



SNAI S.p.A.

**Relazione di stima ex art. 2343-ter, comma 2, lettera b),
del Codice Civile concernente la valutazione di
numero 35.175.563 azioni ordinarie Cogemat S.p.A.
oggetto di conferimento a SNAI S.p.A.**

Agosto 2015

KPMG Advisory S.p.A.

Corporate Finance

4 agosto 2015

Rif.: 1300058-397

Questa relazione è composta da 21 pagine

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'cy'.

Indice

1	Premessa	2
1.1	Finalità ed oggetto dell'incarico	2
1.2	Descrizione dell'operazione	2
1.3	Data di riferimento della stima	3
1.4	Documentazione utilizzata	3
1.5	Lavoro svolto	4
1.6	Limitazioni	5
2	Le azioni oggetto di conferimento	6
2.1	Informazioni generali	6
2.2	Condizioni dell'operazione rilevanti ai fini della stima	6
3	Il Gruppo Cogemat	7
3.1	Profilo del Gruppo Cogemat	7
3.2	Il settore di riferimento	8
4	Dati contabili e finanziari del Gruppo Cogemat	9
4.1	Situazione patrimoniale alla data di riferimento	9
4.2	Dati economici	12
5	Procedimento di valutazione	14
5.1	Approccio generale	14
5.2	Metodo dei dividendi scontati	14
5.3	Metodo dei moltiplicatori	15
5.4	Risultati della stima	16
6	Conclusioni	17
	Allegati	18
	Allegato A – Dati contabili e finanziari	19
	Allegato B – Applicazione del metodo dei dividendi scontati	20
	Allegato C – Applicazione del metodo dei moltiplicatori	21



1 Premessa

1.1 Finalità ed oggetto dell'incarico

SNAI S.p.A. ("SNAI" o "la Società Conferitaria") e alcuni azionisti di Cogemat S.p.A. ("Cogemat") hanno sottoscritto un accordo avente ad oggetto i termini e le condizioni del conferimento a beneficio di SNAI di una partecipazione compresa tra il 75,25% e il 100% del capitale sociale di Cogemat ("l'Accordo di Investimento").

A fronte del conferimento in natura delle azioni Cogemat ("il Conferimento") SNAI delibererà, ai sensi dell'art. 2441 comma 4 del Codice Civile, un aumento di capitale riservato con emissione di nuove azioni che saranno attribuite ai soggetti conferenti.

Nei termini previsti dall'Accordo di Investimento e secondo la procedura semplificata attualmente prevista dalla legge SNAI ha incaricato KPMG Advisory S.p.A. ("KPMG") di predisporre una relazione di stima delle azioni Cogemat oggetto del Conferimento ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lettera b), del Codice Civile.

La stima contenuta nella presente relazione è predisposta con modalità conformi ai principi e criteri generalmente riconosciuti tenendo in considerazione la finalità generale che il disposto di legge intende perseguire, ovvero quella di evitare che, attraverso una sopravvalutazione dei beni conferiti in natura, il patrimonio della Società Conferitaria risulti artificiosamente alterato.

Con riferimento a tale finalità e in analogia a quanto previsto dagli articoli 2343 e 2465 del Codice Civile, nell'ambito della presente relazione stimiamo il valore delle azioni Cogemat e attestiamo che tale valore è almeno pari a quello ad esse attribuito ai fini della determinazione dell'aumento di capitale sociale di SNAI e dell'eventuale sovrapprezzo delle azioni che saranno emesse a fronte dell'apporto.

La presente stima è convenzionalmente riferita a numero 35.175.563 azioni ordinarie Cogemat rappresentative del 100% del capitale della società.

Alcune limitazioni rilevanti del nostro incarico sono richiamate nella successiva Sezione 1.6.

1.2 Descrizione dell'operazione

L'Accordo di Investimento menzionato nella precedente Sezione 1.1 e avente ad oggetto il Conferimento delle azioni Cogemat è stato sottoscritto in data 11 luglio 2015.

