

ALLEGATO • D • ALL'ATTO N. 5462/4433 DIREP.



Perizia del valore di DATATRICS BV

PERITO Dott.ssa RACHAEL OLUWABUNMI

La Perizia è effettuata ai sensi e per gli effetti dell'art. 2343-ter, comma 2 lettera b) del Codice Civile alla data del 30 giugno 2018

16/10/2018

[Handwritten signature]

Rachael Oluwabunmi

Perizia del valore di DATATRICS BV ex art. 2343-ter,
comma 2 lettera b) del Codice Civile
alla data del 30 giugno 2018

La sottoscritta Dott.ssa RACHAEL OLUWABUNMI , nata a Akure - Nigeria il 07/12/1978, Codice Fiscale LWBRHL78T47Z335X, iscritta all'Ordine Dottori Commercialisti e degli esperti contabili di Cremona al n. 270, con Studio in Gerre De Caprioli (CR) - Via Roma n. 42 -

SI ONORA

di presentare la seguente perizia ai sensi e per gli effetti dell'art. 2343 ter c.c. lettera b).

D I C H I A R A

di essere soggetto indipendente da chi effettua il conferimento, dalla società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla società medesima.

Finalità ed oggetto dell'incarico della perizia

In data 19 settembre 2018, Mailup spa e gli azionisti di Datatrics B.V. hanno sottoscritto un accordo avente all'oggetto l'acquisto da parte di Mailup spa del 100% del capitale della stessa Datatrics B.V.

Nell'ambito dell'accordo è previsto che il corrispettivo dell'operazione sia sottoscritto con nuove azioni Mailup spa da



Handwritten signature of Rachael Oluwabunmi, dated 15/7/2018.

Handwritten signature of Kello Kufediri.

emetterli a fronte del conferimento in natura del 40,94% del capitale sociale di Datatrics BV.

Sempre in base all'accordo, e secondo la procedura semplificata prevista dall'art. 2343-ter comma 2 lettera b) del Codice Civile, Datatrics B.V. ha nominato la sottoscritta quale esperto indipendente per la predisposizione di una relazione di stima delle quote oggetto di conferimento.

La disposizione di legge prima richiamata, prevede, per l'aumento di capitale mediante conferimento di beni in natura, nell'ambito delle società per azioni, l'esenzione dalla presentazione della relazione giurata ai sensi dell'art. 2343 c.c. I° comma nel caso in cui il valore del conferimento corrisponda al «valore risultante da una valutazione riferita ad una data precedente di non oltre sei mesi il conferimento e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento, a condizione che provenga da un esperto indipendente da chi effettua il conferimento e dalla società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla società medesima e dotato di adeguata e comprovata professionalità».

La presente relazione è predisposta tenendo in considerazione la struttura complessiva dell'operazione e la finalità generale che il disposto di legge intende perseguire, ovvero quella di evitare che, attraverso una sopravvalutazione dei beni conferiti in natura, il



[Handwritten signature]

[Handwritten signature]

[Handwritten mark]

patrimonio della società conferitaria risulti artificiosamente alterato.

Con riferimento a tale finalità ed in analogia a quanto previsto dagli articoli 2343 e 2465 del Codice Civile, la presente relazione oltre a stimare il valore delle azioni Datatrix B.V. oggetto di conferimento, attesta che tale valore è almeno pari a quello ad esse attribuito ai fini della determinazione dell'aumento del Capitale Sociale di Mailup spa e dell'eventuale sovrapprezzo delle azioni emesse a fronte dell'apporto.

Per l'espletamento dell'incarico il sottoscritto perito ha condotto la stima in base ai criteri di seguito descritti, giungendo alle conclusioni illustrate nella presente perizia.

Al riguardo si precisa che per valore economico o valore del capitale economico si intende il valore intrinseco, ossia il valore che, in normali condizioni, può essere attribuito al bene oggetto di stima, prescindendo dalle caratteristiche delle parti interessate alla negoziazione, dalla forza contrattuale che esse esprimono, dagli specifici interessi perseguiti e da eventuali negoziazioni fra le stesse intervenute.

Tale valore potrebbe pertanto differire sia dal "valore soggettivo" che dal "prezzo", laddove il primo rappresenta un valore calcolato nella prospettiva dell'utilità derivante dall'acquisizione per una specifica parte, mentre il secondo riflette, oltre che considerazioni legate a fattori soggettivi delle parti in causa,



Handwritten signature of the auditor, likely Gianfranco...

Handwritten signature of the auditor, likely Matteo...

Small handwritten mark or signature at the bottom right corner.

fenomeni di carattere contingente legati allo stato della domanda e dell'offerta della specifica attività commerciale.

Scopo della perizia è quindi quello di individuare il valore effettivo del Patrimonio netto sociale alla data di riferimento del 30 giugno 2018 di DATATRICS BV al fine della determinazione dell'aumento del capitale sociale di Mail Up spa a seguito del conferimento da parte dei soci della stessa Datatrics spa .

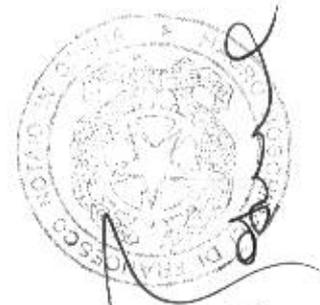
Data di riferimento

La data di riferimento della presente valutazione è il 30 giugno 2018. Le assunzioni effettuate nel prosieguo del lavoro, così come l'utilizzo di parametri e grandezze di riferimento, sono state quindi rapportate alla data sopra indicata.

Rispetto a tale data la normativa applicabile stabilisce i limiti temporali entro i quali i risultati della presente stima potranno essere utilizzati da Mailup spa qualora si desse effettiva esecuzione alla prospettata operazione di conferimento.

Documentazione utilizzata

La valutazione è stata effettuata utilizzando i seguenti documenti:
- verbale del Consiglio di Amministrazione di Mailup spa del 13 giugno 2018;
- documento di presentazione della società Datatrics B.V. e del suo modello di Business sviluppato internamente in collaborazione con Brink Partners B.V.;



[Handwritten signature]

[Handwritten signature]

- verbale del Consiglio di Amministrazione di Mailuo spa del 19 settembre 2018;
- bilancio d'esercizio di Datatres B.V. comprensivo di stato patrimoniale e conto economico per gli esercizi 2015, 2016, 2017;
- stato patrimoniale di Datatres B.V. al 30.06.2018;
- analisi per indici al fine di valutare la consistenza patrimoniale e l'andamento economico della società di Datatres B.V. negli anni 2015, 2016 e 2017;
- business plan di Datatres B.V per gli anni 2018/2020 elaborato dalla società in collaborazione con Brink Partners – Corporate Finance
- Project Data – financial and tax due diligence report datato 13 luglio 2018 e predisposto da BDO – Transaction Advisory Services Netherlands.

