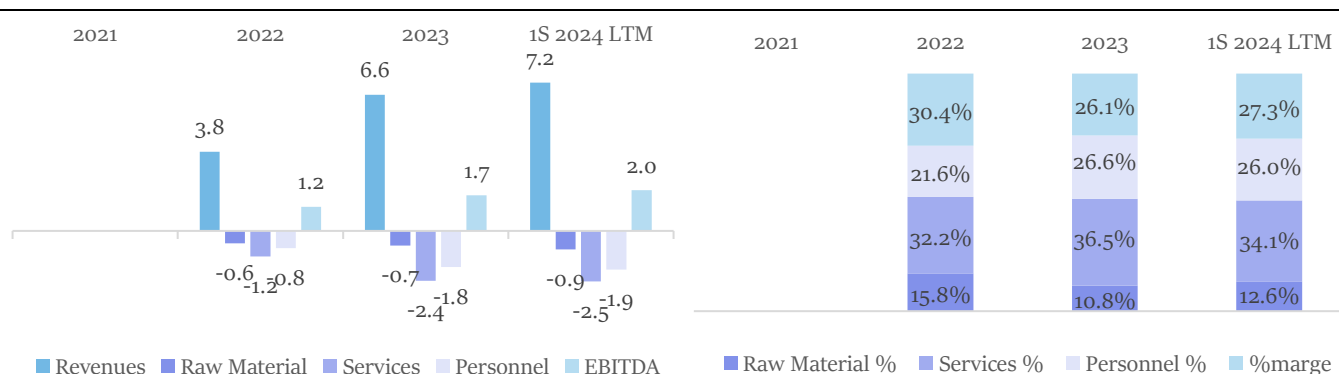


Souce: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Italy-Connesi (100% controlled)

Connesi e' la secoda societa' per fatturato del gruppo, nel 2023 ha generato €6.6m. La societa' e' stata consolidate nel gruppo a partire dal 1 Luglio 2022. Connesi è un fornitore indipendente specializzato nell'accesso a Internet (tramite fibra ottica, sia di proprietà che in affitto, e reti wireless fisse), VOIP e Cloud Computing. L'azienda opera principalmente in Umbria ma anche in Toscana e Marche. Connesi si concentra sul mercato B2B premium, con circa 35 dipendenti e 3.000 clienti, tra cui grandi aziende e PA.

Connesi main P&L indicators (july 2022-2023)



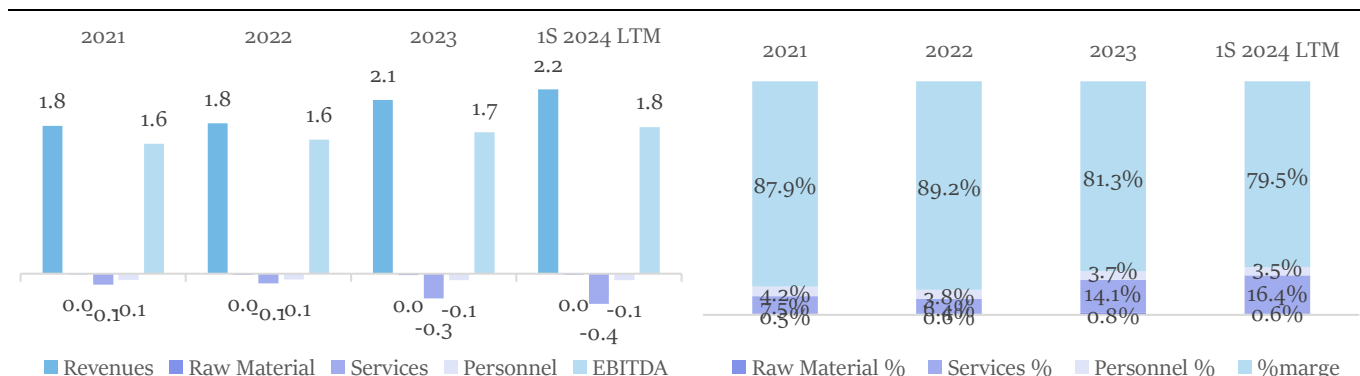
Souce: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Italy-Tophost Srl (100% controlled)

Fondata nel 2004 con l'obiettivo di diventare un attore di rilievo nel settore del web hosting "mass market" in Italia, in breve tempo l'azienda ha conquistato una posizione di rilievo nel mercato, offrendo servizi di web hosting entry-level. La società ha dei processi altamente automatizzati il che le permette di presentare ottimi livelli di marginalità EBITDA (>80%), considerando che la lead generation avviene soprattutto tramite pubblicità su Google e che ad oggi il mercato è in graduale trasformazione, prudenzialmente, non ci attendiamo una crescita importante a livello di topline nei prossimi anni. Top Host, dopo l'acquisizione di mister domain nel gennaio 2023 è la sesta società per fatturato generato ma la seconda, a parimerito con Connesi, per EBITDA generato.

(*Circa 1.3m di costi imputabili a TopHost sono intercompany in sinergia con Seeweb, indicativamente la società avrebbe un EBITDA margin più prossimo al 19.2% elidendo queste poste.)

Tophost main P&L indicators (2021-2023)



Souce: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Italy-DHH Switzerland (100% Controlled)

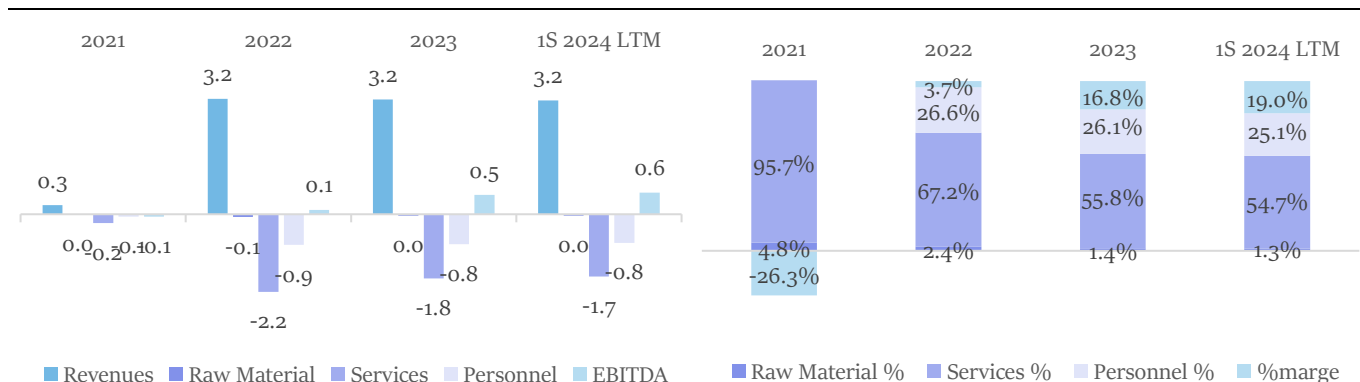
Fondata nel 2002 e proprietaria del marchio Artera, diviene parte di DHH dal maggio 2017, la società svizzera offre servizi ad alto livello tecnologico, principalmente di web hosting altamente affidabili e tecnologicamente avanzati. La divisione svizzera ha generato nel 2023 circa €0.9m di fatturato ed €0.2m di EBITDA. A livello di region viene di fatto considerata un'estensione nel business italiano.

Bulgaria-Evolink (60% Controlled)

Fondata nel 2004 e con sede a Sofia (Bulgaria), con un team di circa 40 dipendenti, è uno dei maggiori fornitori di "Infrastructure-as-a-Service" (IaaS) in Bulgaria, attiva nel settore del Cloud Computing, Cybersecurity e servizi di trasporto dati. La società gestisce due data center, entrambi situati a Sofia. Il portafoglio clienti include grandi aziende e operatori di telecomunicazioni.

Evolink è la terza società per fatturato e la sola con sede in Bulgaria. Evolink ha chiuso il 2023 dopo due anni trasformativi, con €3.2m di fatturato e €0.5m di EBITDA, facendo leva sui data center proprietari (unici di proprietà al di fuori della penisola italiana) la società ha attraversato un periodo trasformativo post acquisizione, finalizzato all'agenerazione di marginalità e nel primo semestre del 2024 ha ridotto i propri effettivi di 2 unità a 39 (vs 42).

Evolink main P&L indicators (2021-2023)

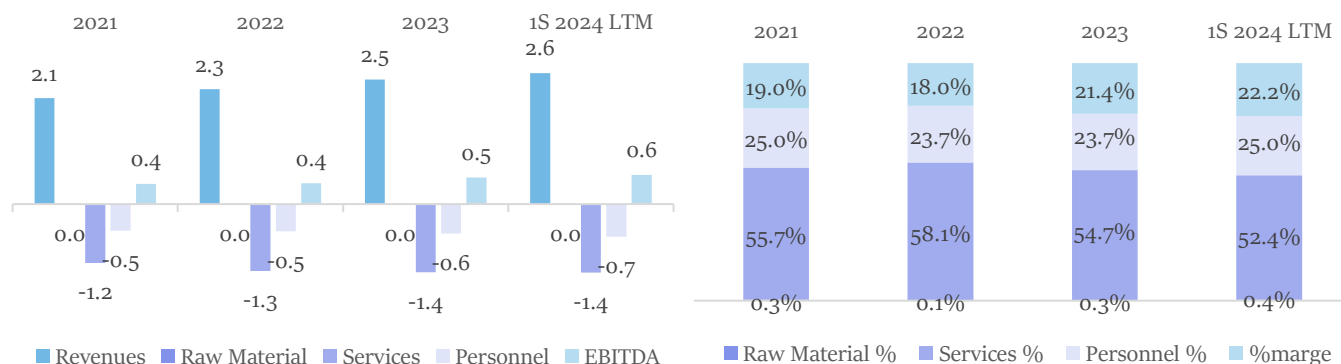


Souce: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Croatia-Plus Hosting (100% Controlled)

Fondata nel 2001 Plus Hosting entra nel gruppo DHH nel 2015 ed a seguito di una operazione trasformativa l'entità croata è oggi il più grande player locale, riconosciuto per la sua competenza tecnica e il servizio clienti di alta qualità. La società gestisce tre marchi (Plus Hosting, Studio4web ed Infonet) croati, i quali offrono una vasta gamma di servizi, principalmente di Hosting "entry level" ed Hosting gestito per clienti di fascia alta. In secondo luogo la società gestisce un quarto marchio (Optima Hosting) che, con i suoi 5600 clienti, è ad oggi l'unica azienda Croata attiva anche in Bosnia Erzegovina da oltre 8 anni. Ad oggi Plus Hosting è la quinta società per fatturato ma se la integrassimo con System Bee doo ed Mcloud (regione Croata) scalerebbero Evolink al terzo posto.

Plus Hosting main P&L indicators (2021-2023)



Souce: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Croatia-System Bee doo (80% Controlled)

Fondata nel 2018, System Bee, proprietaria del marchio Sysbee, è composta da un gruppo di ingegneri di sistema e architetti di infrastrutture dedicati a portare la cultura DevOps alle PMI in Croazia. Attualmente conta circa 80 clienti attivi. La società ha fatturato circa €0.6m nel 2023 ed ha una marginalità EBITDA del 21.7%. Viene integrata in Plus Hosting per semplicità di analisi per region.

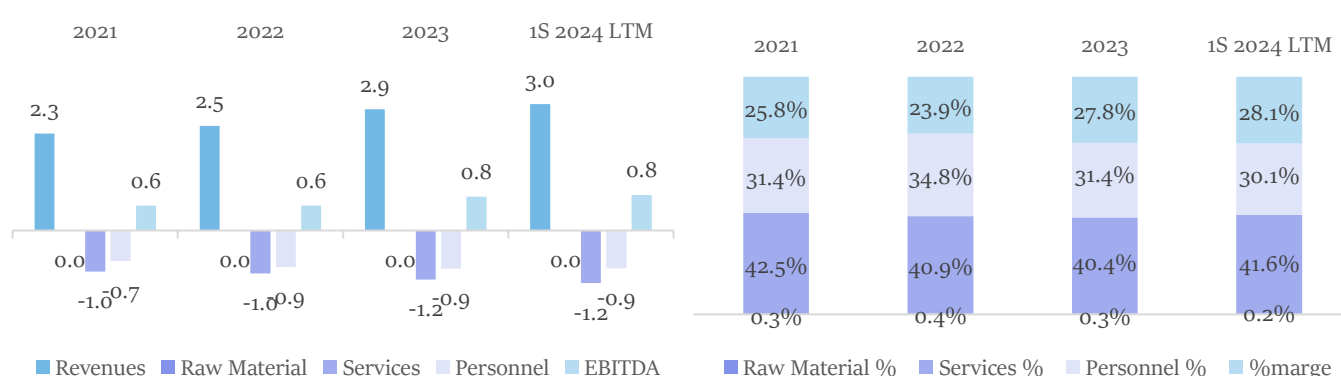
Croatia-MCloud doo (100% Controlled)

Fornitore Serbo di servizi di hosting avanzati, viene fondato nel marzo 2018 ed è parte di DHH dall'ottobre 2018. L'azienda è specializzata nella fornitura di servizi di hosting avanzati e gestisce due marchi, Plus Hosting (lo stesso Croato) ed mCloud, ciascuno rivolto a diversi tipi di clientela (rispettivamente entry level e di qualità tecnologica maggiore).

