

Snai S.p.A.

Parere della società di revisione sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni per l'aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione (Art. 158 D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58)

**EY**Building a better
working worldReconta Ernst & Young S.p.A.
Piazza della Libertà, 9
50129 FirenzeTel +39 055 552451
Fax +39 055 5524850
ey.com**Parere della società di revisione**

sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni per l'aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione

(Art. 158 D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58)

Agli Azionisti di
SNAI S.p.A.**1. Motivo, oggetto e natura dell'incarico**

Ai sensi dell'art. 158, primo comma del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, abbiamo ricevuto da SNAI S.p.A. ("SNAI" o la "Società" o l'"Emittente" e, insieme alle sue controllate, il "Gruppo SNAI") la comunicazione contenente la proposta di aumento del capitale sociale ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, del Codice Civile, accompagnata dalla Relazione degli Amministratori predisposta ai sensi dell'articolo 2441, comma sesto, del Codice Civile e dell'articolo 70, comma 3, del Regolamento Consob 11971/99, approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 5 agosto 2015 (la "Relazione degli Amministratori"), che:

- i) descrive il prospettato aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione da liberarsi tramite conferimento in SNAI di una partecipazione pari al 100% del capitale di Cogemat S.p.A. ("Cogemat" e, insieme alle sue controllate, il "Gruppo Cogemat") (la "Partecipazione Oggetto del Conferimento" o il "Conferimento");
- ii) illustra e giustifica l'esclusione del diritto d'opzione indicando i criteri adottati dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni;
- iii) prevede che l'aumento di capitale venga sottoposto all'approvazione dell'Assemblea Ordinaria e Straordinaria degli Azionisti convocata in unica convocazione per il giorno 28 settembre.

In qualità di società di revisione, incaricata da SNAI ai sensi dell'articolo 158, primo comma, del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, e in considerazione delle caratteristiche dell'operazione di aumento di capitale, esprimiamo nel seguito, ai sensi dell'art. 158 del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, il nostro parere sulla congruità del relativo prezzo di emissione delle azioni (il "Prezzo di Emissione").

Al fine di fornire agli Azionisti idonee informazioni sulle modalità di determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la sua determinazione e le eventuali difficoltà di valutazione incontrate dagli stessi. Inoltre essa contiene la nostra valutazione sull'adeguatezza nella circostanza di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dagli Amministratori della Società a ciascuno di essi nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di SNAI, non abbiamo effettuato una valutazione economica di SNAI, né di Cogemat. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori di SNAI e dagli *advisor* finanziari da essi incaricati.

Le procedure descritte nella presente relazione sono state da noi effettuate al solo scopo di esprimere un giudizio sui metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di SNAI per determinare il Prezzo di Emissione delle azioni e pertanto:

- non hanno alcuna validità per finalità diverse;
- non costituiscono in alcun modo una valutazione di merito sulla opportunità economica dell'operazione di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione, né tanto meno sulle motivazioni di tipo industriale, finanziario e gestionale dell'operazione stessa espresse nella Relazione degli Amministratori di SNAI.

2. Sintesi dell'operazione

Modalità di esecuzione dell'operazione

In data 11 luglio 2015 SNAI, da una parte, e International Entertainment S.A. ("**International Entertainment**"), Ol-Games S.A. ("**Ol-Games**") e Ol-Games 2 S.A. ("**Ol-Games 2**") (complessivamente i "**Soci Finanziari**"), detentori di una partecipazione complessiva nel capitale sociale di Cogemat del 75,25%), hanno sottoscritto un accordo avente ad oggetto i termini e le condizioni del conferimento in SNAI (l' "**Operazione**") di una partecipazione ricompresa tra il 75,25% ed il 100% del capitale sociale di Cogemat (l' "**Accordo di Investimento**").

L'Accordo di Investimento prevedeva che ciascuno degli ulteriori soci di Cogemat (i "**Soci Industriali**" ed, insieme ai Soci Finanziari, i "**Soci Conferenti**") potesse aderire all'Accordo di Investimento entro il 5 agosto 2015.

Alla data del presente parere, hanno aderito tutti i Soci Industriali, rappresentativi di una partecipazione pari al 24,75% del capitale sociale di Cogemat e, quindi, si configura il conferimento in SNAI di una partecipazione del 100% del capitale sociale di Cogemat.