Ipotesi e limiti dell'incarico

La valutazione è stata sviluppata sulla base delle ipotesi e limitazioni di seguito riportate:

- la continuità dell'attività aziendale e quindi una gestione senza sostanziali mutamenti di direzione e gestione;
- l'utilizzo di valori consuntivi e valori previsionali ritenuti ragionevolmente ipotizzabili;
- l'incarico non prevede lo svolgimento di procedure di revisione contabile, sebbene la società ed i relativi bilanci siano stato



Manzoni, Antonio

Almo, Stefano

R

oggetto di una due diligence fiscale e finanziaria ed i dati ottenuti siano stati oggetto di riscontro laddove questo è stato ritenuto necessario;

- l'incarico non prevede lo svolgimento di verifiche e accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura legale, fiscale, contrattuale, previdenziali, connesse a problematiche non riportate nei documenti contabili utilizzati per la valutazione;

- sono state utilizzate informazioni e documenti economico-finanziari predisposti dalla società e tali documenti sono stati verificati solo per ragionevolezza. La responsabilità sulla qualità e completezza delle informazioni e dei dati in essi contenuti compete alla Società;

- la sussistenza o meno di fatti nuovi e rilevanti, tali da poter modificare sensibilmente il valore attribuito alle quote di Datatrix BV nell'ambito del conferimento, sarà oggetto di verifica da parte degli amministratori di Mailup spa ai sensi dell'art. 2343 quater del Codice Civile, nel termine di 30 giorni dall'iscrizione della delibera di aumento di capitale sociale collegato all'apporto.

Restrizioni all'uso della presente relazione

La presente relazione di valutazione non potrà essere utilizzata per finalità diverse da quelle indicate nel paragrafo "finalità di



Handwritten signature: *Mauro*

Handwritten signature: *Kopjan*

Handwritten signature: *Colle*

valutazione” senza preventiva autorizzazione scritta e nei limiti temporali stabiliti dalla normativa applicabile.

Presentazione della società

Datatrix B.V. è stata fondata nell’Aprile 2012. I primi anni ha svolto soprattutto attività di ricerca e sviluppo. Solo nel 2017, terminata l’attività di progettazione di una propria piattaforma, ha cominciato a dedicarsi alle vendite assumendo personale in quest’ambito.

Datatrix B.V. svolge infatti la propria attività tramite una piattaforma plug and play che aiuta gli operatori a ottenere informazioni commerciali. La piattaforma grazie a algoritmi sviluppati autonomamente e per mezzo dei dati raccolti e dei sistemi collegati può individuare quali clienti sono più commercialmente sensibili, a quali prodotti, in quale giorno e a quale ora, a quale tipo di messaggio o tipo di canale. Datatrix abbina le informazioni dei clienti (CRM, e mail, social ed altro) con altre informazioni (demografiche, tempo, traffico ed altre) e ottiene un profilo dei clienti a 360 gradi. Tutto questo può essere fatto dall’operatore in piena autonomia in modo di non impegnare nuove risorse degli uffici marketing. Questa attività può essere svolta in diversi modi sia mediante una notifica sul sito web sia per mezzo di news letters per i clienti con contenuti dinamici.



Francesco Notario

Adriano Koppen

La società stima che i clienti che utilizzano l'intero processo a disposizione sulla piattaforma possono aumentare i propri risultati di circa il 10-20 percento.

I clienti che hanno utilizzato la piattaforma Datatrics si sono mostrati soddisfatti e hanno ottenuto ottimi risultati.

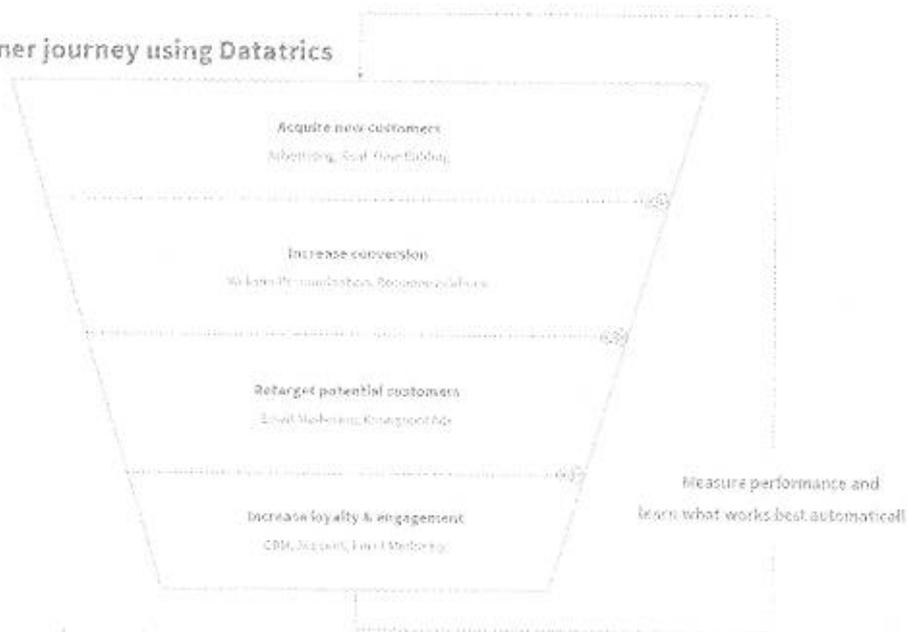
Datatrics alla sua nascita è stata considerata una delle prime 10 start up dell'Olanda e valutata come una delle 5 più interessanti.

E' stata scoperta una nuova modalità per conoscere il consumatore



Mano T. J. J.