Slovenia-Webtasy doo (100% Controlled)

Infine Webtasy, unica società Slovena del gruppo, quarta per fatturato apportato e con una marginalità pari al 27.8% nel 2023. Webtasy d.o.o., parte di DHH dal 2015 e nota per i marchi Domovanje, Domenca e Si-Shell, è il leader del mercato locale da oltre 20 anni, servendo oltre 30.000 clienti con una quota di mercato di circa il 30% e più di 72.000 domini registrati. Offre registrazione di domini, web hosting e soluzioni cloud, con un focus sulle PMI. Nel marzo 2023 ha acquisito Hosterdam, che gestisce circa 450 pacchetti di hosting condiviso attivi.

Webtasy main P&L indicators (2021-2023)



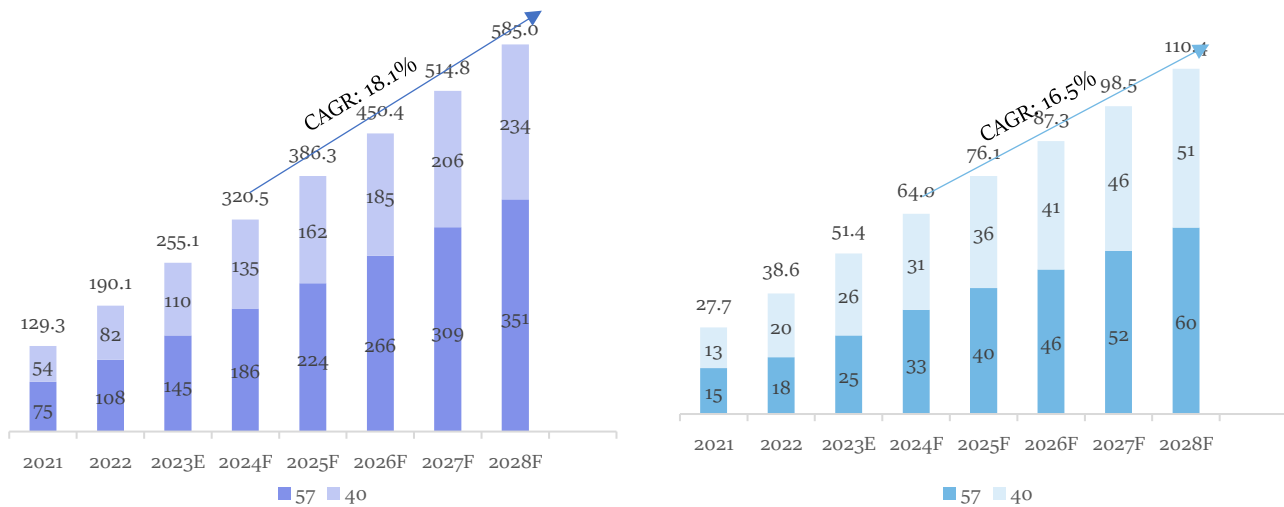
Souce: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Il mercato Italiano

Il mercato del Cloud computing mondiale (PaaS and IaaS) si stima avesse a fine 2023 una dimensione pari a 255.1B (Source : Statista, Synergy Research Group) e che possa piu' che raddoppiare entro il 2028, raggiungendo 585B di market size (CAGR 2023-2028 del 18.1%), l'Europa, terzo mercato per dimensione dopo Nord America ed Asia, costituisce circa il 20.1% del mercato mondiale e si stima possa sottoperformare la crescita del mercato mondiale di circa 160bps annui, raggiungendo a fine 2028 una market size pari a 110.4B (CAGR 2023-2028 16.5%).

La crescita del mercato mondiale sara' spinta dalla rapida trasizione da sistemi IT on-premise al Cloud Computing che offre maggiore flessibilita', affidabilita', aumento della performance, maggiore efficienza, minori rischi e costi inferiori. I servizi di Platform as a Service si stima possano crescere piu' rapidamente del IaaS (CAGR 2023-2028), sia a livello mondiale 19.3% (vs 16.4%) che a livello Europeo 18.8% (vs 14.1%). Si stima che tra hyperscalers (AWS, Microsoft e Google) e fornitori di servizi Cloud tier 2 sia Americani che Asiatici la fetta di mercato detenuta da fornitori locali Europei sia calata del 27% circa nel 2017 fino al 13% a inizio 2023.

Global and European Cloud Computing market size and Expected CAGR (IaaS and PaaS 2023-2028)

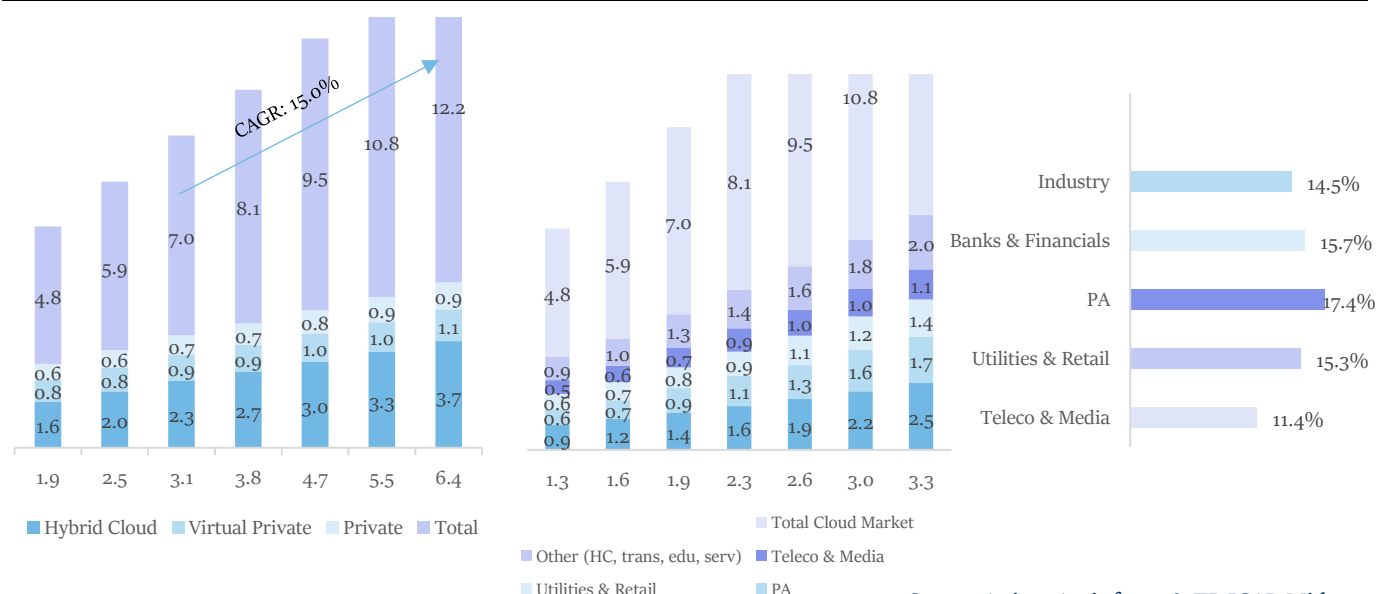


Souce: BDO, Statista & TP ICAP Midcap

Per quanto riguarda il mercato Cloud Italiano secondo il recente studio « Il digitale in Italia 2024 » pubblicato da Anitec Assinform, la dimensione del mercato a fine 2023 era pari a 7B (servizi SaaS inclusi e pari al 42% del totale) il che porterebbe la dimensione del mercato PaaS e IaaS a circa 2.9B, ovvero il 5.7% del mercato totale Europeo.

La crescita attes nel mercato del Cloud Italiana e' pari al 15% (CAGR 2023-2027), il segmento Public e' atteso in crescita del 20.4% (CAGR 2023-2027), mentre il Private Cloud del 8.5% (CAGR 2023-2027).

Italian Cloud Computing Expected growth per type of service and Sector (IaaS, PaaS and SaaS 2023-2028 CAGR)



Souce: Anitec Assinform & TP ICAP Midcap

Posizionamento di mercato

A livello Globale i leader indiscussi del mercato del Cloud Computing sono Amazon Web Services, Microsoft Azure e Google Cloud. In Europa solo loro tre si spartiscono almeno il 65% del mercato. Per quanto riguarda il caso Italiano si stima che AWS detenga il 32.7% del mercato, Microsoft Azure il 21% e Google Cloud l'11.2% circa. Per quanto riguarda la parte di mercato residua questa viene spartita tra IBM, Alibaba e successivamente player locali. Uno dei principali player locali Italiani, tra le società più facilmente comparabili con DHH, è WIT, anche se WIT genera circa il 60% dei propri ricavi in Germania.

Per quanto riguarda il cloud hosting, si tratta di un segmento più maturo e consolidato, in cui i processi aziendali devono essere efficienti ed il pricing aggressivo per poter mantenere quote di mercato. I principali operatori in questo segmento sono Equinix, Godaddy, Ionos ed Endurance. Alcuni dei maggiori operatori di mercato sono considerati fondi di investimento immobiliari con finalità di costruzione di datacenter dedicati all'hosting. Molti sono a tutti gli effetti Real Estate Investment Trusts (REITs).

Per quanto riguarda il segmento Business Connectivity infine in Italia i tre principali operatori sono Tim, Vodafone e Fastweb. Seguono sia in termini di qualità dell'infrastruttura che di qualità del servizio offerto, a seconda delle zone, Eolo, Linkem e Cpn.

Cio' che distingue DHH dai principali player di mercato è la vicinanza geografica ai clienti e la compliance alle normative Europee/nazionali e/o regionali, una infrastruttura di qualità che offre bassa latenza, un consolidato posizionamento nei paesi dell'est Europa con una strategia di M&A che mantiene investiti gli imprenditori/management/brand locale acquisito, l'ottima gestione di capitale circolante, con pagamenti pay-per-use mensilizzati/anticipati ed infine una offerta variegata con supporto in prossimità che spazia dal Cloud Computing, al Hosting fino agli investimenti infrastrutturali orientati alla fornitura di Connettività B2B.

Per quanto riguarda Cloud Computing e Hosting la società si concentra su clientela B2B e Professionali con una massimizzazione della personalizzazione dell'offerta. Nel più recentemente sviluppato segmento di business connectivity invece la clientela resta principalmente B2B ed anche Pubbliche Amministrazioni, spesso in zone meno servite.

Main shareholders and Group structure



Source: DHH SpA & TP ICAP Midcap

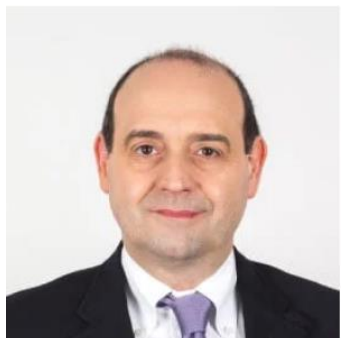
Il Consiglio di Amministrazione



Giandomenico Sica – Executive Chairman - Imprenditore e Investitore nel settore Tecnologico.

Co founder of DHH SpA (5.5%) and Grafoventures.

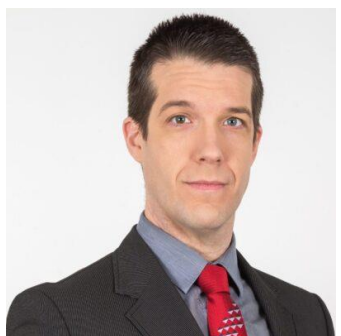
Grafoventures si occupa di investimenti in piccole aziende tecnologiche finalizzati ad accompagnarle nell'implementazione di strategie di crescita, nella governance e nella raccolta di capitali (spesso tramite IPO) soprattutto nel settore tecnologico.



Antonio Baldassarra – CEO - Imprenditore

Fondatore di Seeweb e co-fondatore di DHH (33.6%)

Ad oggi ricopre la posizione di CEO di DHH e di Seeweb, e' attivamente coinvolto nel finanziamento e supporto di aziende emergenti nel settore tecnologico e grazie al proprio consolidato network e conoscenze di settore e' in grado di generare sinergia e collaborazioni tra aziende agevolandone la crescita e la visibilita'.



Matija Jekovec – COO - Imprenditore

E' cofounder di DHH e founder di Klaro in Slovenia, la prima acquisizione effettuata da DHH dopo la sua fondazione, la quale ha dato origine a Webtasy, controllata Slovena che nel 2023 ha generato l'8.6% del fatturato societario.

All'interno del gruppo DHH e' Chief Operating Officer e si occupa sia di creazione di strategia di crescita e di espansione del portafoglio societario, sia di identificazione ed implementazione di nuovi servizi e tecnologie per incontrare i bisogni dei clienti di DHH.