Sempre in data 11 luglio 2015, i due soci di Global Games S.p.A. ("**Global Games**"), attuale socio di maggioranza di SNAI, Global Win S.r.l. ("**Global Win**"), Global Entertainment S.A. ("**Global Entertainment**"), ognuno socio di Global Games con una partecipazione pari al 50% del relativo capitale sociale, da una parte, International Entertainment, Ol-Games, Ol Games 2, dall'altra parte, unitamente alla stessa Global Games, hanno sottoscritto un accordo denominato "**Accordo di Investimento GG**", avente ad oggetto i termini e le condizioni del conferimento in Global Games di parte delle azioni Cogemat di titolarità di Ol-Games 2 (il "**Conferimento GG**").

Investindustrial IV L.P. (fondo chiuso di *private equity* in forma di *limited partnership* ai sensi della legge dell'Inghilterra e del Galles, con sede legale in Londra, "**Investindustrial**") detiene una partecipazione rilevante in Global Games, attuale socio di maggioranza di SNAI, indirettamente, tramite la controllata Global Entertainment, e in Ol-Games 2, indirettamente, tramite la controllata International Entertainment, attuale socio di maggioranza di Cogemat.

Gli Amministratori segnalano nella loro relazione che l'Operazione, avuto riguardo alle partecipazioni rilevanti detenute da Investindustrial, è qualificabile quale operazione con parte correlata ai sensi del Regolamento n. 17221 recante disposizioni in materia di Operazioni con Parti Correlate adottato dalla Consob (il "**Regolamento 17221**") e della correlativa procedura per le operazioni con parti correlate adottata da SNAI. L'Operazione è stata pertanto deliberata con il parere favorevole degli

amministratori indipendenti di SNAI (gli "Amministratori Indipendenti"), che lo hanno rilasciato in data 19 giugno 2015, anche supportati dalle valutazioni di un *advisor* finanziario.

L'Operazione ha trovato illustrazione anche in un documento informativo per le operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza che è stato redatto e messo a disposizione del pubblico in data 17 luglio 2015 ai sensi dell'articolo 5 del Regolamento 17221 (il "Documento Informativo").

In relazione al Conferimento, è previsto che all'assemblea dei soci di SNAI sia sottoposto un aumento di capitale sociale, scindibile, a pagamento, e riservato ai soci di Cogemat e, dunque, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, comma quarto, primo periodo, del Codice Civile (l'"Aumento di Capitale in Natura"), per un valore complessivo massimo, tra nominale e sovrapprezzo, di Euro 140 milioni, con emissione di massime n. 71.602.410 azioni ordinarie della Società della stessa categoria delle azioni già emesse (le "Nuove Azioni SNAI").

A seguito della sottoscrizione dell'Aumento di Capitale in Natura, il capitale sociale di SNAI sarà pari a Euro 97.082.245,40 suddiviso in n. 188.427.395 azioni detenute come segue (anche tenuto conto degli effetti derivanti dal Conferimento GG):

Azionista	N. azioni	% sul capitale sociale
Global Games	104.639.597	55,53
OI-Games 2	26.147.267	13,88
OI-Games	2.169.731	1,15
Soci Industriali	17.138.145	9,10
Mercato	38.332.655	20,34
Totale	188.427.395	100,00

L'Accordo di Investimento prevede che la sua esecuzione sia soggetta al verificarsi di talune condizioni sospensive; più in particolare, alla data della presente Relazione risultano ancora pendenti le seguenti condizioni sospensive, il cui avveramento dovrà intervenire entro i termini indicati nell'Accordo stesso:

- a) l'assemblea straordinaria di SNAI abbia validamente deliberato l'Aumento di Capitale in Natura;
- b) sia stato effettuato il Conferimento GG;
- c) i contratti di finanziamento "per firma" di Cogemat siano stati modificati secondo quanto previsto dall'Accordo di Investimento;
- d) sia intervenuto il rilascio del Nulla-Osta Antitrust;
- e) sia intervenuto l'Atto di Assenso dell'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli ("ADM");
- f) siano intervenuti gli assensi da parte delle controparti dei Finanziamenti Cogemat Rilevanti (come *infra* definiti) al rimborso anticipato, alla liberazione dei relativi diritti di garanzia ed all'esecuzione dell'Operazione.

La Relazione degli Amministratori illustra nel dettaglio queste condizioni sospensive, le condizioni risolutive, le situazioni che prevedono la possibilità di recesso e gli ulteriori accordi intercorsi tra le parti.