Gli azionisti di Cogemat che hanno sottoscritto con SNAI l'Accordo di Investimento sono International Entertainment S.A., OI-Games S.A. e OI-Games 2 S.A. (collettivamente "i Soci Finanziari"). I Soci Finanziari detengono azioni Cogemat complessivamente rappresentative di una quota pari al 75,25% del capitale della società.

Gli azionisti di Cogemat diversi dai Soci Finanziari detengono azioni Cogemat rappresentative di una quota pari al 24,75% del capitale della società e possono aderire all'Accordo di Investimento entro la data del 5 agosto 2015.



Il valore di conferimento delle azioni Cogemat indicato nell'Accordo di Investimento è pari a Euro 3,98 (tre/98) per azione.

Ne consegue che, con riferimento al 100% del capitale di Cogemat, il valore complessivo attribuito alle azioni oggetto del Conferimento ai fini della determinazione del collegato aumento di capitale SNAI, quest'ultimo inclusivo del sovrapprezzo azioni, è pari a Euro 140 milioni (l'"Aumento del Capitale SNAI").

Le informazioni generali riguardanti le conferende azioni Cogemat e alcune condizioni dell'Accordo di Investimento che risultano rilevanti ai fini della stima delle azioni oggetto di conferimento sono richiamate nelle successive Sezioni 2.1 e 2.2.

1.3 Data di riferimento della stima

La data di riferimento della presente stima è il 31 marzo 2015, data alla quale si riferiscono i dati della situazione contabile del Gruppo Cogemat resi disponibili ai fini dell'incarico.

Rispetto a tale data, la normativa applicabile stabilisce i limiti temporali entro i quali i risultati della presente stima potranno essere utilizzati ai fini della prospettata operazione di Conferimento.

1.4 Documentazione utilizzata

Ai fini del presente incarico SNAI ha reso disponibile i seguenti documenti e informazioni, anche di natura non pubblica.

- Comunicati stampa inerenti il progetto di integrazione di SNAI con il Gruppo Cogemat.
- Estratto dei patti parasociali di SNAI comunicati a CONSOB ai sensi dell'art. 122 del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998 num. 58.
- Parere del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di SNAI datato 19 giugno 2015 relativo all'operazione di Conferimento.
- Parere dell'esperto indipendente Lazard S.r.l. datato 30 giugno 2015 relativo all'operazione di Conferimento.
- Documentazione interna di presentazione del progetto e dell'operazione predisposta dalla Direzione di SNAI e datata 5 maggio 2015.
- Financial and Tax Due Diligence Report predisposto da PricewaterhouseCoopers S.p.A. su incarico conferito da SNAI e datato 11 giugno 2015.
- Accordo di Investimento sottoscritto da SNAI e dai Soci Finanziari di Cogemat in data 11 luglio 2015.



- Documento informativo redatto da SNAI ai sensi dell'articolo 5 del Regolamento approvato dalla Consob con Delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e successive modificazioni, datato 17 luglio 2015 e relativo all'operazione di Conferimento.
- Bilanci di Cogemat S.p.A. (separati e consolidati), Cogetech Gaming S.r.l., Cogetech S.p.A. e Azzurro Gaming S.p.A. per gli esercizi al 31 dicembre 2014 e 31 dicembre 2013.
- Statuto di Cogemat S.p.A., di Cogetech S.p.A., di Cogetech Gaming S.r.l. e di Azzurro Gaming S.p.A.
- Resoconto intermedio consolidato del Gruppo Cogemat al 31 marzo 2015.
- Dati finanziari previsionali del Gruppo Cogemat per il periodo 2015-2019.
- Altri dati e informazioni inerenti il profilo operativo e finanziario del Gruppo Cogemat e altre informazioni inerenti l'operazione e rilevanti ai fini della stima.