Tamara Arduini – CFO DHH

E' CFO di DHH e CFO di Seeweb da oltre 20 anni ed oltre a fornire il supporto finanziario necessario per agevolare le operazioni straordinarie di gruppo si occupa anche della relazione con gli investitori insieme ad Antonio e Giandomenico.

Struttura dell'azionariato e di gruppo

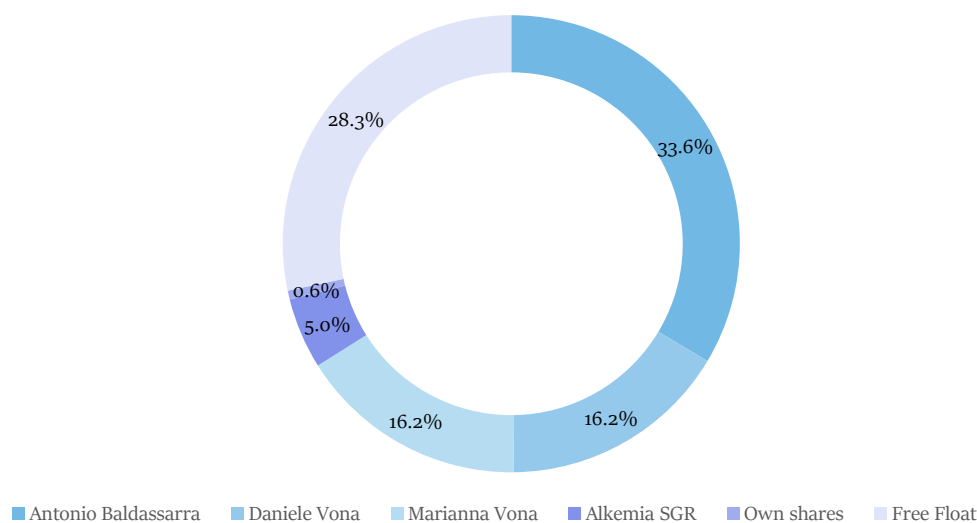
Dopo il reverse takeover di Seeweb su DHH SpA, Antonio Baldassarra e' diventato il maggiore azionista della societa' con il 33.6% delle quote, pari a 1.6m di azioni (delle 4.9m in circolazione). Seguono Daniele e Marianna Vona, figli dell'imprenditore co-fondatore di Seeweb Enrico Vona, che detengono il 16.2% delle quote di DHH a testa. Giandomenico Sica detiene il 5.5% delle quote societaria.

Alkemia SGR e' entrato nel capitale della societa a inizio maggio 2024 acquistando sia 101k azioni direttamente da DHH che 131k azioni dagli altri azionisti, raggiungendo una quota pari a 4.7% del capitale sociale. Una settimana dopo questa transazione Alkemia ha annunciato di aver superato la quota soglia del 5% in DHH. Ad oggi detiene 246k azioni in totale, per una quota del 5%.

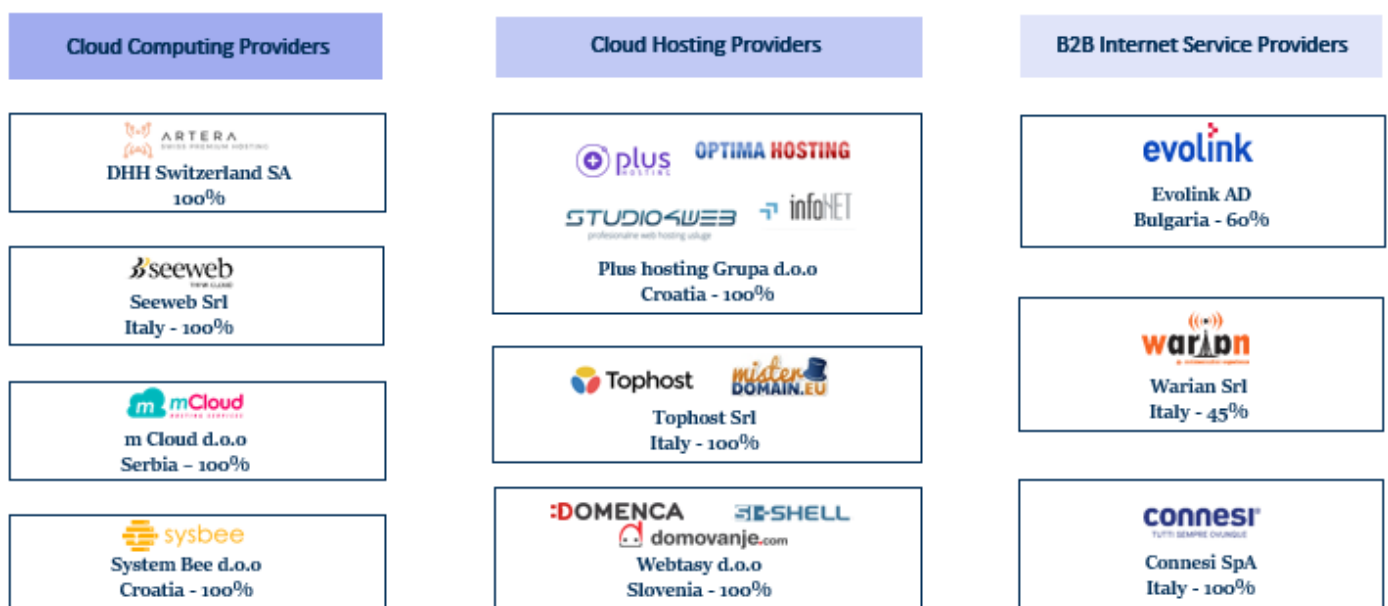
Le azioni proprie detenute da DHH sono pari a 26.7k (0.5%) ed infine il Flottante e' pari al 22.9% (1.12m di azioni).

Ad oggi la societa' presenta uno stock option plan attivo, afferente il periodo 2022-2025, al termine del quale (Marzo 2025) circa 230k azioni DHH saranno emesse aumentando del 4.7% il numero di azioni in circolazione.

Main shareholders and Group structure



DHH SpA

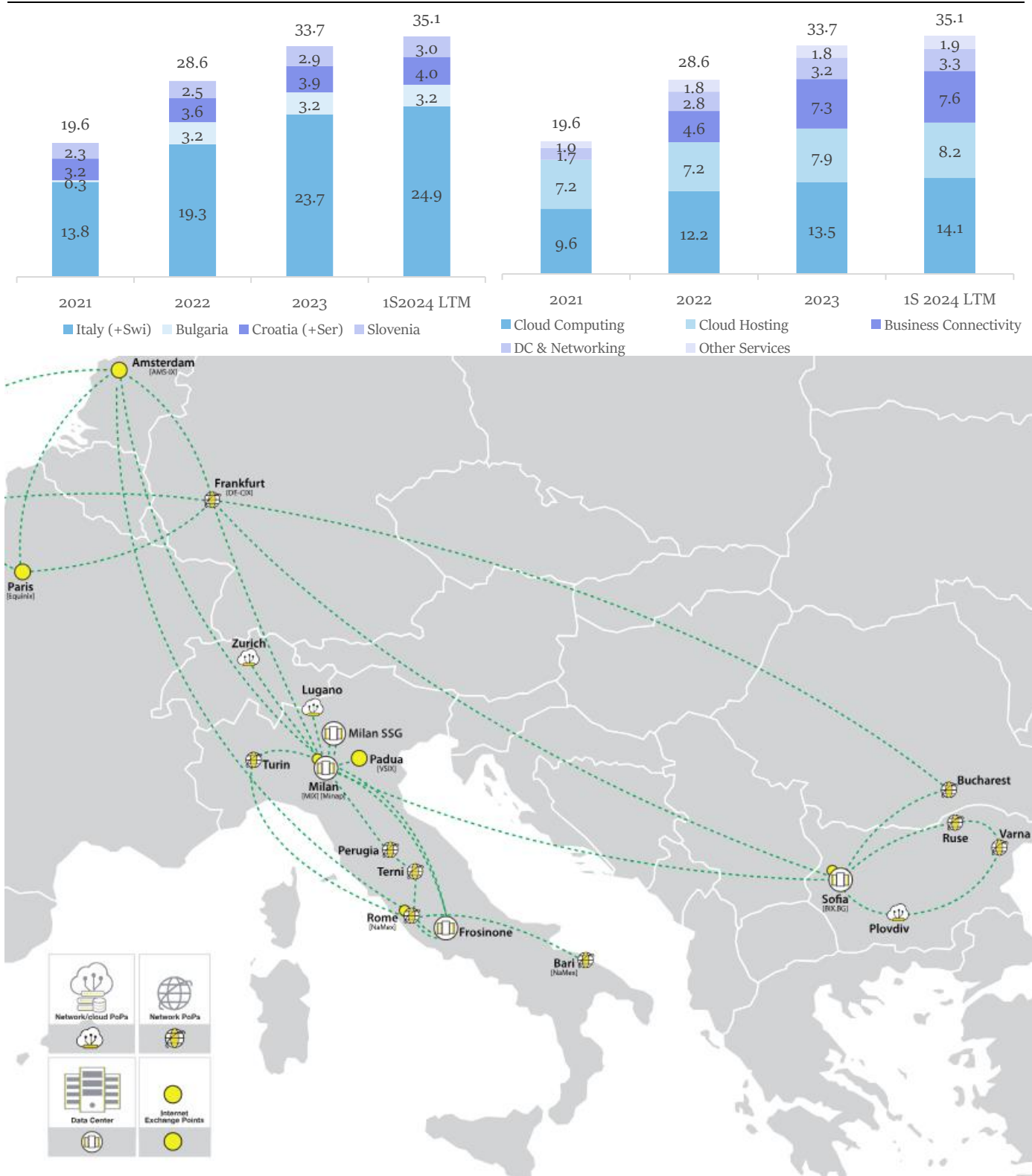


Source: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Conto Economico di gruppo

Il gruppo ha chiuso il 2023 con ricavi per €33.7m, la maggior parte dei quali generati in Italia (67.9%). Il CAGR societario 2021-2023 e' stato pari a 32.2% grazie ad un mix ottimale di crescita organica (circa 10.7%) ed operazioni di M&A (21.5%). Negli ultimi 2 anni e' cresciuta la dipendenza di fatturato dall'Italia a 67.9% (vs 66.6% nel 2021) grazie soprattutto alla crescita organica societaria sia delle attivita' storiche che delle societa' acquisite. Cala leggermente la dipendenza di fatturato estero in attesa che Evolink, societa' acquisita Bulgara, mostri il suo potenziale di crescita ancora inespresso. I principali servizi offerti sono il Cloud Computing (40%), il Cloud Hosting (23%) e, dopo l'acquisizione di Connesi ed Evolink, I servizi di Business Connectivity (22%).

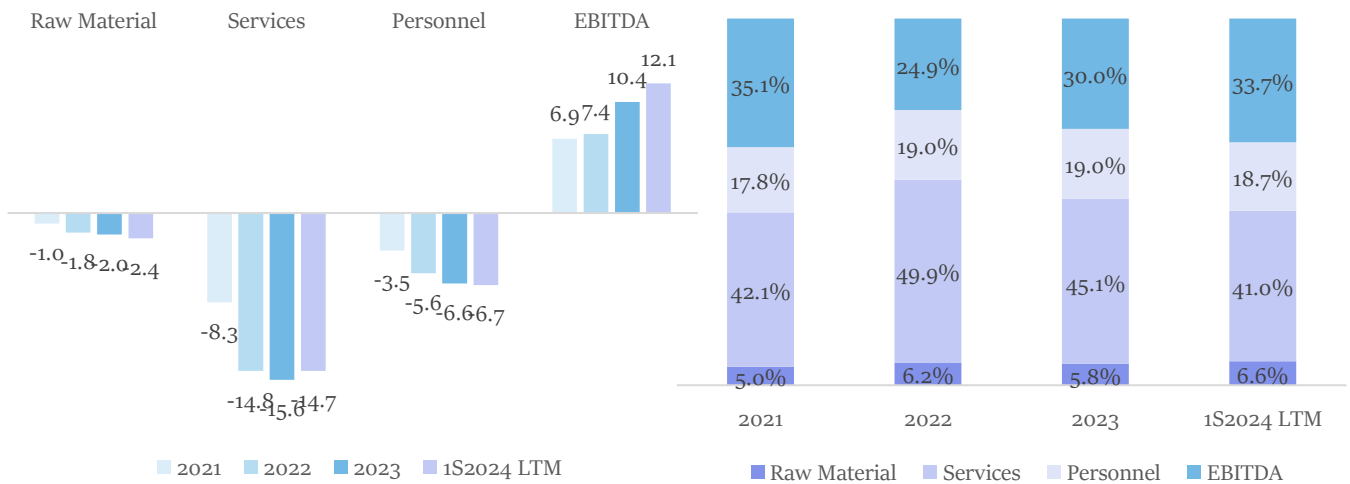
Revenue split per region, type of service and proprietary infrastructure layout.