Gli Amministratori evidenziano infine che nell'ambito dell'Operazione, lo scorso 28 luglio 2015 SNAI ha emesso un prestito obbligazionario senior garantito non convertibile per un importo complessivo in linea capitale di Euro 110 milioni con scadenza 15 giugno 2018, ai fini di reperire le risorse necessarie per il rimborso delle Secured Floating Rate Notes emesse da Cogemat in data 14 febbraio 2014 per l'importo complessivo di Euro 50 milioni (le "Notes Cogemat") e del finanziamento stipulato da Cogemat con un pool di istituti di credito in data 4 novembre 2014 per Euro 60 milioni ("Cogetech Loan Agreement" ed, insieme alle Notes Cogemat, i "Finanziamenti Cogemat Rilevanti").

Motivazione dell'Operazione

Nella loro relazione gli Amministratori osservano che l'Operazione risponde a precise logiche industriali connesse all'integrazione di due dei principali concessionari del settore dei giochi in Italia, ed evidenziano le principali opportunità e benefici che si attendono dall'Operazione.

Gli Amministratori descrivono infine sinteticamente gli effetti attesi dell'Operazione sotto il profilo patrimoniale ed economico, in termini di aumento del patrimonio netto, di miglioramento del rapporto tra indebitamento finanziario netto ed EBITDA e di miglioramento del risultato economico che dovrebbero derivare dal consolidamento del Gruppo Cogemat all'interno del Gruppo SNAI.

Ragioni del Conferimento

Nell'ambito dell'Operazione gli Amministratori evidenziano come la scelta di procedere ad un aumento di capitale mediante conferimento in natura sia dettata, *inter alia*, dalla considerazione del fatto che siffatta operazione evita l'esborso per cassa per la Società nel contesto dell'Operazione; come sopra evidenziato, infatti, i Soci Finanziari ed i Soci Industriali conferiranno la Partecipazione Oggetto di Conferimento a liberazione dell'aumento di capitale ad essi riservato.

Nell'ambito del Conferimento, inoltre, i Soci Industriali si sono impegnati a non cedere le Nuove Azioni SNAI loro assegnate fino alla data del 31 dicembre 2016. Tale impegno dovrebbe, secondo gli Amministratori, ulteriormente garantire SNAI sull'interesse da parte dei Soci Industriali di continuare nella massimizzazione del valore del Gruppo Cogemat, anche in considerazione dei rapporti commerciali in diversi casi intrattenuti dalle società del Gruppo Cogemat con diversi soggetti tra i Soci Industriali.

3. Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo analizzato la seguente documentazione:

1. La Relazione degli Amministratori di SNAI, predisposta per l'Assemblea Ordinaria e Straordinaria contenente la determinazione del Prezzo di Emissione;
2. I documenti emessi da Lazard S.r.l., in qualità di esperto indipendente ed *advisor* finanziario a supporto del Consiglio di Amministrazione e degli Amministratori Indipendenti di SNAI, costituiti dal documento di valutazione del 12 giugno 2015 e dal parere del 30 giugno 2015 sulla congruità per SNAI, dal punto di vista finanziario, del corrispettivo concordato in termini di numero di Nuove Azioni SNAI (il "Corrispettivo") per il trasferimento a SNAI del 100% del capitale sociale di Cogemat pari ad Euro 140 milioni (la "*Fairness Opinion*");
3. L'Accordo di Investimento e l'Accordo di Investimento GG;