The perfect customer journey using Datatrics



Lidke Kaph

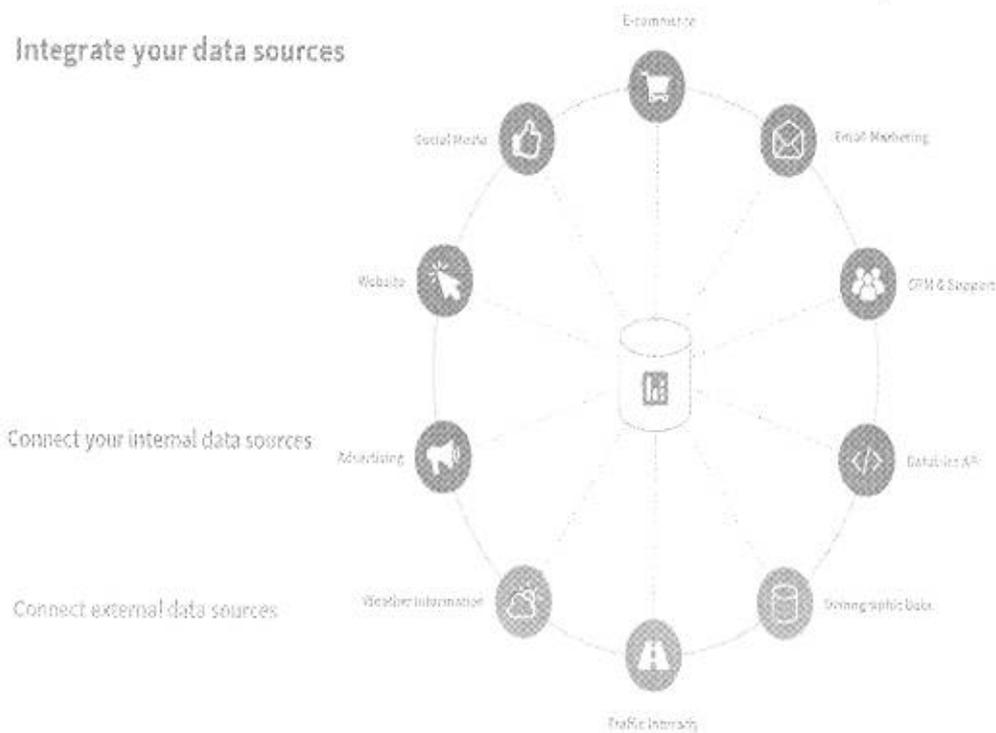




Il grafico a imbuto rappresenta l'evoluzione dell'utilizzo delle informazioni tradizionali ed il nuovo approccio commerciale con l'utilizzo di Database.

Product, Business & Technology

Integrate your data sources



Connect your internal data sources

Connect external data sources

Project Be Relevant - Information Memorandum - Database B.V.

Manenti, Antonio

La tavola evidenzia le possibilità d'integrazione delle diverse risorse informative disponibili.

Kolbe Kopan

Q

Create 360° customer profiles

-  Clicks on advertisement for next reviewed laptop
-  Visits your pages about Apple MacBook
-  Lives in a high income area
-  Signs up for your newsletter
-  Buys an Apple MacBook
-  Likes your page on Facebook
-  Buys when forecast is good

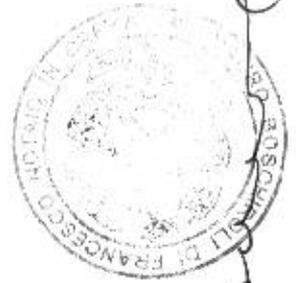
Project Be Research - Amsterdam - Demographic - Data Insights BV

Product, Business & Technology



Name	Barb Jones
Country	The Netherlands
City	Amsterdam, Noord-Holland
Local	Amsterdam, Noord-Holland
Education	University of Amsterdam
Work	Product Manager

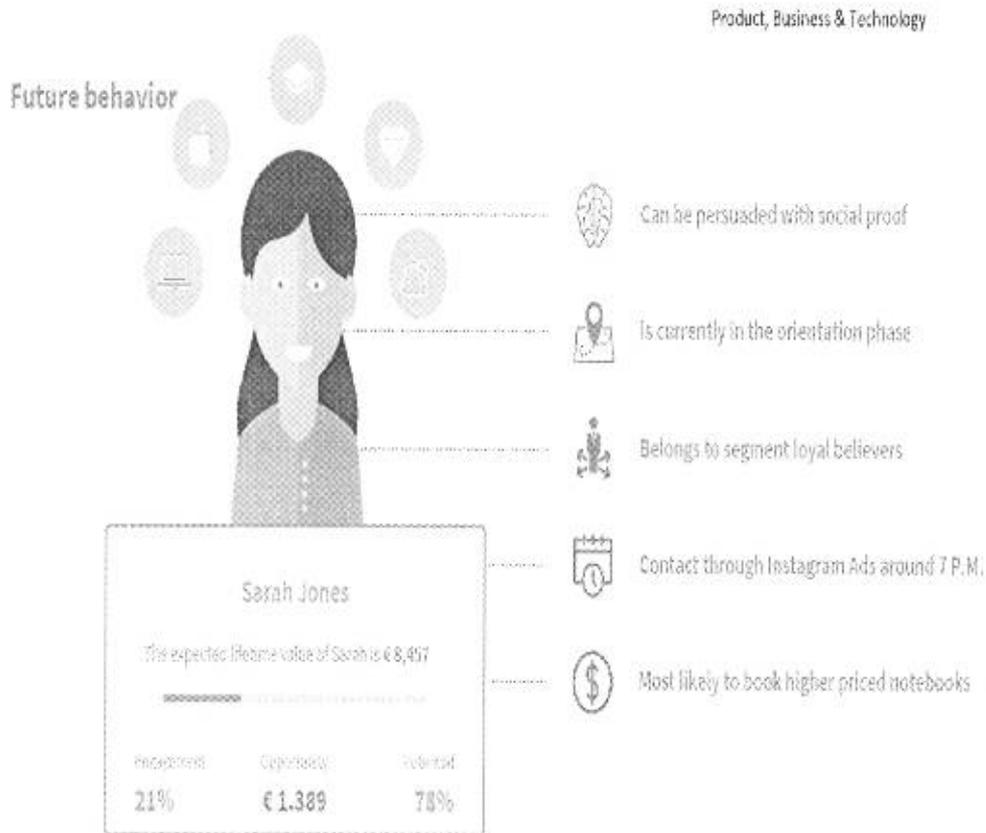
La tavola rappresenta l'elaborazione del profilo a 360° gradi di un consumatore da parte della piattaforma Datastrics.



Handwritten signature: Mout, 1888

Handwritten signature: Kalle Kasper

Handwritten mark: @



Project: De Ruyter - Information Management - Datacris B.V.



Maria T. Jones

La tavola evidenzia l'elaborazione del comportamento futuro di un consumatore da parte della piattaforma Datacris.