Source: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Tra il 2021 ed il 2023 e' cresciuto di 80bps l'impatto dei costi per materie prime in percentuale sui ricavi, variazione quasi interamente riconducibile all'acquisizione di Connesi, la cui attivita' dipende maggiormente dai costi per materie prime rispetto al mix storico di gruppo (10.8% nel 2023 vs 5% di gruppo al 2021, pre-acquisizione). Cresce la dipendenza da costi per servizi di 300bps (2021-2023), trend riconducibile all'acquisizione di Evolink in Bulgaria, che ha apportato €3.2m di fatturato con una indidenza dei costi per servizi del 55.8% sul totale, rispetto al dato 2022 la societa' e' riuscita tramite sinergie ed efficacia organizzativa a ridurre di 480bps i costi per servizi, dato in ulteriore contrazione se consideriamo gli ultimi 12 mesi di attivita' a partire dalla fine del 1S 2024, beneficiando sostanziosamente di crescita del margine EBITDA. Infine crescono di 120bps i costi del personale (rispetto al 2021), dato in linea con il 2022 evidenziando una organica e sana crescita degli effettivi abbastanza in linea con la crescita di gruppo.

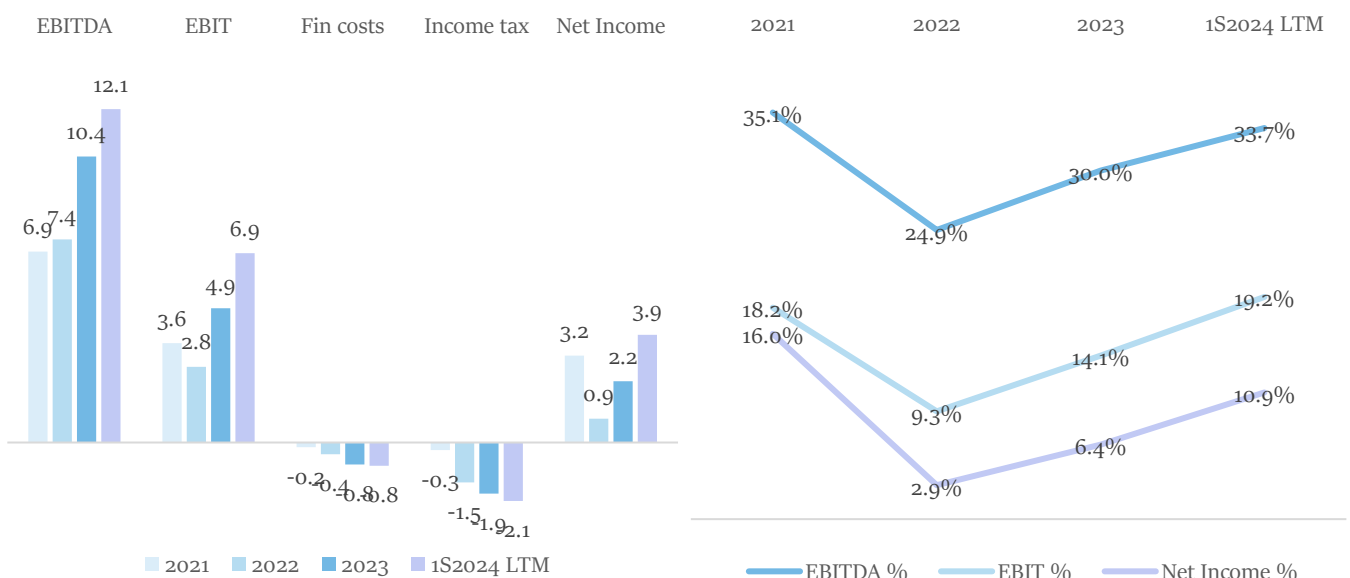
Group P&L cost structure and EBITDA margin



Source: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Osservando la dinamica di crescita di EBIT e risultato netto, si nota un calo dello spread tra margine EBITDA ed EBIT da 16.9% nel 2021 a 15.9% nel 2023, evidenziando un calo del valore degli ammortamenti in % sulle vendite. La societa' e' cresciuta molto tramite operazioni di M&A negli ultimi 3 anni ed il rapporto Capex/Ricavi e' stato in media negli ultimi 3 anni (principalmente a causa di un dato 2022 contenuto) inferiore agli ammortamenti/Ricavi, permettendo un assottigliamento dello spread EBITDA-EBIT. Tra la fine del 2021 e del 2023 il debito netto, complici le molteplici operazioni di M&A, e' salito da €0.9m a €6.5m. Nel periodo di riferimento sono anche saliti i tassi di interesse in linea con le decisioni di politica monetaria della BCE, il che ha aumentato lo spread tra EBIT e Risultato netto dal 180bps a 770bps. Ci aspettiamo una graduale riduzione di questo dato grazie all'importante generazione di cassa attesa per il 2024.

Group P&L main indicators and margins

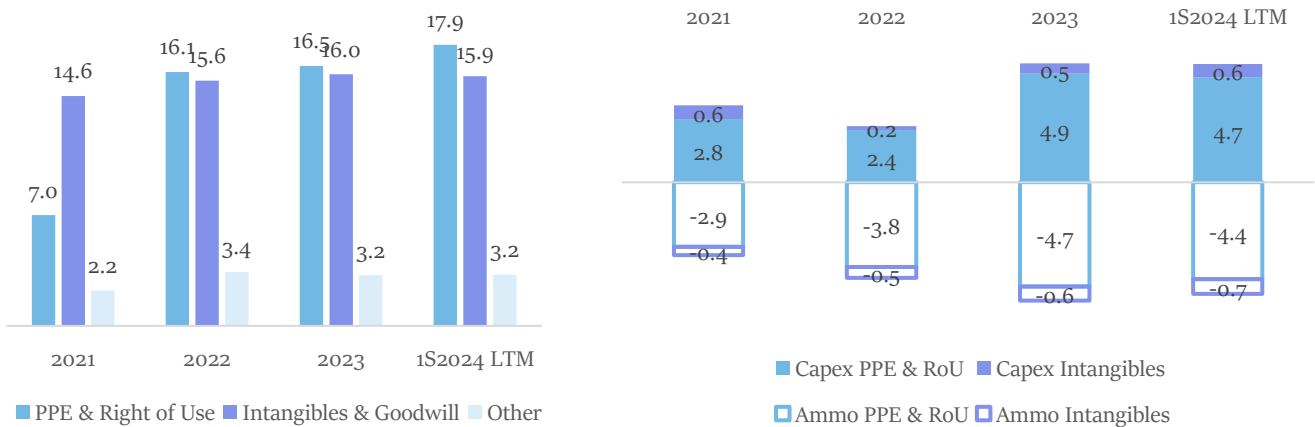


Source: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Bilancio e Rendiconto Finanziario di Gruppo

Nel Corso del 2022 la società ha acquisito Connesi, il che ha avuto un importante impatto sulla crescita degli asset materiali societari (PPE), principalmente riguardanti impianti e macchinari che sono passati da un valore netto di 0 a circa €7.4m. Al di là dell'attività di M&A DHH tra 2021 e 2023 ha investito in media circa €3.4m in asset materiali per anno, in particolare si tratta di infrastruttura hardware (hw) per i propri DataCenter ed in parte fibra ottica e modem. Quando la società acquista hw in leasing, solitamente il valore di acquisto viene inserito a bilancio come investimento capex in Right of Use. Gli investimenti in asset intangibili, solitamente compresi tra 0.2m e 0.4m riguardano invece l'attività di Ricerca e Sviluppo societaria.

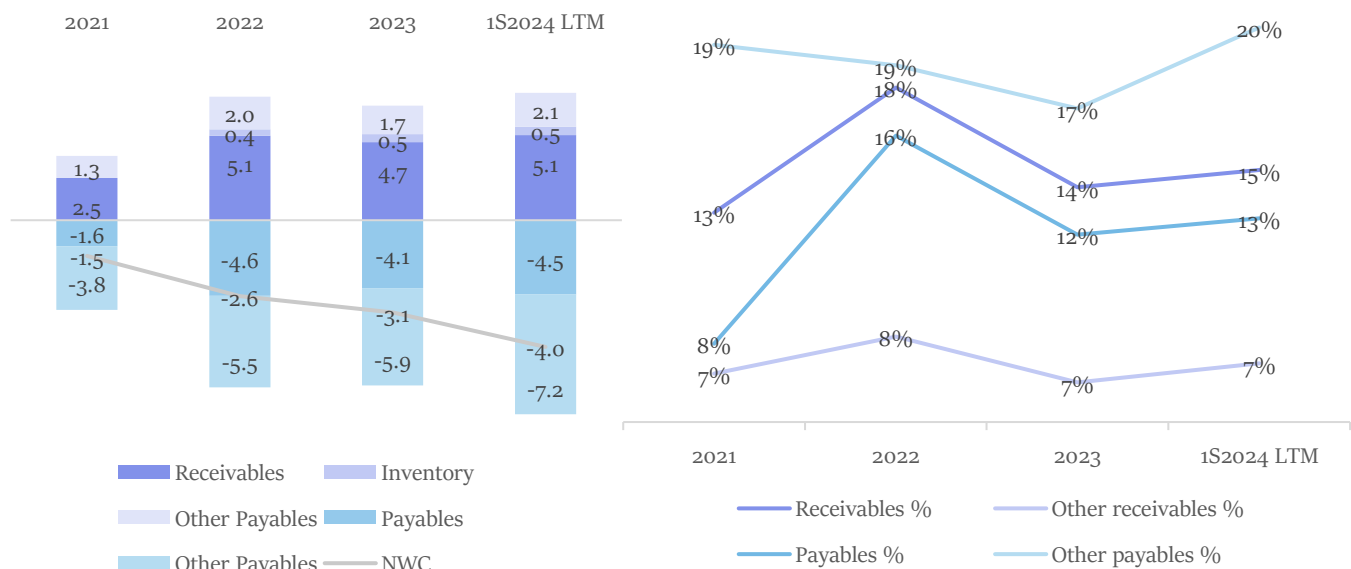
Group's asset structure, capex focus and D&A dynamics



Source: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Per quanto riguarda le dinamiche di capitale circolante, la società è storicamente molto abile sia nella anticipazione dell'incasso dei crediti, grazie al suo modello pay per use fatturato mensilmente, che nel contenimento delle uscite di cassa legate ai propri debiti commerciali. In particolare una buona parte della crescita delle passività a breve termine riguarda servizi che vengono fatturati in anticipo ma che sono di competenza di esercizi successivi (ratei e risconti passivi), i quali insieme ai debiti commerciali, hanno permesso a DHH di mantenere negli ultimi anni un saldo netto di capitale circolante negativo, beneficiando la generazione di cassa.

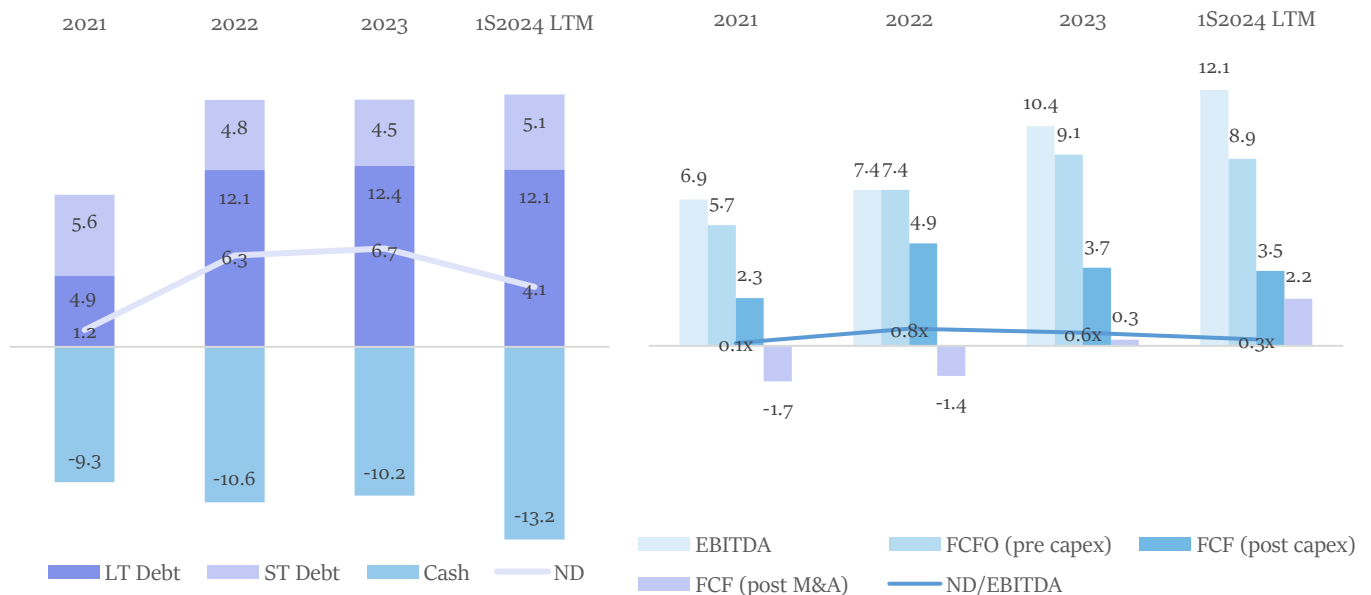
Group's Net Working Capital dynamics



Source: DHH SpA & TP ICAP Midcap

La società è stata in grado negli ultimi tre anni (2021-2023) di generare in media circa €3.6m di Free Cash Flow ogni anno, pari a circa il 13.2% dei ricavi societari. Il debito netto a partire da 1.2m di fine 2021 ha raggiunto a fine giugno il valore di 4.1m, ciò è dovuto non all'assenza di generazione di Free Cash Flow (post capex) ma piuttosto all'attività di M&A societaria. Nonostante le varie acquisizioni effettuate negli ultimi anni il rapporto DN/EBITDA è rimasto estremamente contenuto negli ultimi anni toccando un picco massimo di 0.8x a fine 2022 per poi scendere fino a 0.3x a fine giugno 2024. Questi dati valorizzano la massima attenzione aziendale al contenimento del debito verso istituzioni finanziarie oltre all'orientamento alla crescita ed all'efficientamento di marginalità e generazione di cassa operativa.