4. Il Documento Informativo;
5. Il parere degli Amministratori Indipendenti rilasciato in data 19 giugno 2015;
6. Il bilancio d'esercizio ed il bilancio consolidato di SNAI per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014 redatti secondo gli International Financial Reporting Standards adottati dall'unione Europea ("IFRS"), da noi assoggettati a revisione contabile;
7. Il bilancio consolidato trimestrale abbreviato di SNAI al 31 marzo 2015, redatto secondo gli IFRS applicabili all'informativa interinale, da noi assoggettato a revisione contabile limitata;
8. Il bilancio consolidato semestrale abbreviato di SNAI al 30 giugno 2015, redatto secondo gli IFRS applicabili all'informativa interinale, da noi assoggettato a revisione contabile limitata;
9. Il Piano strategico per gli anni 2014 - 2016 del Gruppo SNAI approvato dal Consiglio di Amministrazione nella riunione del 14 marzo 2014, il Budget 2015 del Gruppo SNAI approvato dal Consiglio di Amministrazione nella riunione del 29 gennaio 2015, il Piano 2015-2016 aggiornato nella riunione di Consiglio di Amministrazione del 12 marzo 2015 e le ulteriori proiezioni dei flussi di cassa 2017-2019 del Gruppo SNAI elaborate dal *management* di SNAI, sulla base di ipotesi di crescita lineare rispetto al Piano aggiornato;
10. Le quotazioni del titolo SNAI;
11. Il bilancio consolidato di Cogemat per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014, redatto secondo gli IFRS, da noi assoggettato a revisione contabile;
12. Il bilancio consolidato trimestrale abbreviato di Cogemat al 31 marzo 2015, redatto secondo gli IFRS applicabili all'informativa interinale, da noi assoggettato a revisione contabile limitata;
13. Il budget 2015 ed il Piano industriale 2015 - 2019 del Gruppo Cogemat approvati dal Consiglio di Amministrazione di Cogemat rispettivamente in data 27 febbraio 2015 ed in data 10 aprile 2015;
14. I rapporti di *due diligence* predisposti dagli *advisor* della Società, utilizzati dagli Amministratori di SNAI nell'ambito del processo di valutazione dell'Operazione;
15. La perizia di cui all'articolo 2343 ter, comma secondo, lettera b), del Codice Civile, predisposta dall'Esperto Indipendente KPMG Advisory S.p.A.;
16. Ulteriori informazioni contabili ed extra contabili ritenute utili ai fini della presente relazione.

4. Metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del Prezzo di Emissione delle Nuove Azioni SNAI

Il Consiglio di Amministrazione, ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione delle Nuove Azioni SNAI e della necessaria verifica della congruità del valore della Partecipazione Oggetto di Conferimento, rispetto al corrispondente incremento del capitale sociale della Società, ha determinato il valore economico del capitale, sia di Cogemat sia di SNAI, secondo criteri che ha ritenuto di generale applicazione in operazioni di analoga natura, e applicabili in modo omogeneo, compatibilmente con gli elementi caratteristici delle singole società oggetto di valutazione.

Gli Amministratori precisano che i valori presi in esame sono stati assunti in ipotesi di continuità gestionale e alla luce di elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili, senza tener conto del verificarsi di accadimenti straordinari. In particolare le analisi valutative sono state basate sulle informazioni e condizioni di mercato e regolamentari conosciute alla data di effettuazione delle stesse. Gli Amministratori osservano che tali valori non riflettono sinergie strategiche, operative e finanziarie attese dall'Operazione.

Posto quanto sopra gli Amministratori hanno ritenuto di procedere alla valutazione economica del capitale delle due società attraverso l'applicazione delle seguenti metodologie come generalmente applicate in operazioni di analoga natura:

- i. Quale metodo principale il metodo finanziario basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa operativi che si prevede che le società siano in grado di produrre e denominato *Discounted Cash Flow* ("DCF"). Il DCF consente, infatti, di ricomprendere nella valutazione gli aspetti caratterizzanti l'evoluzione futura delle società in quanto correla il valore teorico delle stesse alla loro capacità di produrre flussi di cassa per la remunerazione dei terzi finanziatori e degli azionisti.
- ii. Come metodo di controllo il metodo dei multipli di mercato (in particolare il multiplo EV/EBITDA e, per quanto riguarda SNAI, il valore di mercato medio degli ultimi 3 mesi).

La Relazione degli Amministratori riporta nel dettaglio la descrizione dei metodi di valutazione sopra indicati

La determinazione del Prezzo di Emissione delle Nuove Azioni SNAI

Ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione delle Nuove Azioni SNAI gli Amministratori descrivono il metodo principale di valutazione utilizzato per la valutazione di SNAI, segnalando che tramite il metodo del *Discounted Cash Flow* è stato determinato il valore attuale dei flussi di cassa attesi di SNAI, da cui è emerso un *range* dell'*equity value* che varia tra Euro 216 milioni ed Euro 294 milioni.

Gli Amministratori illustrano poi di aver utilizzato quale metodo di controllo, il modello dei multipli di mercato (in particolare, mediante analisi di società comparabili operanti nel settore del *gaming* e dal raffronto delle stesse con SNAI, nonché della capitalizzazione di mercato di SNAI stessa calcolata sulla base del valore di mercato medio degli ultimi 3 mesi al 24 giugno 2015), da cui emerge un *range* di *equity value* che varia tra Euro 171 milioni ed Euro 266 milioni.