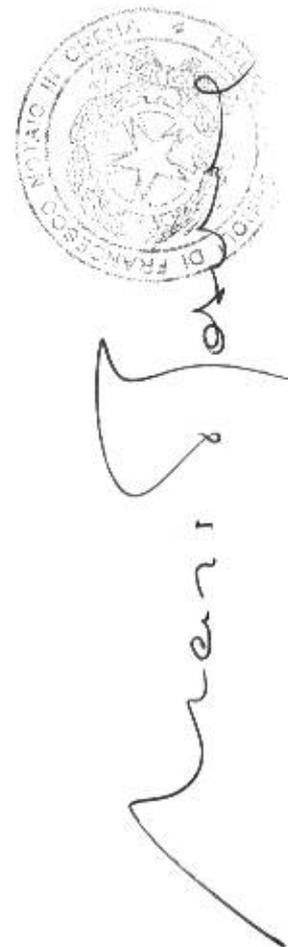
Keller Kopfer

Te

DATATRICS permette l'interazione con oltre 70 operatori internet ed è compatibile con molti strumenti di marketing



Una clientela internazionale usa già DATATRICS



Kolle Kapjean

Kolle

RE

Modello di Business

La società ha due tipologie di ricavi:

- compensi fissi oppure compensi legati ai risultati.

I compensi fissi sono fatturati anticipatamente in ciascun mese, ma, per alcuni clienti maggiori, fatturati trimestralmente o semestralmente con uno sconto di circa il 5%.

I compensi legati ai risultati hanno fatturazione trimestrale posticipata in base alle modalità indicate nella tabella sotto riportata.

Earnings model

Service	# of sessions	Fixed fee	Success based fee
Basic	< 250,000	€500	<ul style="list-style-type: none">• 5- 15% conversion increase +€100• 15 -30% conversion increase +€200• > 30% conversion increase +€300
Intermediate	250,000 - 500,000	€1,200	<ul style="list-style-type: none">• 5- 15% conversion increase +€200• 15 -30% conversion increase +€400• > 30% conversion increase +€600
Advanced	>500,000	> €2,500	<ul style="list-style-type: none">• 5- 15% conversion increase +€400• 15 -30% conversion increase +€800• > 30% conversion increase +€1,200

I clienti maggiori come ad esempio KLM e Spotta hanno scelto una fatturazione anticipata anche dei compensi in base ai risultati;

I compensi in base ai risultati non vengono applicati a quella tipologia di clientela che per il loro business non può ottenere miglioramenti.



Handwritten signature: *Kenne / Papadour*

Small handwritten mark at the bottom right corner.

I clienti che presentano nuova clientela sono incentivati con uno sconto pari al 10% delle provvigioni incassate dal nuovo cliente.

Top customers

€000	FY17	%	YTD18*	%	LTM18	%
Spotta	60	17.8%	20	7.3%	60	11.2%
KLM	-	0.0%	30	10.9%	30	5.6%
Smartphoneboesjes.nl	17	4.9%	10	3.6%	27	5.0%
Promobutler	11	3.4%	12	4.4%	20	3.7%
Knopjedeal.com	2	0.6%	15	5.4%	17	3.2%
Kieskeurig	3	0.9%	14	5.0%	17	3.1%
Brico	11	3.2%	8	3.0%	17	3.1%
Plan-IT	9	2.7%	5	1.7%	13	2.4%
Van der Valk	3	0.9%	9	3.4%	13	2.4%
Themmen	7	2.1%	5	1.7%	10	1.8%
Top 10 customers	123	36.6%	128	46.5%	222	41.6%
Other	170	50.5%	123	44.8%	263	49.3%
Contracted (recurring)	293	87.2%	251	91.3%	485	90.9%
Performance fee	7	2.1%	24	8.6%	31	5.7%
Kickback fee	(6)	-1.9%	(4)	-1.6%	(10)	-1.9%
Other revenue	43	12.7%	4	1.3%	32	6.1%
Reconciliation difference	-	0.0%	1	0.4%	(4)	-0.7%
Total	336	100.0%	275	100.0%	534	100.0%

* Jan18 to Apr18

La tavola rappresenta la ripartizione del fatturato tra i principali clienti

Di seguito vengono elencati gli elementi contraddistintivi della società alla data del 30 giugno 2018 cui si riferisce il valore effettivo peritato:

- Ragione sociale: Datatics spa.
- Forma sociale: Besloten Vennootschap
- Sede Legale: Oldenzaal , Haerstraat 43
- Capitale Sociale pari ad € 1.000,00 suddiviso tra GO Holding BV (67%) e Inbeta Holding (33%). Gli effettivi beneficiari sono il signor Nieland, quale proprietario di Inbeta Holding



Martina

Kolles Kopedam

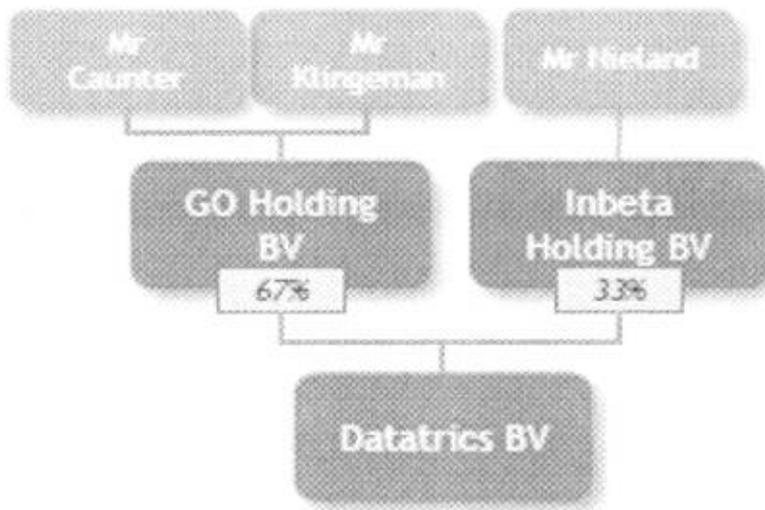
BV e i signori Caunter e Klingeman quali proprietari di GO Holding BV.

Il signor Nieland è anche l'inventore e sviluppatore del software.



Handwritten signature of Onno Scheuten

Legal structure



Amministrazione: la funzione amministrativa finanziaria è affidata al signor Onno Scheuten che è dipendente di Go Holding B.V. Egli dedica circa un giorno alla settimana per Datatrics BV, la quale poi fattura circa euro 1.250,00 mese

La stessa GO Holding BV fattura per funzioni di Human Resources € 750,00 mese e per altre attività € 500,00 mese.

Handwritten signature of Kees Kaper

L'Amministratore delegato è il sig. Nieland, ed ha un compenso lordo di circa 45.000 euro. Gli altri soci non sono attivi in Datatrics BV.

La struttura è adeguata per le attuali dimensioni del Business, ma dovrà essere proporzionata all'incremento previsto.