Group's Net Financial Position structure and cash generation main indicators



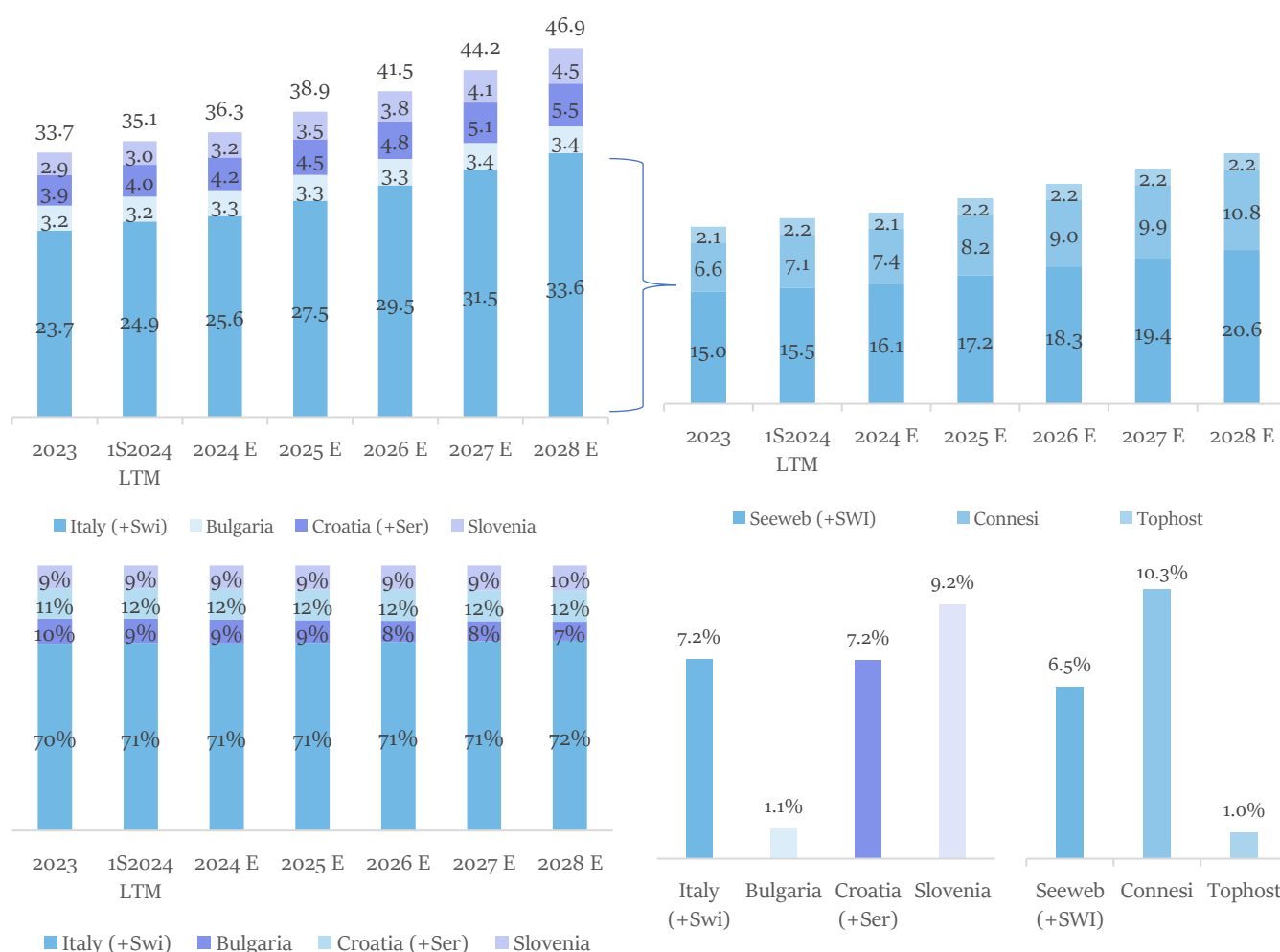
Source: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Analisi Finanziaria Prospettica

Per quanto riguarda la nostra analisi prospettica, riteniamo prudenzialmente che la società possa mantenere un CAGR 2023-2028 del 6.9% e che la maggior parte della crescita in valore assoluto sarà portata dall'Italia, dove alla fine del periodo ipotizziamo riteniamo la società possa arrivare a generare il 72% dei propri ricavi (vs 70% nel 2023). Non ci aspettiamo una crescita particolarmente sostenuta nell'attività di hosting, in Italia, un mercato più maturo e che sta attraversando un periodo di trasformazione (CAGR 2023-2028 su TopHost pari ad 1%), ma riteniamo che ci sia molto potenziale di crescita sia nell'attività svolta da Seeweb (principalmente servizi di Cloud Computing) da cui ci aspettiamo un CAGR 2023-2028 del 6.5% e nell'attività svolta da Connesi (Internet Connectivity) da cui ci aspettiamo una crescita double digit nei prossimi 5 anni (CAGR 2023-2028 del 10.3%). Il nuovo business basato sul concetto di GPU (o NPU) as a service potrebbe nei prossimi anni aumentare il ritmo di crescita di Seeweb, sul quale, al momento, manteniamo un buon livello di prudenza. L'Italia (che a livello consolidato include l'attività di DHH Switzerland) riteniamo possa mantenere un CAGR 2023-2028 del 7.2%.

Per quanto riguarda le attività estere, la Croazia, secondo mercato per dimensione di gruppo (11% del fatturato totale del 2023), riteniamo possa mantenere lo stesso tasso di crescita italiano (7.2% CAGR 2023-2028). In Croazia (dove rientra il fatturato Serbo di Mcloud) la società svolge principalmente servizi di hosting (Plus Hosting grupa doo) più o meno avanzato, essendo però la Croazia un paese meno digitalmente sviluppato dell'Italia ed avendo Plus Hosting un posizionamento come leader di mercato riteniamo possa mantenere un ottimo tasso di crescita nei prossimi anni grazie. Segue la Slovenia, dove grazie a Webtasy la società ha generato nel 2023 il 9% del proprio fatturato, la società si posiziona come leader di mercato (circa 30%) e svolge principalmente attività di Hosting, ma anche di cloud computing per PMI, e riteniamo possa mantenere una crescita del 9.2% nei prossimi anni (CAGR 2023-2028). Infine restiamo prudenti sulla Bulgaria (Evolink), in decrescita del 2% nel 1S 2024, dove la società ha leggermente ridotto il proprio personale e nonostante disponga di infrastruttura proprietaria riteniamo prudenzialmente possa mantenere un CAGR 2023-2028 di poco superiore all'1%.

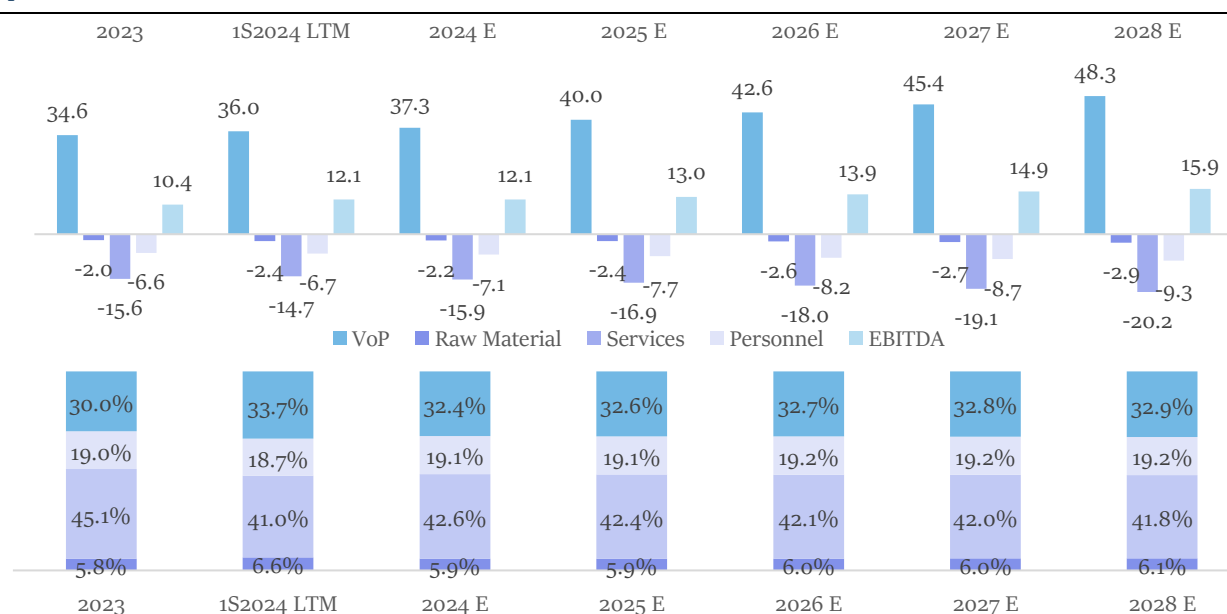
Group's Revenues expected progression per Country and per Italian controlled company (expected CAGR 2023-2028)



Source: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Il primo semestre 2024 e' stato il miglior primo semestre della storia di DHH, con un EBITDA di €6m, leggemmente inferiore al S2 2023 (€6.1m) ma del 40% superiore allo stesso dato nel 1S 2023. Questo miglioramento e' stato portato in parte da una maggiore efficienza nella gestione dei costi, in parte dalla crescita di Seeweb, che storicamente ha un EBITDA margin di almeno 100bps superiore al margine di gruppo ed infine da costi per circa €1m inferiori attribuibili alla societa' controllante (DHH Spa). Pur mantenendo un approccio prudente riteniamo che la societa' possa migliorare nei prossimi anni la propria marginalita' EBITDA, passando da un migliroamento atteso di 240bps a fine 2024 YoY, sostenuto dall'ottimo primo semestre gia' concluso, ad una graduale prudente crescita di 10-20 bps per anno fino al 2028. Questo grazie alla storica capacita aziendale di far crescere in maniera meno proporzionale i costi rispetto ai ricavi unita alla buona serescita attesa su Seeweb (47% EBITDA margin) e su societa' quali Connesi in Italia (25% EBITDA margin) e Webtasy in Slovenia (28% EBITDA margin), storicamente ben marginate.