In base a tali risultati, il valore di ognuna delle esistenti 116.824.985 azioni SNAI, oscilla in un *range* compreso tra Euro 1,849 ed Euro 2,517 utilizzando i risultati derivanti dal metodo di valutazione principale, mentre impiegando i valori dei metodi di controllo varia tra Euro 1,464 ed Euro 2,277.

La valutazione della Partecipazione Oggetto del Conferimento

Quanto alla valorizzazione di Cogemat, gli Amministratori di SNAI hanno condotto le analisi e valutazioni poste ad accertare la congruità del valore della Partecipazione Oggetto di Conferimento rispetto al corrispondente incremento del capitale sociale della Società.

Per la verifica di tale valore il Consiglio di Amministrazione ha fatto riferimento ad una valutazione della Partecipazione Oggetto di Conferimento effettuata con l'applicazione delle metodologie indicate al paragrafo precedente, ovvero il DCF, da cui è emerso un *range* dell'*equity value* che varia tra Euro 135 milioni ed Euro 168 milioni e i multipli di mercato, quale metodo di controllo, da cui è emerso un *range* dell'*equity value* che varia tra Euro 109 milioni ed Euro 142 milioni.

Utilizzando dunque questi valori, il valore per ognuna delle Nuove Azioni SNAI in emissione, considerato pari al numero massimo di 71.602.410, oscilla in un *range* compreso tra Euro 1,885 ed Euro 2,346 utilizzando i risultati derivanti dal metodo di valutazione principale, mentre impiegando i valori del metodo di controllo varia tra Euro 1,522 ed Euro 1,983.

Gli Amministratori nella loro Relazione segnalano come nell'applicare tali modelli, abbiano considerato le risultanze dell'attività di *due diligence* effettuata dagli *advisor* finanziari incaricati dall'Emittente stessa e la documentazione messa a loro disposizione da Cogemat, tra cui, in particolare, (i) il bilancio consolidato del Gruppo Cogemat al 31 dicembre 2014, (ii) il resoconto intermedio consolidato al 31 marzo 2015, (iii) il Piano Industriale 2015-2019 e il budget 2015.

5. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori

Gli Amministratori di SNAI non hanno evidenziato difficoltà emerse nel processo di valutazione.

6. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori di SNAI

Attraverso l'utilizzo delle metodologie adottate, gli Amministratori di SNAI, hanno dunque individuato il seguente intervallo di valori attribuibili al capitale economico di SNAI:

- il valore per azione derivante dal metodo di valutazione principale oscilla in un *range* compreso tra Euro 1,849 ed Euro 2,517
- il valore per azione derivante dal metodo di controllo oscilla in un *range* compreso tra Euro 1,464 ed Euro 2,277.
- il valore per azione derivante dalla media ponderata dei corsi di borsa degli ultimi 3 mesi (calcolati al 24 giugno 2015) pari ad Euro 1,549.

Gli Amministratori osservano che nell'ambito delle negoziazioni tra SNAI e i soci di Cogemat utili alla conclusione dell'Accordo di Investimento, i Soci Conferenti hanno accettato che le Nuove Azioni SNAI da emettere a fronte del Conferimento fossero valutate Euro 1,955 ciascuna.

Gli Amministratori rilevano che tale Prezzo di Emissione (i) si colloca all'interno di tutti i *range* di valutazione sopra esposti; (ii) è superiore del 26% rispetto al valore di mercato medio di SNAI dei 3 mesi precedenti alla data del 24 giugno 2015, preso a riferimento per la valutazione, (iii) conduce ad una valorizzazione della Partecipazione Oggetto di Conferimento di Euro 140 milioni, coerente con la valutazione risultante dalla relazione di stima prevista dall'articolo 2343-ter, comma 2, lettera b) del Codice Civile, rilasciata dall'Esperto, (iv) è calcolato in relazione ad un numero di Nuove Azioni SNAI che Lazard S.r.l., nella *Fairness Opinion* rilasciata al Consiglio di Amministrazione in qualità di esperto indipendente, ha dichiarato congruo, da un punto di vista finanziario, come corrispettivo dell'Operazione.

In relazione alla valutazione della Partecipazione Oggetto del Conferimento, ad esito delle analisi e valutazioni descritte in precedenza gli Amministratori hanno ritenuto congruo il valore di Euro 140 milioni convenuto con i Soci Conferenti. In particolare tale valore è in linea con gli intervalli valutativi elaborati dal Consiglio di Amministrazione e con la valutazione predisposta dall'*advisor* finanziario, sulla base della quale, fra l'altro, gli Amministratori Indipendenti hanno espresso parere favorevole al compimento dell'Operazione.