Presentazione del Mercato

In base all'attività svolta nel corso dei primi mesi il management vede una importante opportunità di crescita soprattutto nel mercato Hotel & Travel e Ecommerce & Retail. Il management considera la dimensione la chiave del successo di Datatrics, così come la facilità d'uso della piattaforma e una possibilità di utilizzo in autonomia. I principali competitors offrono invece piattaforme che richiedono una lunga e costosa implementazione. Nel breve termine questo sarà un grande vantaggio competitivo. La piattaforma ha anche un'estesa gamma di funzionalità e l'utilizzo è offerto ad un prezzo competitivo. Vengono offerti anche servizi di istruzione, live chat, video, ma anche personale a disposizione per l'implementazione e supporto. La semplicità d'uso e di implementazione lascia spazi anche ad una probabile riduzione del prezzo del servizio per l'aumento della competitività del mercato.



Maurizio Nieland

Kolles Kofman

CC

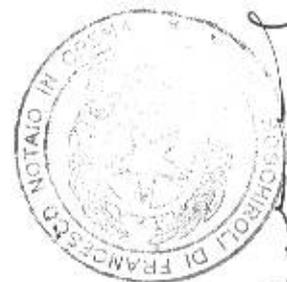
Criteri generali di stima

La valutazione di un'azienda consiste in un processo finalizzato alla stima del suo capitale economico tramite uno o più metodi specifici. Posto che per giungere ad una valutazione del capitale economico d'azienda esistono molteplici metodologie che muovono da presupposti teorici differenti, per stabilire il giusto approccio al tema risulta essenziale chiarire in via preliminare due principi generalmente validi a prescindere dal metodo applicato:

- non esiste una valutazione oggettiva, in quanto la soggettività è implicita nel lavoro del valutatore. Occorre di conseguenza assimilare il concetto che valutare un'azienda equivale a pervenire ad un *range* di valori del suo capitale economico piuttosto che a una stima puntuale dello stesso.

- l'accuratezza dell'attività valutativa (e di conseguenza la bontà dei risultati di tale attività) in generale non è direttamente legata alla complessità dello schema di analisi che si utilizza. In altri termini non è detto che maggiori sono gli input del modello valutativo utilizzato migliore sarà la stima del valore dell'azienda analizzata.

Per ciò che riguarda Datatrix B.V. consta sottolineare che le metodologie tradizionali non vengono utilizzate nel caso di aziende in forte crescita come conseguenza:



Mano

Kelles Kofas

R

- della rilevanza attribuita solo alla *performance* aziendale passata;
- del mancato apprezzamento di elementi che non trovano immediata rappresentazione nelle grandezze rilevanti del bilancio di esercizio;
- dell'assoluta mancanza di riferimenti alla capacità dell'azienda di "generare cassa".

Le principali metodologie valutative applicate nella prassi in caso di aziende in forte crescita sono invece quelle di tipo finanziario (come il DCF o discounted cash flow) e i moltiplicatori di mercato.

Abbiamo condotto la valutazione di Datatrics B.V. sulla base della metodologia del DCF e dei multipli.

Il DCF attribuisce ai fini della valutazione primaria importanza ai flussi finanziari disponibili in futuro.

Le funzioni basate sui flussi si fondano sull'ipotesi che il valore d'azienda è legato alla capacità che il complesso delle risorse organizzate nell'attività produttiva possiede di produrre nuova ricchezza ad iniziare dal momento in cui si compie la valutazione.

Il metodo dei flussi di cassa attualizzati (Dcf) è infatti basato sulla determinazione del valore attuale dei flussi di cassa attesi da una specifica attività. La valutazione basata sui flussi di cassa attualizzati è funzione di tre elementi fondamentali: l'entità del



[Handwritten signature]

[Handwritten signature]

[Handwritten mark]

flusso di cassa, la distribuzione nel tempo dei flussi e il tasso di attualizzazione.

Il metodo dei multipli di mercato è basato sul prezzo di attività comparabili (società quotate appartenenti allo stesso settore), applicato ai dati di bilancio quali fatturato, margine operativo lordo (ebitda), risultato operativo lordo (ebit), utile netto, patrimonio netto, posizione finanziaria netta e cash flow. I multipli rappresentano quindi il rapporto tra prezzo (capitalizzazione) e dati di bilancio. Per esempio vengono utilizzati il rapporto prezzo/utile (p/u o p/e) medio di settore, il prezzo/patrimonio netto. Un altro indicatore utilizzato è l'Ev (enterprise value) che è dato dalla somma della capitalizzazione (numero di azioni per il prezzo unitario) e dell'indebitamento finanziario netto. L'Ev viene rapportato all'ebitda, all'ebit e ai ricavi.

VALUTAZIONE

Al fine di determinare il valore del capitale dell'azienda si sono seguite le seguenti procedure:

- è stato necessario effettuare indagini conoscitive dell'azienda e ricevere adeguate informazioni dal management;
- è stato effettuato l'esame dei bilanci ufficiali per gli esercizi 2015,2016,2017;



Manit, ar...

Koko Kofun

- è stata predisposta un'analisi economica, patrimoniale e finanziaria della società che ha permesso una valutazione del budget predisposto dalla società per gli anni 2018 – 2020;
- si è proceduto alla valutazione della società secondo le metodologie indicate nei successivi punti.
- è stata fondamentale la determinazione dei risultati economici futuri sviluppati nel business plan ossia i dati da inserire nei rispettivi modelli di calcolo.

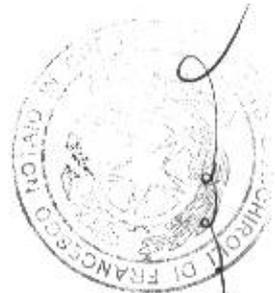
Valutazione in base al DCF

Il valore dell'azienda è determinato in base alla somma dei valori dei flussi di cassa del periodo, scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (WACC) e dal valore finale, corrispondente al valore attuale dei flussi successivi al periodo di previsione analitica, e dalla sottrazione della posizione finanziaria netta.

Per valutare l'azienda si è considerato un periodo di previsione esplicito dal 2018 al 2020.