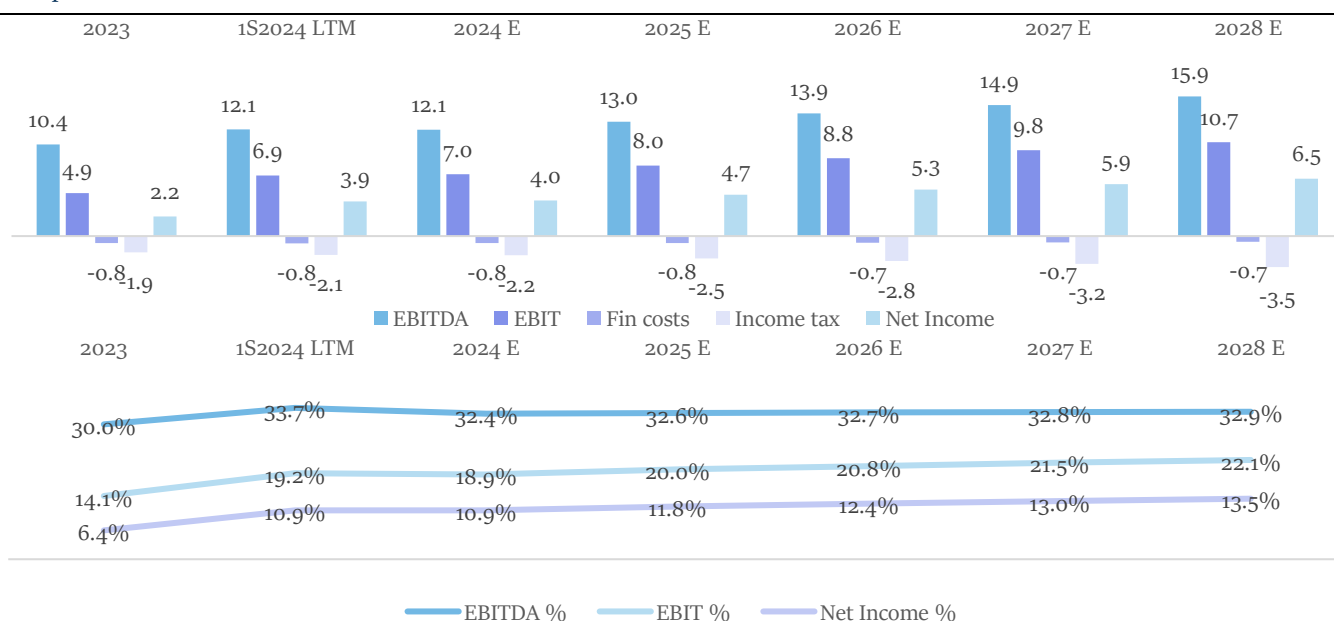
Group's



Souce: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Gli ammortamenti nel primo semestre 2024 hanno mostrato una flessione del 10% YoY, in linea con un leggero calo degli investimenti capex in hw in leasing (-17% YoY), il che ha beneficiato sull'EBIT margin e sul risultato netto. Riteniamo che la societa' necessiti, al fine di sostenere la crescita prudente ipotizzata, un capex compreso tra 13% e 11% dei Ricavi, pari a circa 4.6m-5.5.m annui e cio', unito alla generazione di cassa e quindi al calo dei costi finanziari, possa permettere ad EBIT margin e Net Result margin di crescere tra 50-100bps annui tra 2024 e 2028.

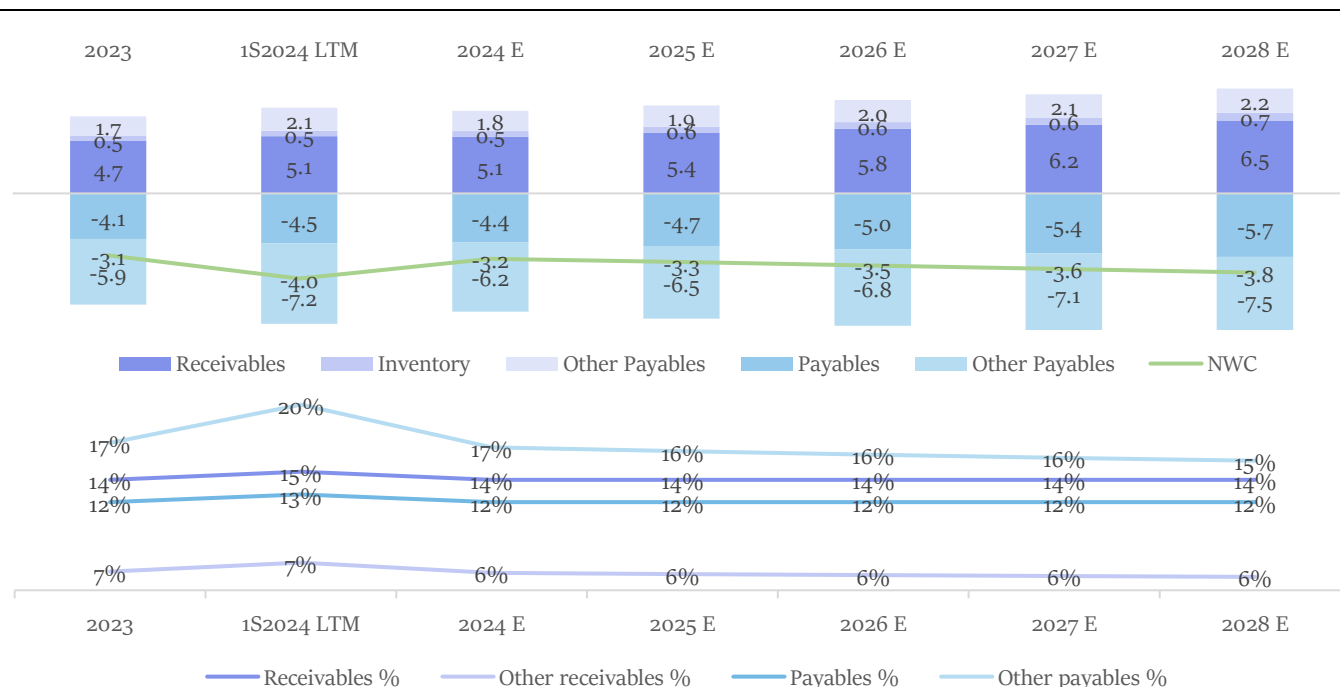
Group's



Souce: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Per quanto riguarda la gestione di capitale circolante anche qui ci attendiamo una sostanziale continuit  dei livelli mostrati negli scorsi anni, con un leggero grado di prudenza. La societ  riceve alcuni dei pagamenti per i servizi offerti in anticipo, per tale ragione la voce ratei e risconti passivi cresce proporzionalmente con la crescita dei ricavi (17% circa), un livello di circa 300bps superiore rispetto ai crediti commerciali in rapporto alle vendite. Prudenzialmente addiamo calmierato questo effetto nei prossimi 5 anni, pur restando convinti che la dinamica di capitale circolante possa continuare a beneficiare alla generazione di cassa societaria.

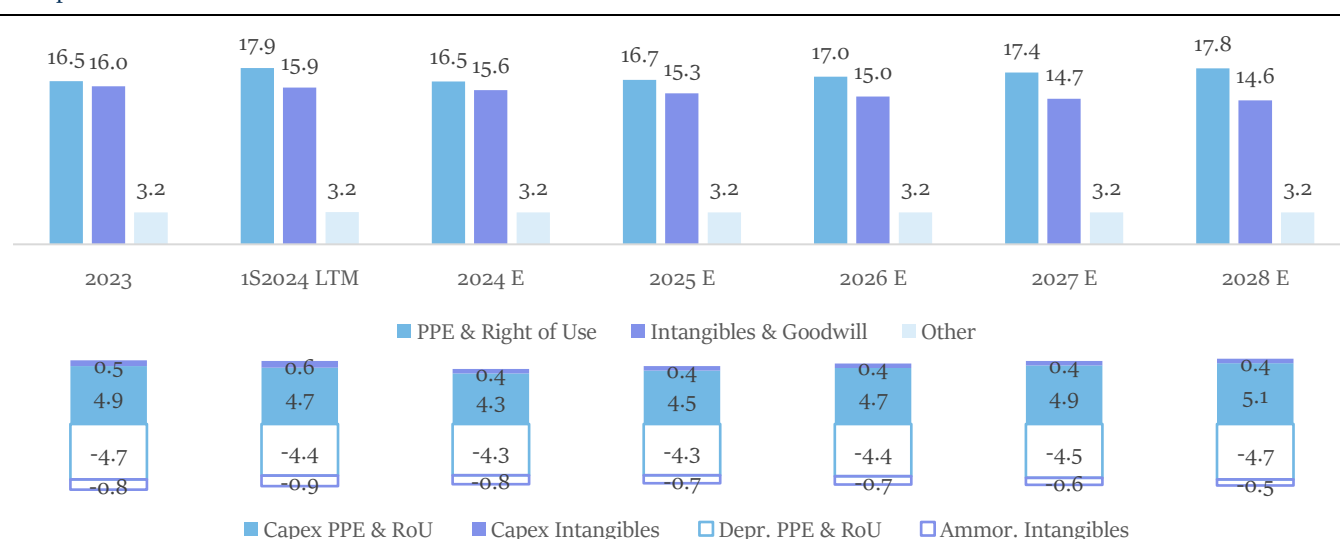
Group's



Souce: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Come anticipato in precedenza il livello di investimenti capex e' in calo, cosi come gli ammortamenti. Riteniamo pero' che la societ  abbia raggiunto una dimensione critica tale da permettersi di poter crescere anche investendo meno. Tutto sommato riteniamo che gli ammortamenti e gli investimenti capex sia in attivita' immateriali che materiali possano mantenersi all'incirca sullo stesso livello (circa €5m) per sostenere la crescita attesa nei prossimi anni. Il totale di asset non correnti quindi riteniamo possa rimanere nell'intorno di €32-33m fino al 2028. In caso in cui l'azienda ricevesse molta domanda nel segmento GPU as a service, legato al training di modelli di intelligenza artificiale, riteniamo sia possibile che nei prossimi anni l'azienda investa maggiormente per la fornitura di ulteriore hardware di supporto.

Group's



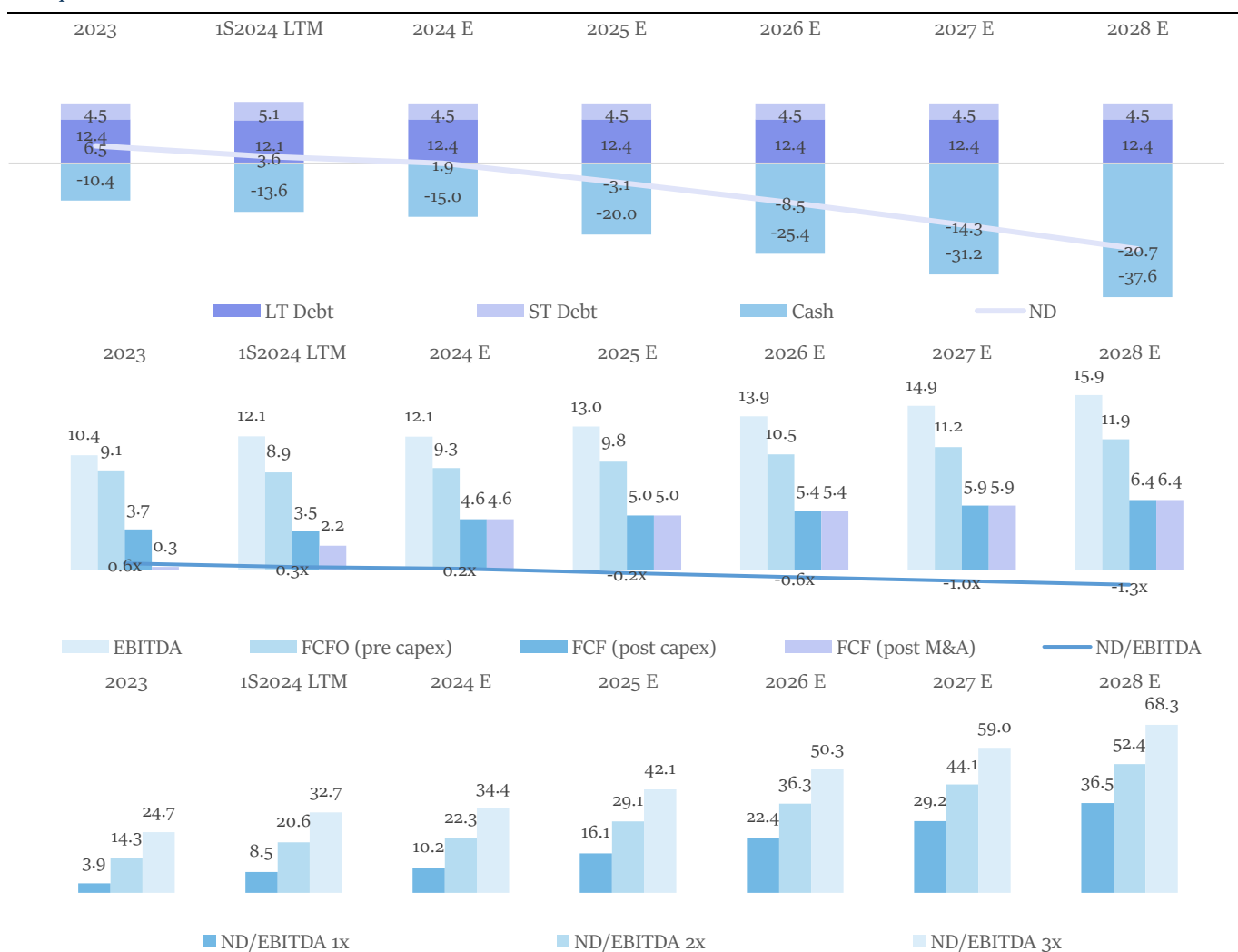
Souce: DHH SpA & TP ICAP Midcap

La società negli ultimi 3 anni (2021-2023) ha mantenuto una conversione dell'EBITDA in FCF (pre M&A) del 45%, un ottimo indicatore, per una cassa annuale generata pari a €3.6m. Allo stesso tempo la società ha investito molto in M&A ed acquisizioni partecipazioni finanziarie, per tale ragione la società post M&A ha assorbito nel corso dello stesso periodo circa -1.2m per anno. Non ipotizzando alcuna operazione di M&A nei prossimi anni e' nroamel che le nostre aspettative di crescita organica siano piu' contenute del 31.2% di CAGR mostrato tra 2021 e 2023, di cui 10.7% solo organico, noi ci posizioniamo prudenzialmente su 6.9% CAGR 2023-2028. Allo stesso tempo non prevedendo investimenti di M&A riteniamo che la generazione di cassa possa gradualmente beneficiare la posizione finanziaria netta di gruppo nei prossimi anni e che a partire da fine dicembre 2025 la tesoreria possa superare le passività finanziarie di oltre €3m. Il dato relativo alla tesoreria netta, e cumulativamente ed in assenza di M&A e capex straordinari, crescerebbe a quasi €21m a fine 2028, lasciando di fatto copioso spazio all'eventuale distribuzione di dividendi, investimenti in capex straordinari o attività di M&A.