Considerato tutto quanto sopra, il Consiglio di Amministrazione dell'Emittente ha quindi ritenuto che il Prezzo di Emissione delle Nuove Azioni SNAI pari ad Euro 1,955 per azione fosse congruo, con piena tutela dei diritti patrimoniali dei soci esclusi dal diritto di opzione, e ciò anche ai sensi dell'articolo 2441, comma sesto, Codice Civile.

7. Lavoro svolto

7.1 Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata, in precedenza menzionata al paragrafo 3

Abbiamo esaminato la Relazione degli Amministratori nonché le considerazioni in merito alla valorizzazione di SNAI e di Cogemat .

Abbiamo inoltre letto ed esaminato (i) il parere favorevole al compimento dell'Operazione emesso dagli Amministratori Indipendenti in data 19 giugno 2015; (ii) il documento di valutazione dell'*advisor* finanziario degli Amministratori e la *Fairness Opinion* dello stesso in relazione alla congruità del Corrispettivo, dal punto di vista finanziario, per SNAI; (iii) l'Accordo di Investimento e l'Accordo di Investimento GG siglati in data 11 luglio 2015; (iv) il Documento Informativo; (v) i documenti di *due diligence* finanziaria, legale e fiscale predisposti dagli *advisor* della Società.

Gli Amministratori Indipendenti, nell'esprimere parere favorevole al compimento dell'Operazione, illustrano alcune criticità valutative connesse all'Operazione. In particolare, gli Amministratori Indipendenti segnalano che nell'ambito del lavoro svolto ai fini del rilascio del loro parere:

- sono state prese in considerazione le modifiche normative relative alla tassazione (cd. "legge di stabilità") suscettibili di impattare sui risultati economici futuri del nuovo Gruppo SNAI;
- sono stati considerati i rinnovi delle concessioni per AWP/VLT nel 2022 e nel 2025 per lo *sport betting*, e pertanto il mancato rinnovo potrebbe influenzare la competitività del Gruppo SNAI in un orizzonte di lungo periodo, ancorché al momento non sussista alcun motivo di ritenere che i contratti di concessione non saranno rinnovati;
- è stato valutato il rischio di cannibalizzazione esistente sulle AWP dei due gruppi, tuttavia ritenendo che, così come non sono state considerate al momento future sinergie di costi e di ricavi, è ragionevole non considerare eventuali "dissinergie" derivanti da un potenziale effetto di cannibalizzazione;
- è stato preso in considerazione un eventuale rischio (che gli Amministratori Indipendenti ritengono comunque adeguatamente considerato nell'Accordo di Investimento) derivante dal riordino delle disposizioni normative e regolamentari in materia di Giochi Pubblici.

Il bilancio d'esercizio ed il bilancio consolidato di SNAI per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014, ed il bilancio consolidato per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014 di Cogemat sono stati assoggettati a procedure di revisione contabile completa da parte nostra.

I bilanci abbreviati consolidati trimestrale e semestrale chiusi al 31 marzo 2015 e al 30 giugno 2015 di SNAI e il bilancio consolidato trimestrale abbreviato chiuso al 31 marzo 2015 di Cogemat sono stati assoggettati a procedure di revisione contabile limitata da parte nostra.

Ferme restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di dato previsionale abbiamo discusso con il *management* di SNAI, il *management* di Cogemat, e con gli *advisor* finanziari della Società il Piano 2015-2016 e le proiezioni 2017-2019 del Gruppo SNAI, il budget consolidato 2015 ed il Piano Industriale 2015-2019 del Gruppo Cogemat. Le analisi hanno incluso, tra l'altro, il processo di costruzione delle previsioni, l'analisi della ragionevolezza delle *assumption*, dei criteri di valutazione e dei principi contabili adottati e la verifica dell'accuratezza matematica del modello previsionale.

Abbiamo infine letto e preso atto della perizia di cui all'articolo 2343 ter, comma secondo, lettera b), del Codice Civile, predisposta dall'Esperto Indipendente KPMG Advisory S.p.A..