Si è preso in considerazione uno scenario conservativo che si basa principalmente sulle seguenti assunzioni:

- a) Attualmente il valore medio dei compensi mese per cliente è pari ad € 973,00. Nei calcoli è stato considerato un valore di € 714,00. Dal mese di giugno 2018 è stato considerato l'inizio di una nuova attività nel settore ecommerce e retail;



[Handwritten signature]

[Handwritten signature]

[Handwritten mark]

- b) Incremento medio di 0,58 clienti a settimana nel 2018, di 41,22 nel 2019, 1,39 nel 2020 per il settore tradizionale dell'Hotel & Travel, con una minore crescita nei mesi di luglio ed agosto, ed una stabilizzazione sui valori di crescita dell'aprile 2019 per tutto il 2020, non si ipotizza il lancio in altri Paesi;
- c) Incremento medio di 0,43 clienti a settimana nel 2018, di 1,01 nel 2019, 1,33 nel 2020 per il settore Ecommerce e Retail con una minore crescita nei mesi di luglio ed agosto, ed una stabilizzazione sui valori di crescita del novembre 2019 per tutto il 2020;
- d) Un incremento del costo del lavoro dovuto all'aumento dei dipendenti (10 a fine 2017, 18 a fine 2018, 38 a fine 2019)
- e) Un incremento dei costi mensili per affitto da € 2.000 mensili ad € 3.400.
- f) Un incremento dei costi operativi mensili da € 6.800 ad € 14.282.
- g) Un incremento dei costi mensili per pubblicità da € 1.250 ad € 6.000.
- h) La perdita di clienti è stata calcolata al 2,6% rispetto allo 0,9% effettivo per il 2017
- i) Nel lungo periodo si è considerato una riduzione dell'EBT al 8.5% (11,3 % nel 2020) ed un tasso di crescita del fatturato pari al 2%.



Montanari

Kalle Kopke

Dati di Input

Equity % target (E)	75%
Debt % target (D)	25%
D/E	0,33
Rf - Risk free rate	0,6%
Tc - Theoretical Tax Rate	25,0%
Bu - Beta Unlevered	0,91
BL - Beta levered	1,14
Rm - Market Risk premium	5,08%
Alfa (specific risk)	2,5%
CAPM (Ke) – costo capitale proprio	8,56%
Kd – costo del debito	1,1%
WACC	6,62%
G – tasso di crescita	2%

I parametri della tabella precedente sono stati assunti sulla base delle seguenti assunzioni:

- il risk free rate, tasso d'interesse che remunera investimenti privi di rischio, è pari alla media del periodo gennaio-giugno 2018 del rendimento lordo dei titoli di stato olandesi con scadenza a 10 anni;
- il Market Risk Premium – Rm - è quello calcolato dal Prof. Damodaran per l'Olanda aggiornato al gennaio 2018;
- il beta unlevered – Bu- utilizzato è pari a 0,91, determinato in base al beta medio delle società dei settori Software per l'europa occidentale determinato dal Prof. Damodaran ;
- Il beta levered – BL - è stato determinato sulla base del beta unlevered, del tax rate teorico ed il rapporto D/E stimato per la società $BL = Bu * [1 + (1 - Tc) * D/E]$;



Manuela

Kahn

Kalce

- Alfa, solitamente il rischio aziendale è riflesso nella predisposizione dei risultati futuri, ma spesso i bilanci di previsione non considerano questo rischio. E' rappresentativo del rischio specifico, aggiuntivo per imprese di piccole dimensioni ed è determinato in base alle indicazioni dei principali studi in materia ed è stato considerato pari al 2,5%;
- CAPM (capital asset pricing model) $K_e = R_f + (R_m + \text{alfa} - R_f) * B/L$;
- Il tasso di crescita G utilizzato per il calcolo del terminal value è stato considerato pari al 2%.
- Il WACC - costo medio ponderato del capitale è stato determinato in base alla formula $K_d (1-T_c) * D/D+E + K_e * E/D+E$;
- Il Valore terminale attualizzato è l'attualizzazione in base al costo medio ponderato del valore terminale, quest'ultimo determinato dal cash flow attesi oltre l'orizzonte di piano, rapportato al tasso WACC -G

$$TV = (FCF_n \times (1 + g)) / (WACC - g)$$

Con i dati sopra riportati ed in base alle stime ed assunzioni indicate emerge un valore della società Datatrics B.V. di euro 4.466.000 (quattromilioni quattrocentosessantaseimila).



Handwritten signature

Handwritten signature

Handwritten signature

Valutazione in base al metodo dei multipli

Per l'applicazione dei multipli si sono presi in considerazione i multipli di aziende operanti nel settore del Marketing Technology Services sulla base degli ultimi dati disponibili e riepilogati nella seguente tabella (Fonte Value Track). Si deve considerare che i valori per le società Inglesi e statunitensi sono fortemente influenzati dalla posizione di leader di mercato e dalla potenziale scalabilità

International Industry Players

	Ev/Sales		EV/EBITDA	
	2018	2019	2018	2019
Median	6,1	5,0	22,4	17,1
Average	6.8	5.5	22,4	17,1

Nella tabella seguente è riportato il dettaglio dei multipli delle aziende prese in considerazione per il calcolo della media.

Company	YTD Stock Perf. (%)	Adj.EV / Sales (x)		Adj. EV / EBITDA (x)	
		2018E	2019E	2018E	2019E
HUBSPOT	23%	7.6	6.2	n.m.	n.m.
DOTDIGITAL	-17%	5.2	3.9	17.7	13.5
SALESFORCE	14%	6.1	5.0	27.1	20.9
TWILIO	57%	5.9	4.9	n.m.	n.m.
SENDGRID	5%	9.2	7.3	n.m.	n.m.
Average	16%	6.8	5.5	22.4	17.1
Median	14%	6.1	5.0	22.4	17.1
Average (Oct '17)		4.8	n.a.	18,1	n.a.

Il valore è stato stimato applicando alle VENDITE e all'EBITDA previste dalla società per gli anni 2018, 2019, 2020



Maurizio

Kaplan

Kalves

R

la media dei multipli di aziende operanti nel settore del Marketing Technology Services

Nella tabella sono riportati i dati di vendita e l'EBITDA in base al budget elaborato dalla società (in Euro /000)

	2018	2019	2020
Vendite	912	1.425	2.187
EBITDA	-1	-224	-264

Valore in base ai multipli sulle vendite (Euro/000)

2018	6.201
2019	7.837
2020	12.028
MEDIO	8.688

Valore in base ai multipli dell'EBITDA (Euro/000)

2018	-22
2019	-3.808
2020	+4.488
MEDIO	219

Sulla base delle stime e delle assunzioni il valore di Datatrics B.V., in base alla metodologia dei multipli (media dei due metodi utilizzati) risulta di € 4.453 mln (quattromilioni quattrocentocinquantatremila).