Se da un lato consideriamo il fatto che la società abbia mantenuto un rapporto DN/EBITDA storicamente al di sotto di 1x una scelta strategica di successo per questi ultimi anni caratterizzati da tassi di interesse elevati, questo non significa che la società non abbia potenzialmente la possibilità di spingere il proprio leverage (DN/EBITDA) al di sopra di questa soglia, considerando che nel mercato di riferimento ci sono competitor quali WiiT SpA, che hanno mantenuto lo stesso valore al di sopra di 4x nello stesso periodo di riferimento. Per tale ragione abbiamo effettuato una simulazione a tre scenari per mostrare quando la società potrebbe investire cumulativamente fino al 2028, in base alle nostre stime prudenti, ed a seconda del fatto che scelga di mantenere un livello di indebitamento DN/EBITDA almeno inferiore al limite storico (1x), il piu' realistico in base alla strategia aziendale, oppure in caso decida di aumentare questo valore a 2x o 3x adottando una politica di investimento in Capexo o M&A piu' aggressiva.

In caso in cui la società volesse mantenere il rapporto DN/EBITDA al di sotto di 1x potrebbero investire fino a 10.2m gi anel 2024 e fino a 36.5m fino al 2028. Con un apolitica di leveraging piu' aggressiva (3x) potrebbero spendere fino a 34.4m gia nel 2024 e fino a 68.3m ebto il 2028. Si sottolinea che questi calcoli non tengono conto del potenziale EBITDA aggiuntivo generato dalle stesse società acquisite, che potrebbero agevolare un livello di spesa ancora maggiore, potenzialmente spinto ulteriormente da eventuali sinergie.

Group's



Source: DHH SpA & TP ICAP Midcap

Valutazione d'Azienda

Per determinare il valore intrinseco di DHH SpA è stata applicata una metodologia di attualizzazione dei flussi di cassa DCF (con un peso del 60%) e, a supporto del risultato, è stato utilizzato un modello secondario di valutazione relativa (con un peso del 40%) basato su tredici società comparabili, prevalentemente Americane ed Europee. Il modello di valutazione relativa si fonda sui multipli EV/EBITDA (ponderato al 10%), EV/EBIT (ponderato al 10%) ed EV/FCF (ponderato al 10%).

La valutazione non considera potenziali future operazioni di M&A, ma esclusivamente la crescita organica attesa con un elevato grado di prudenza. Ricordiamo che la società dispone di un rapporto DN/EBITDA prossimo allo zero e, pertanto, una maggiore leva finanziaria, che permette attualmente di controllare gli oneri, potrebbe modificare le stime future.

Metodo DCF

Per sviluppare il modello DCF, sono state implementate le seguenti ipotesi:

Margine EBITDA normalizzato al 32.9% della VoP a partire dal 2028E;

Il rapporto capex/VoP diminuisce progressivamente dal 13.3% medio (2021-2023) fino al 4.5% del VoP nel 2033;

Il rapporto NWC/VoP resta stabile tra il -9% storico ed il -7.8% nel 2033.

L'Aliquota d'imposta sul reddito delle società fissa al 27.9%.

Tasso di attualizzazione

Tasso privo di rischio del 3.6% (BTP italiano a 10 anni, media dei valori degli ultimi tre mesi);

Premio per il rischio azionario del 6.8% (Fonte: sito web di Damodaran);

Beta leverato di 1.0x;

Tasso di crescita a lungo termine (g) del 2.5%;

Un costo del capitale proprio del 8.9% per una ponderazione del capitale proprio del 80%;

Costo del debito del 2.5% per una ponderazione del capitale di debito del 20%;

Un valore WACC del 8.8%.

Calcolo del Beta

	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

Source: Factset & TP ICAP Midcap

Modello Discounted Cash Flow

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 & Amortisation	(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

Riassunto della valutazione DCF e sensibilit  al cambiamento di WACC e g rate

Souce: TP ICAP Midcap

Terminal Value Calculation:		WACC CALCULATION	
Perpetuity Growth Rate	2.5%	Risk-free rate (BTP 6 Months)	3.6%
Terminal Year Free Cash Flow	12.1	Specific risk premium	0.00%
Terminal Value	197.4	Beta	1.0 x
TV as a % of EV	62%	Equity premium	6.8%
Discount Factor	46%	Cost of equity	10.4%
NPV of Terminal Value	91.3		
Cumulative NPV of Free Cash Flow	55.3	Interest rate	3.5%
NPV of Terminal Value	91.3	Tax rate	27.9%
Enterprise Value	146.6	Cost of debt (after tax)	2.5%
Less : Bridge	1.9		
Equity Value	144.7		
Shares Outstanding (fully diluted)	4.8	% equity	80.0%
Price Per Share	30.2	% debt	20.0%
Potential upside	22.7%	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 e descrizione delle comparabili selezionate (Source: Factset & web)

	Microsoft è una delle principali aziende tecnologiche globali, nota per il sistema operativo Windows e la suite Office. La sua piattaforma cloud, Azure, offre servizi avanzati di calcolo, archiviazione e intelligenza artificiale, ed è al centro della strategia di espansione dell'azienda nei settori del cloud computing e dell'innovazione digitale.
	Google è una delle aziende tecnologiche leader al mondo, conosciuta per il motore di ricerca omonimo e il sistema operativo Android. La sua piattaforma cloud, Google Cloud, offre soluzioni di calcolo, archiviazione e intelligenza artificiale, supportando aziende nella trasformazione digitale.
	Amazon è un'azienda globale leader nell'e-commerce e nei servizi tecnologici, nota per la sua vasta piattaforma di vendita online. Con Amazon Web Services (AWS), fornisce soluzioni cloud avanzate di calcolo, archiviazione e intelligenza artificiale, diventando un punto di riferimento per aziende di ogni settore nella trasformazione digitale e nella gestione dell'infrastruttura IT.
	IBM è una storica azienda tecnologica globale, riconosciuta per le sue soluzioni hardware e software aziendali. Con IBM Cloud, offre servizi cloud avanzati, intelligenza artificiale e computing quantistico, supportando le imprese nella trasformazione digitale e competendo in particolare nei settori del cloud ibrido e della sicurezza.
	Alibaba è un gigante tecnologico cinese, noto per il suo marketplace online e i servizi di e-commerce. Con Alibaba Cloud, fornisce soluzioni cloud di calcolo, archiviazione e intelligenza artificiale, supportando aziende asiatiche e internazionali nella digitalizzazione.
	GoDaddy è un'azienda leader nei servizi di web hosting e registrazione di domini. Offre una piattaforma cloud semplice e accessibile per la creazione e gestione di siti web, indirizzata principalmente a piccole imprese e utenti privati che desiderano una presenza online affidabile e personalizzabile.
 EQUINIX	Equinix è una delle principali aziende globali di infrastrutture digitali, specializzata in data center e interconnessioni di rete. Fornisce soluzioni per connettere aziende a partner e clienti attraverso una piattaforma globale di colocation e servizi cloud ibridi, supportando la trasformazione digitale di imprese in vari settori.
	IONOS è un provider europeo leader nei servizi di web hosting, registrazione domini e soluzioni cloud. Offre una piattaforma versatile per aziende e privati, fornendo hosting, cloud server e strumenti di gestione online per supportare la presenza e la crescita digitale.
 THE PREMIUM CLOUD	WIIT è un provider italiano e tedesco di servizi ICT, specializzato in soluzioni di private cloud computing, data center e connettività. Offre servizi personalizzati per aziende, garantendo infrastrutture sicure e scalabili che supportano la trasformazione digitale e l'ottimizzazione dei processi aziendali.
 OVHcloud	OVH è un provider europeo di servizi cloud e web hosting, noto per la sua ampia gamma di soluzioni tra cui server dedicati, VPS e hosting condiviso. Offre infrastrutture scalabili e sicure, supportando aziende di tutte le dimensioni nella digitalizzazione e nella gestione delle loro risorse IT.
	DigitalOcean è un provider di cloud computing specializzato in soluzioni di hosting per sviluppatori e piccole e medie imprese. Offre servizi scalabili e facili da utilizzare, tra cui droplet, database gestiti e Kubernetes, permettendo agli utenti di implementare e gestire applicazioni web efficientemente.
 E2E Networks	E2E Networks è un provider indiano di servizi cloud e infrastrutture IT, specializzato in soluzioni di hosting scalabili e personalizzabili. Offre una gamma di servizi, tra cui server dedicati, cloud computing e gestione delle prestazioni, supportando le aziende nella loro trasformazione digitale e nella gestione delle risorse IT.
 cyber_Folks™	Cyber Folks è un provider di servizi IT Polacco che offre soluzioni di web hosting, registrazione di domini e gestione della sicurezza online. Si rivolge principalmente a piccole e medie imprese, fornendo infrastrutture scalabili e sicure per supportare la presenza digitale e garantire la protezione dei dati.
	Beeks è un fornitore di servizi di hosting e infrastrutture cloud specializzato in soluzioni per il trading ad alta frequenza e per aziende del settore finanziario. Offre servizi di colocation, connettività e cloud computing, garantendo prestazioni elevate e bassa latenza per supportare le esigenze di trading e analisi dati dei suoi clienti.

Valutazione Relativa

La valutazione relativa tramite i multipli EV/EBITDA porta a un valore di 30.3 €/azione, con un potenziale di crescita del 23.1%, al quale abbiamo attribuito un peso del 10%. La valutazione relativa tramite il multiplo EV/EBIT conduce a un valore di 31.8 €/azione, con un potenziale di apprezzamento del 29.5%, al quale abbiamo attribuito un peso del 10%. La valutazione relativa tramite il multiplo EV/FCF conduce a un valore di 28.8 €/azione, con un potenziale di apprezzamento del 17%, al quale abbiamo attribuito un peso del 10%. Sottolineiamo che è stata applicata una sconto del 15% al multiplo mediano poiché l'Italia è considerata un paese più rischioso rispetto alle comparabili, DHH risulta piu' piccola delle comparabili ed il suo titolo meno liquido delle comparabili.

La valutazione relativa conduce a un obiettivo di prezzo medio di 30.2€.

Riassunto della valorizzazione Relativa

Company Name	Country	Market Value (m)		EV/EBITDA			EV/EBIT			EV/FCF		
		Equity	EV	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Microsoft	United States	2,925,473	2,955,787	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	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	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	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	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	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	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	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	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	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	11.9 x	10.1 x	8.9 x	14.8 x	12.1 x	11.1 x			
beeks ed	United Kingdom	217	223	13.0 x	11.4 x	11.4 x	30.5 x	25.9 x	25.9 x			
DHH	Italy	120	123	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				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				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				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

In conclusione, la nostra valutazione, basata per il 70% sul DCF e per il 30% sui multipli, porta a un valore intrinseco dell'azione di 30.2€, il che implica un potenziale di crescita del 22.9%.