7.2 Lavoro svolto sui metodi utilizzati per la determinazione del Prezzo di Emissione

Abbiamo svolto le seguenti procedure:

- a) l'analisi della Relazione degli Amministratori di SNAI con riferimento ai procedimenti seguiti nella determinazione del valore di SNAI e di Cogemat, anche in termini di completezza ed uniformità di applicazione di tali procedimenti alla valutazione delle due società, nonché di coerenza complessiva degli stessi con il documento di valutazione e la *Fairness Opinion* dell'*advisor* finanziario;
- b) l'esame critico dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori;
- c) l'esame della coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento ed alla documentazione utilizzata descritta al precedente paragrafo 3;
- d) la verifica della correttezza matematica del calcolo dei valori di SNAI e di Cogemat effettuato mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori;
- e) lo sviluppo di alcune analisi di sensitività nell'ambito dei metodi di valutazione adottati, con l'obiettivo di verificare quanto i valori individuati dagli Amministratori siano influenzati da variazioni nelle ipotesi e nei parametri ritenuti significativi;
- f) la discussione con la Direzione della Società e con gli *advisor* incaricati dalla stessa per l'Operazione sui contenuti e sulla documentazione della stessa, nonché sull'attività svolta, le problematiche incontrate e le soluzioni adottate;
- g) l'osservazione dell'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni di SNAI per intervalli temporali significativi;
- h) la lettura dei verbali delle assemblee degli Azionisti e delle riunioni del Consiglio di Amministrazione della Società, delle società del Gruppo SNAI e di Cogemat e delle società del Gruppo Cogemat dell'esercizio 2015 e delle bozze dei verbali delle riunioni tenutesi sino alla data della presente relazione;
- i) la raccolta delle informazioni relative agli eventi verificatisi dopo il 30 giugno 2015 per il Gruppo SNAI e dopo il 31 marzo 2015 per il Gruppo Cogemat, che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del nostro esame, attraverso la discussione con il *management* di SNAI e di Cogemat; in entrambi i casi ci è stato attestato che, da tali date alla data di emissione della presente Relazione, non si sono verificati eventi o circostanze che richiedano una modifica delle valutazioni predisposte.

Le sopradescritte attività sono state svolte nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico, indicate nel precedente paragrafo 1.

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza della Direzione della Società e di Cogemat, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni utilizzate nello svolgimento delle nostre analisi, o altri fatti e circostanze che possano avere un effetto sui risultati dei metodi di determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni indicato nella Relazione degli Amministratori che, come tali, potrebbero essere rilevanti per le finalità della presente relazione.

8. Commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte

Ferme restando le considerazioni in precedenza svolte, si osserva che:

- i metodi di valutazione adottati sono largamente diffusi nella prassi professionale italiana e internazionale, hanno consolidate basi dottrinali e si basano su parametri determinati attraverso un percorso metodologico di generale accettazione;
- tali metodi appaiono adeguati nella fattispecie in considerazione delle caratteristiche delle società interessate dall'Operazione;
- conformemente al contesto valutativo richiesto, i metodi sono stati sviluppati in ottica *stand-alone* (ovverosia non sono state considerate stime relative alla possibilità di realizzazione di sinergie tra SNAI e Cogemat);
- l'approccio metodologico adottato dagli Amministratori ha consentito di rispettare il criterio della omogeneità dei metodi di valutazione e quindi della confrontabilità dei valori, compatibilmente con gli elementi caratteristici delle singole società oggetto di valutazione;
- l'applicazione di una pluralità di criteri e metodi ha consentito comunque di allargare il processo di valutazione e sottoporre a verifica sostanziale i risultati ottenuti.

Con riferimento allo sviluppo delle metodologie di valutazione effettuato dagli Amministratori evidenziamo di seguito le nostre considerazioni:

a) con riferimento alla determinazione del Prezzo di Emissione:

- Nell'ipotesi di esclusione del diritto di opzione, la norma dell'art. 2441, sesto comma del Codice Civile, stabilisce che il prezzo di emissione delle azioni deve essere determinato "in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in borsa, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre". Secondo accreditata dottrina, tale disposizione va interpretata nel senso che il prezzo di emissione delle azioni non deve essere necessariamente uguale al valore patrimoniale, dal momento che la sua determinazione deve essere fatta "in base" a tale valore; ciò lascia un margine di discrezionalità agli Amministratori, che potrebbero emettere le nuove azioni ad un prezzo non coincidente con il valore del patrimonio netto. Analogamente, si ritiene che il riferimento della norma all'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre lasci agli Amministratori libertà di scelta nella individuazione del valore dell'azione che possa ritenersi maggiormente rappresentativo della tendenza del mercato nel periodo di osservazione.
- Come descritto nei precedenti paragrafi, con riferimento alle valutazioni di congruità dei termini del conferimento della Partecipazione Oggetto di Conferimento, gli Amministratori hanno identificato i criteri di determinazione del valore economico del capitale sia di Cogemat,