Monti

Valles Koh

Q

Altri elementi

Al fine di pervenire alle conclusioni riportate nella presente relazione si sono tenuti in considerazione, tra gli altri, gli elementi di contesto richiamati di seguito:

- Il valore attribuito alla partecipazione oggetto di conferimento è stato negoziato congiuntamente con le altre condizioni dell'Accordo (si vedano le precedenti pagine 1 e 2) nell'ambito di una operazione di mercato;
- Al valore del Conferimento corrisponde, per un importo determinato proporzionalmente rispetto al medesimo nozionale. Il valore in denaro con cui sarebbe regolata la compravendita di azioni Datatrics BV. La Compravendita ed il Conferimento sono modalità esecutive della stessa operazione unitaria, che riguarda soggetti non correlati tra loro.
- La stima di cui alla presente relazione non includono effetti o componenti di valore connesse alle sinergie commerciali successivamente prospettabili a seguito dell'integrazione tra Datatrics BV e il Gruppo Mailup.
- La partecipazione oggetto di conferimento, se autonomamente considerata rispetto alla partecipazione scambiata per compravendita, è rappresentativa di una quota minoritaria del capitale di Datatrics BV, ma il valore ad essa attribuito ai fini dell'apporto, proprio perché



[Handwritten signature]

[Handwritten signature]

eseguita in una operazione più complessa, non esplicita alcuna stima dello sconto di minoranza.

Conclusioni

Pertanto sulla base dei criteri e delle risultanze ottenute applicando le metodologie di valutazione sopra riportate, la scrivente ritiene che, considerata la natura dell'incarico ricevuto, il valore economico finale del 100% di Datatrics B.V possa essere ad euro 4.450.000 (quattromilioniquattrocinquantamila) in linea con entrambe le metodologie di valutazione;

ATTESTAZIONE

Ai sensi e per gli effetti del disposto dell'articolo 2343-ter II° comma lett.b del codice civile, il sottoscritto estimatore determina il valore del conferendo 40,94% del capitale sociale di Datatrics B.V. in misura almeno pari a complessivi € 1.821.830 (unmilioneottocentoventunoottocentotrenta).

Egli attesta altresì, ai sensi del citato articolo 2343-bis -ter II° comma lett.b del codice civile, che tale valore non è inferiore al corrispettivo di conferimento delle azioni della società medesima, concordato in € 1.557.812 tra le parti:

- Mail Up spa quale parte conferitaria;
- INBETA HOLDING B.V., GO HOLDING B.V., (o l'eventuale newco designata dalle stesse ai sensi dell'accordo



Mauri

Kalle

vincolante e alla quale siano state nel frattempo trasferite le azioni di Datatrics B.V.), quali parte conferente.

La presente perizia viene rilasciata in due originali.

Cremona, 16 Ottobre 2018

IL PERITO ESTIMATORE

Dr.ssa Rachael Oluwabunmi



Allegati:

- 1) Budget 2018/2020 elaborato dalla società;
- 2) Conteggi di valutazione in base al metodo DCF scenario conservativo





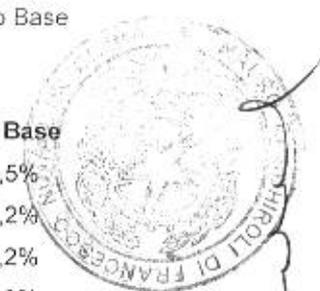
Handwritten signature

Handwritten signature

HP MRR vs. Scenario Base
 >=20% <35%

% MRR vs. Scenario Base
 25%

	Scenario Worse (3)			18-20	Δ vs. Base
	2018	2019	2020		
k €					
GA	43	116	144	303	-81,5%
CB Avg.	75	125	210	137	-75,2%
MRR H&T	887	1.130	1.409	3.427	-66,2%
MRR e-c & R	25	294	777	1.096	-79,9%
MRR ██████	-	-	-	-	-100,0%
Total ARR	912	1.425	2.186	4.523	-74,9%
ARPA (k€ /month)	1,0	0,9	0,9	0,9	
S&M	(355)	(984)	(1.253)	(2.592)	-77,9%
CAC (k €)	(8,3)	(8,5)	(8,7)	(8,5)	19,3%
Platform & Infrastructure	(269)	(345)	(397)	(1.011)	-67,4%
% IT on ARR	-29%	-24%	-18%	-21%	
Staff	(289)	(320)	(273)	(881)	-65,1%
% Staff on ARR	-32%	-22%	-12%		
Total Costs	(913)	(1.648)	(1.922)	(4.484)	-74,2%
EBITDA	(1)	(224)	264	39	-94,0%
Dep'n	(19)	(33)	(40)	(92)	
Interests	(1)	(2)	(4)	(7)	
EBT	(21)	(259)	220	(60)	



Man

Adhes

PD

(concept) Balance sheet at 30-06-2018

Intangible assets	22.793
Tangible assets	10.611
Non current assets	33.404
Financial fixed assets	41.482
Trade and other receivables	102.302
Cash and Cash equivalents	31.154
Current assets	133.456
Assets	208.342
Shareholders equity	-119.388
Current account shareholders	205.355
Tax payables	39.078
Deferred income	62.886
Accounts payable	19.425
Other liabilities accounts	986
Current liabilities	327.730
Liabilities	208.342

(expected) Balance sheet at 31-12-2018

Intangible assets	18.234
Tangible assets	38.489
Non current assets	56.723
Financial fixed assets	45.595
Trade and other receivables	64.823
Cash and Cash equivalents	40.000
Current assets	104.823
Assets	207.141
Shareholders equity	-135.838
Long term liabilities	26.212
Current account shareholders	205.355
Tax payables	31.412
Deferred income	40.000
Accounts payable	25.000
Other liabilities accounts	15.000
Current liabilities	316.767
Liabilities	207.141



[Handwritten signature]

[Handwritten signature]

(expected) Balance sheet at 31-12-2019

Intangible assets	13.676
Tangible assets	64.489
Non current assets	78.165
Financial fixed assets	97.386
Trade and other receivables	94.930
Cash and Cash equivalents	60.000
Current assets	154.930
Assets	330.481
Shareholders equity	-343.003
Long term liabilities	270.157
Current account shareholders	205.355
Tax payables	37.972
Deferred income	75.000
Accounts payable	60.000
Other liabilities accounts	25.000
Current liabilities	403.327
Liabilities	330.481

(expected) Balance sheet at 31-12-2020

Intangible assets	25.117
Tangible assets	84.489
Non current assets	133.606
Financial fixed assets	53.403
Trade and other receivables	210.804
Cash and Cash equivalents	75.000
Current assets	285.804
Assets	472.812
Shareholders equity	-167.069
Long term liabilities	356.843
Current account shareholders	0
Tax payables	78.075
Deferred income	84.963
Accounts payable	90.000
Other liabilities accounts	30.000
Current liabilities	283.038
Liabilities	472.812