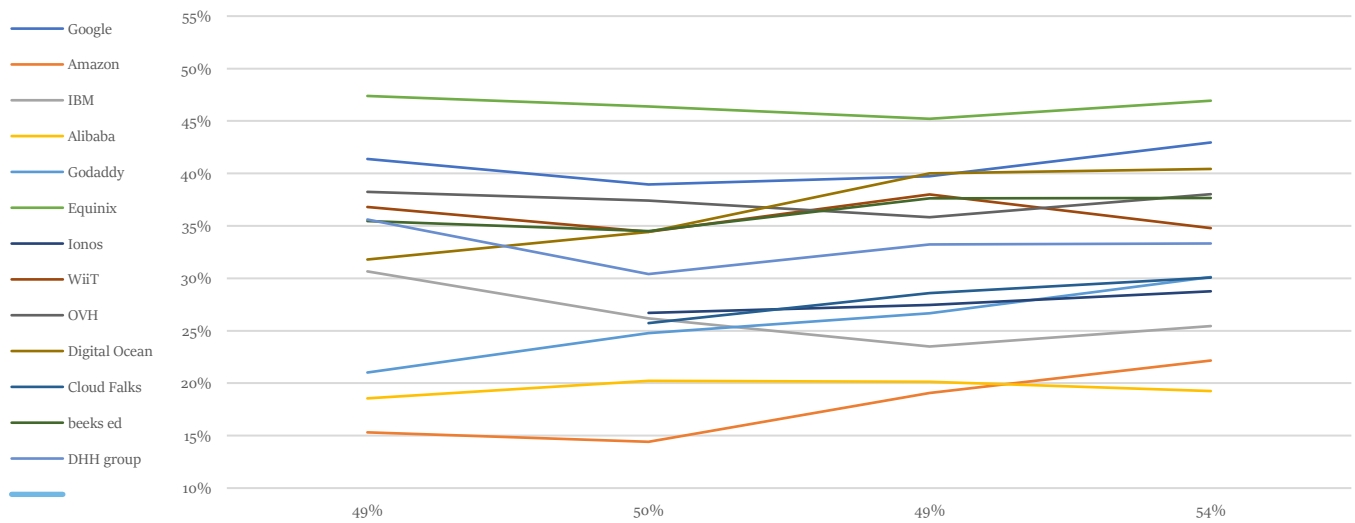
Riassunto della valorizzazione Relativa

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%		

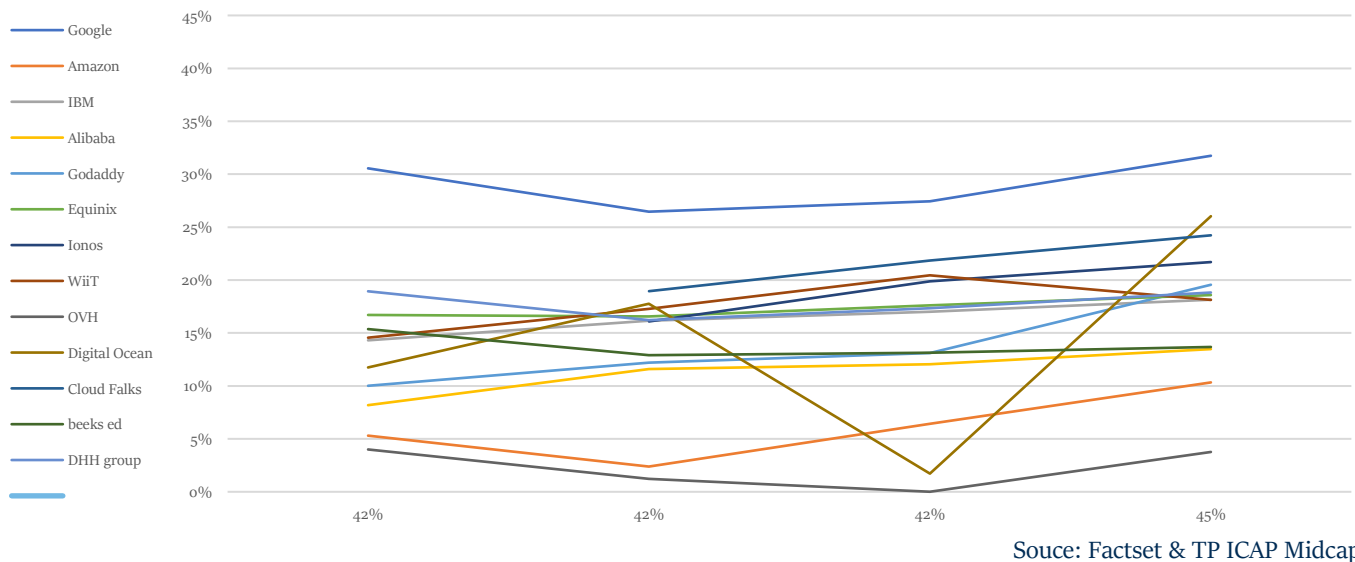
Souce: Factset & TP ICAP Midcap

Annexe

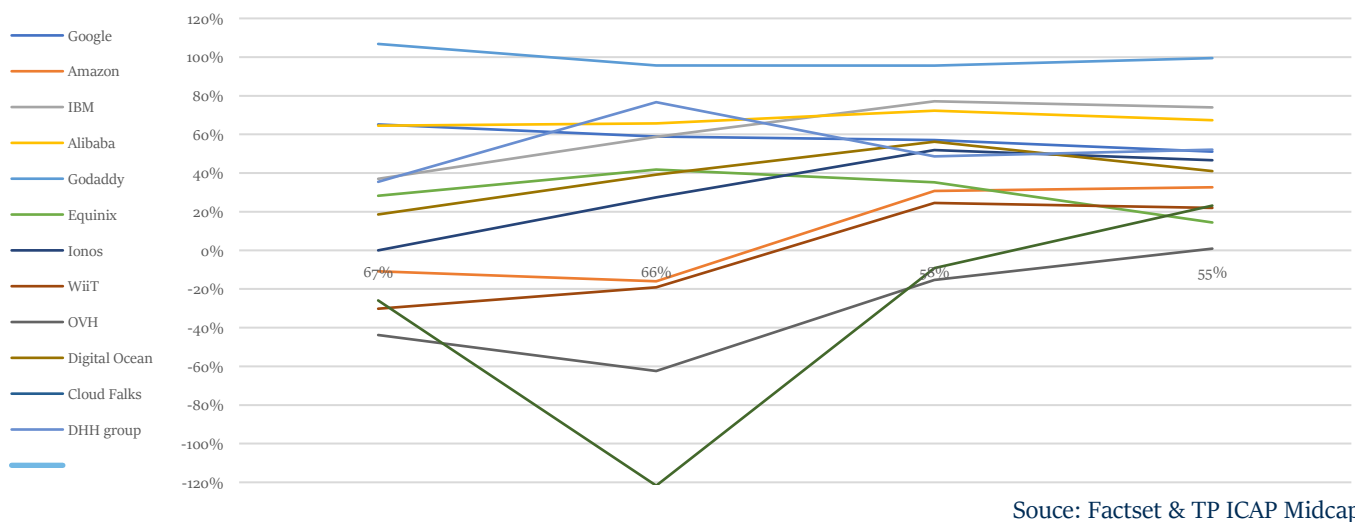
EBITDA margin dynamics of all competitors vs DHH (2021-2024E)



EBIT margin dynamics of all competitors vs DHH (2021-2024E)



FCF/EBITDA dynamics of all competitors vs DHH (2021-2024E)



EBITDA margin, EBIT margin and FCF/EBITDA per competitor vs 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

Income Statement	12/21	12/22	12/23	12/24e	12/25e	12/26e
Sales	19.6	28.6	33.7	36.3	38.9	41.5
Changes (%)	na	46.4	17.7	7.6	7.2	6.7
Gross profit	18.6	26.8	31.7	34.1	36.5	38.9
% of Sales	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
% of Sales	35.5	25.8	30.9	33.4	33.5	33.6
Current operating profit	3.7	3.1	5.1	7.2	8.2	9.0
% of Sales	18.7	10.8	15.1	19.8	21.0	21.7
Non-recurring items	-0.1	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2
EBIT	3.6	2.8	4.9	7.0	8.0	8.8
Net financial result	-0.2	-0.4	-0.8	-0.8	-0.8	-0.7
Income Tax	-0.3	-1.5	-1.9	-2.2	-2.5	-2.8
Tax rate (%)	-7.9	-62.7	-45.4	-35.0	-35.0	-35.0
Net profit, group share	3.2	0.7	2.2	4.0	4.7	5.3
EPS	0.66	0.18	0.46	0.85	0.98	1.10
Financial Statement	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
Tangible and intangible assets	6.8	16.3	17.3	17.3	17.4	17.5
Right of Use	5.1	4.9	4.8	4.5	4.4	4.5
Financial assets	0.8	2.0	1.7	1.7	1.7	1.7
Working capital	-1.3	-2.4	-2.9	-3.0	-3.1	-3.3
Other Assets	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
Assets	22.6	32.8	32.9	32.3	32.0	31.9
Shareholders equity group	19.3	22.0	23.1	27.1	31.8	37.1
Minorities	0.6	2.1	0.6	0.6	0.6	0.6
LT & ST provisions and others	0.5	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
Net debt	1.2	6.3	6.7	2.1	-2.9	-8.3
Other liabilities	0.9	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
Liabilities	22.6	32.8	32.9	32.3	32.0	31.9
Net debt excl. IFRS 16	1.2	6.3	6.7	2.1	-2.9	-8.3
Gearing net	0.1	0.3	0.3	0.1	-0.1	-0.2
Leverage	0.2	0.8	0.6	0.2	-0.2	-0.6
Cash flow statement	12/21	12/22	12/23	12/24e	12/25e	12/26e
CF after elimination of net borrowing costs and taxes	6.5	7.2	8.9	9.1	9.7	10.4
ΔWCR	-0.7	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
Operating cash flow	5.7	7.4	9.1	9.3	9.8	10.5
Net capex	-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
Acquisitions/Disposals of subsidiaries	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other investments	-4.0	-6.3	-3.4	0.0	0.0	0.0
Change in borrowings	2.1	1.3	0.1	0.0	0.0	0.0
Dividends paid	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Repayment of leasing debt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Equity Transaction	-0.3	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Others	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in net cash over the year	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

Analyst certifications

This research report (the “Report”) has been approved by Midcap, a business division of TP ICAP (Europe) SA (“Midcap”), an Investment Services Provider authorised and regulated by the Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (“ACPR”). By issuing this Report, each Midcap analyst and associate whose name appears within this Report hereby certifies that (i) the recommendations and opinions expressed in the Report accurately reflect the research analyst’s and associate’s personal views about any and all of the subject securities or issuers discussed herein and (ii) no part of the research analyst’s or associate’s compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed by the research analyst or associate in the Report.

Methodology

This Report may mention evaluation methods defined as follows:

1. DCF method: discounting of future cash flows generated by the company's operations. Cash flows are determined by the analyst's financial forecasts and models. The discount rate used corresponds to the weighted average cost of capital, which is defined as the weighted average cost of the company's debt and the theoretical cost of its equity as estimated by the analyst.
2. Comparable method: application of market valuation multiples or those observed in recent transactions. These multiples can be used as references and applied to the company's financial aggregates to deduce its valuation. The sample is selected by the analyst based on the characteristics of the company (size, growth, profitability, etc.). The analyst may also apply a premium/discount depending on his perception of the company's characteristics.
3. Assets and liabilities method: estimate of the value of equity capital based on revalued assets adjusted for the value of the debt.
4. Discounted dividend method: discounting of estimated future dividend flows. The discount rate used is generally the cost of capital.
5. Sum of the parts: this method consists of estimating the various activities of a company using the most appropriate valuation method for each of them, then realizing the sum of the parts.

Conflict of Interests between TP ICAP Midcap and Issuer

No conflict of Interests between TP ICAP Midcap and the Issuer

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



Distribution of Investment Ratings

Rating	Recommendation Universe*	Portion of these provided with investment banking services**
Buy	80%	64%
Hold	15%	64%
Sell	3%	40%
Under review	2%	100%

Midcap employs a rating system based on the following:

Buy: Expected to outperform the markets by 10% or more over a 6 to 12 months horizon.

Hold: expected performance between -10% and +10% compared to the market over a 6 to 12 months horizon.

Sell: Stock is expected underperform the markets by 10% or more over a 6 to 12 months horizon.

The history of ratings and target prices for the Issuers covered in this report are available on request at <https://researchtpicap.midcapp.com/en/disclaimer>.

General Disclaimer

This Report is confidential and is for the benefit and internal use of the selected recipients only. No part of it may be reproduced, distributed, or transmitted without the prior written consent of Midcap

This Report is published for information purposes only and does not constitute a solicitation or an offer to buy or sell any of the securities mentioned herein. The information contained in this Report has been obtained from sources believed to be reliable and public, Midcap makes no representation as to its accuracy or completeness. The reference prices used in this Report are closing prices of the day before the publication unless otherwise stated. All opinions expressed in this Report reflect our judgement at the date of the documents and are subject to change without notice. The securities discussed in this Report may not be suitable for all investors and are not intended to recommend specific securities, financial instruments, or strategies to particular clients. Investors should make their own investment decisions based on their financial situation and investment objectives. The value of the income from your investment may vary due to changes in interest rates, changes in the financial and operating conditions of companies and other factors. Investors should be aware that the market price of the securities discussed in this Report may be volatile. Due to the risk and volatility of the industry, the company, and the market in general, at the current price of the securities, our investment rating may not correspond to the stated price target. Additional information regarding the securities mentioned in this Report is available on request.

This Report is not intended for distribution or use by any entity who is a citizen or resident of, or an entity located in any locality, territory, state, country, or other jurisdiction where such distribution, publication, availability, or use would be contrary to or limited by law or regulation. Entity or entities in possession of this Report must inform themselves about and comply with any such restrictions, including MIFID II. This Report is only intended for persons who are Eligible Counterparties or Professional Clients within the meaning of MIFID II regulation. It is not intended to be distributed or passed on, directly or indirectly, to any other class of persons. The Report is subject to restricted circulation. The research was conducted in accordance with the provisions of the Charter of good practices for sponsored research. Midcap has adopted effective administrative and organizational arrangements, including "information barriers", to prevent and avoid conflicts of interest regarding investment recommendations. The remuneration of financial analysts who participate in the preparation of the recommendation is not linked to the corporate finance activity.