che di SNAI, riferendosi a quelli generalmente applicati in operazioni di analoga natura, ed in particolare (i) al metodo finanziario basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa che si prevede che le società saranno in grado di generare, (ii) al metodo dei multipli di mercato, e, per quanto riguarda SNAI, (iii) al valore di borsa.

- Gli Amministratori osservano che il Prezzo di Emissione delle Nuove Azioni SNAI di Euro 1,955 (accettato dai soci di Cogemat nell'ambito della negoziazione nell'Accordo di Investimento) è congruo in quanto (i) si colloca all'interno di tutti i *range* di valutazione che emergono dall'applicazione di tali criteri, (ii) risulta superiore al prezzo medio ponderato registrato dal titolo SNAI nei 3 mesi precedenti al 24 giugno 2015, (iii) è calcolato in relazione ad un numero di Nuove Azioni SNAI che Lazard S.r.l., nella *Fairness Opinion* rilasciata al Consiglio di Amministrazione in qualità di esperto indipendente, ha dichiarato congruo, da un punto di vista finanziario, come corrispettivo dell'Operazione.

b) Con riferimento alla valutazione della Partecipazione Oggetto del Conferimento:

- In relazione alla valutazione della Partecipazione Oggetto del Conferimento, sulla base dei risultati ottenuti applicando i metodi di valutazione descritti in precedenza, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto congruo il valore di Euro 140 milioni convenuto con i soci di Cogemat.
- Gli Amministratori Indipendenti hanno espresso parere favorevole al compimento dell'Operazione, anche sulla base della valutazione contenuta nella *Fairness Opinion* predisposta dall'*advisor* finanziario appositamente incaricato, che risulta in linea con il valore attribuito alla Partecipazione Oggetto del Conferimento.
- Tale valore è infine compreso negli intervalli valutativi elaborati dal Consiglio di Amministrazione ed inferiore al valore attestato dall'Esperto Indipendente incaricato della predisposizione della perizia prevista dall'articolo 2343 ter, comma secondo, lettera b), del Codice Civile.

9. Limiti specifici incontrati dal revisore nell'espletamento del presente incarico

Come in precedenza evidenziato, nell'esecuzione del nostro incarico abbiamo utilizzato dati, documenti ed informazioni forniti da SNAI e da Cogemat, inclusi il documento di valutazione del 12 giugno 2015 e la *Fairness Opinion* dell'*advisor* finanziario e la perizia di cui all'articolo 2343 ter, comma secondo, lettera b), del Codice Civile, predisposta dall'Esperto Indipendente KPMG Advisory S.p.A., assumendone la veridicità, correttezza e completezza. Allo stesso modo, non sono state eseguite, sempre perché estranee all'ambito del nostro incarico, verifiche e valutazioni della validità e efficacia dell'Operazione effettuata da SNAI con i soci di Cogemat, né degli effetti dell'aumento di capitale sui medesimi.

Nell'utilizzo dei dati previsionali e delle analisi finanziarie che ci sono state fornite, abbiamo presupposto che queste siano state preparate in modo obiettivo su elementi di ipotesi che riflettano le migliori previsioni attualmente disponibili per il management di SNAI e di Cogemat in relazione ai futuri risultati finanziari e alle condizioni economiche delle stesse.

Infine, il nostro parere è formulato alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e pertanto non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e non prevedibile e, in quanto basato su dati di natura previsionale, dipende dall'effettivo verificarsi delle ipotesi e delle assunzioni utilizzate per la redazione dei piani futuri.

10. Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrate nella presente relazione, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di SNAI per la determinazione del Prezzo di Emissione delle Nuove Azioni SNAI al fine dell'aumento del capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, sesto comma del Codice Civile previsto dall'Operazione, siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del prezzo di emissione, pari a Euro 1,955 per azione, delle Nuove Azioni SNAI che saranno emesse a favore dei soci Cogemat nel numero massimo di 71.602.410 azioni.

Firenze, 4 settembre 2015



Reconta Ernst & Young S.p.A.

Lapo Ercoli
(Socio)