Handwritten signature

Handwritten signature

Handwritten mark

Chart	100%												100%											
	Jan-18	Feb-18	Mar-18	Apr-18	May-18	Jun-18	Jul-18	Aug-18	Sep-18	Oct-18	Nov-18	Dec-18	Jan-19	Feb-19	Mar-19	Apr-19	May-19	Jun-19	Jul-19	Aug-19	Sep-19	Oct-19	Nov-19	Dec-19
BoP	78	83	87	92	95	98	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
BoP	78	83	87	92	95	98	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	
Avg. BoP	89	88	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	100	100	100	100	100	100	100	100	100
ARPU (incl. Variable)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
ARPU	50.114	50.564	50.670	51.791	54.311	62.246	77.396	76.225	78.081	75.988	72.056	71.783	70.686	69.025	68.262	67.223	66.240	65.241	64.233	63.200	62.146	61.071	60.000	58.931
Gross MRR																								
End of Dec BoP	(1,700)	(7,500)	(7,500)																					
KLM																								
Upgrade																								
MRR (incl. Discounts)																								
ARPU (incremental vs. Bas)																								
Variable MRR																								
Commercial Fee																								
% of CB																								
Fee % on ARPU																								
Utility Fee (C)																								
Commercial Fee (C)																								
A + B + C																								
MRR (incl. BoP)																								
Avg. End BoP																								
BoP																								
Exp																								
Avg. Exp																								
GA																								

Chart	100%												100%											
	Jan-18	Feb-18	Mar-18	Apr-18	May-18	Jun-18	Jul-18	Aug-18	Sep-18	Oct-18	Nov-18	Dec-18	Jan-19	Feb-19	Mar-19	Apr-19	May-19	Jun-19	Jul-19	Aug-19	Sep-19	Oct-19	Nov-19	Dec-19
BoP	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
GA	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
Exp	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
Avg. Exp	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
ARPU	850	850	850	850	850	850	850	850	850	850	850	850	850	850	850	850	850	850	850	850	850	850	850	850
Gross MRR																								
End of Dec BoP																								
KLM																								
Upgrade																								
MRR (incl. Discounts)																								
ARPU (incremental vs. Bas)																								
Variable MRR																								
Commercial Fee																								
% of CB																								
Fee % on ARPU																								
Utility Fee (C)																								
Commercial Fee (C)																								
A + B + C																								
MRR (incl. BoP)																								
Avg. End BoP																								
BoP																								
Exp																								
Avg. Exp																								
GA																								

Chart	100%												100%											
	Jan-18	Feb-18	Mar-18	Apr-18	May-18	Jun-18	Jul-18	Aug-18	Sep-18	Oct-18	Nov-18	Dec-18	Jan-19	Feb-19	Mar-19	Apr-19	May-19	Jun-19	Jul-19	Aug-19	Sep-19	Oct-19	Nov-19	Dec-19
BoP	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
GA	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
Exp	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
Avg. Exp	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
ARPU	850	850	850	850	850	850	850	850	850	850	850	850	850	850	850	850	850	850	850	850	850	850	850	850
Gross MRR																								
End of Dec BoP																								
KLM																								
Upgrade																								
MRR (incl. Discounts)																								
ARPU (incremental vs. Bas)																								
Variable MRR																								
Commercial Fee																								
% of CB																								
Fee % on ARPU																								
Utility Fee (C)																								
Commercial Fee (C)																								
A + B + C																								
MRR (incl. BoP)																								
Avg. End BoP																								
BoP																								
Exp																								
Avg. Exp																								
GA																								



Handwritten signature and scribbles on the right margin.

Valutazione d'azienda in base ai flussi di cassa scontati (metodo DCF)

Datatrix B.V.

ATTUALIZZAZIONE FLUSSI DI CASSA DAL 2018 AL 2021 (3 ANNI)
PERIZIA

ipotesi relative a fatturato, capitale commerciale e presenza di perdite	
fatturato del primo anno di previsione	912
tasso di crescita del fatturato dal secondo periodo	56%
capitale commerciale all'inizio del primo periodo	10
perdite deducibili fiscalmente all'inizio del primo periodo	207

53,6% 53,5%

ipotesi relative al costo del capitale	
costo del debito	1,1%
scudo fiscale sul debito	25,0%
costo del capitale proprio	8,5572%
% debito su totale (debito + capitale proprio)	25%
posizione finanziaria netta a debito	197

ipotesi relative al lungo periodo	
tasso di crescita aziendale nel lungo periodo (G)	2,0%
FBT (%sul fatturato) nel lungo periodo	5,5%
investimenti nel lungo periodo	56
ammortamenti nel lungo periodo	16
aliquota d'imposta nel lungo periodo	25,0%
capitale commerciale (% sul fatturato) nel lungo periodo	5,84%

ipotesi relative a ciascun anno del periodo di previsione					
	2018	2019	2020	2021	
reddito operativo % sul fatturato	-0,10%	-15,7%	12,07%	12,07%	
aliquota d'imposta	25%	25%	25%	25%	
ammortamenti	10	12	16	16	
capitale commerciale (% sul fatturato)	4,39%	-1,82%	5,53%	5,84%	
investimenti	17	21	56	56	

	2018	2019	2020	2021	post	
MRR	359	912	1.425	2.187	3.359	3.425
Reddito operativo		-1	-224	264	345	291
Aliquota d'imposta		25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
Perdite operative cumulate a fine periodo	208	432	168	0	0	0
Imposte sul reddito operativo	0	0	0	59	73	73
Reddito operativo dopo le imposte (NOPAT)	-1	-224	264	345	218	218
Ammortamenti	10	12	16	16	16	16
Incremento di capitale commerciale	30	-66	147	75	79	79
Investimenti netti	17	21	56	56	56	56
Flusso di cassa per l'impresa	22	-299	371	381	257	257
costo medio ponderato del capitale (WACC)	6,62%	6,62%	6,62%	6,62%	6,62%	6,62%
fattore di sconto cumulato	1,0662	1,1369	1,2122	1,2925		
valore attuale dei flussi di cassa del periodo	21	-263	306	295		359

risultati	
somma del valore attuale dei flussi di cassa del periodo	359
valore attuale dei flussi di cassa relativi al periodo di crescita costante	4.304
valore dell'impresa al lordo dei debiti	4.663
valore del capitale proprio	4.466

MAGAZZINO	-	-	-	-
CLIENTI	65	94	211	340
FORNITORI	25	120	90	144
CAPITALE COMMERCIALE CIRCOLANTE NETTO	40	-26	121	196
capitale commerciale (% sul fatturato)	4,39%	-1,82%	5,53%	5,84%



Maurizio Esposito

Koles Kofur