Riguardo alle informazioni e ai dati contabili e finanziari del Gruppo Cogemat, SNAI ha comunicato che questi sono stati raccolti nel corso delle fasi preparatorie dell'operazione, delle attività di Due Diligence e delle trattative propedeutiche all'Accordo di Investimento.

SNAI ha informato che non assume responsabilità in relazione alla veridicità o completezza di tali informazioni e che tale responsabilità rimane degli amministratori del Gruppo Cogemat.

1.5 Lavoro svolto

Ai fini della presente stima abbiamo:

- analizzato i documenti e le informazioni di cui alla precedente Sezione 1.4;
- discusso con la Direzione di SNAI circa il contesto generale, le finalità e le condizioni dell'operazione, il profilo operativo e finanziario del Gruppo Cogemat;
- condotto interviste con la Direzione di Cogemat circa i dati storici del gruppo, la situazione contabile e finanziaria al 31 marzo 2015, i dati previsionali e le assunzioni a questi sottostanti;
- applicato metodi di stima del valore del capitale di Cogemat, individuate tra quelle di generale accettazione e ritenute adeguate al caso di specie e nell'ambito del disposto di legge;
- sviluppato analisi di sensibilità dei risultati della stima al variare dei principali parametri applicativi e di alcune delle ipotesi sottostanti.



A completamento delle attività abbiamo ottenuto di una lettera di attestazione nella quale il Legale Rappresentante di SNAI si dichiara consapevole delle informazioni e ipotesi sulla base delle quali la presente relazione è stata predisposta e conferma che SNAI non è a conoscenza di informazioni ulteriori che avrebbero potuto modificare sensibilmente le conclusioni da noi raggiunte.

1.6 Limitazioni

Tutti i documenti, dati e informazioni inerenti il Gruppo Cogemat e utilizzati ai fini della stima, come elencati nella precedente Sezione 1.4, sono stati forniti dalla Direzione di SNAI e da questa acquisiti o predisposti durante le fasi preparatorie dell'operazione o successivamente, nell'ambito dei termini dell'Accordo di Investimento.

Nel medesimo ambito ed esclusivamente per le finalità di svolgimento del presente incarico SNAI e i Soci Finanziari di Cogemat ci hanno fornito i dati della situazione contabile al 31 marzo 2015 e i dati finanziari previsionali 2015-2019 del gruppo; ci hanno inoltre consentito accesso diretto alla Direzione del Gruppo Cogemat per la discussione dei medesimi.

I dati interinali sono stati predisposti dalla Direzione di Cogemat e sono rappresentati con i medesimi criteri dei dati del bilancio consolidato della società, ma non sono stati assoggettati a procedure di revisione contabile.

Relativamente ai dati previsionali del Gruppo Cogemat, questi sono stati elaborati dalla Direzione di Cogemat, sulla base di assunzioni relative a eventi e azioni future richiamati nella successiva sezione 4.2.

Nel corso della nostra analisi non abbiamo riscontrato elementi tali da farci ritenere che tali assunzioni non costituiscano, alla data attuale, base ragionevole per l'estrapolazione dei dati previsionali: le assunzioni restano tuttavia soggette a un certo grado di incertezza e alcuni eventi delineati nel piano potrebbero non trovare effettiva attuazione, o attuarsi in misura e con tempistica diversa, dando luogo a risultati diversi anche significativamente dalle previsioni.

Scostamenti rispetto alle previsioni utilizzate a base della presente stima potrebbero anche determinarsi a seguito del verificarsi di eventi futuri o discontinuità rilevanti collegate all'evoluzione del quadro normativo in materia di giochi pubblici, eventi che hanno natura non ricorrente e non prevedibile.

La sussistenza o meno di fatti nuovi e rilevanti, tali da poter modificare sensibilmente il valore attribuito alle azioni Cogemat nell'ambito del Conferimento, sarà oggetto di verifica da parte degli Amministratori di SNAI ai sensi dell'art. 2343-quater del Codice Civile nel termine di trenta giorni dall'iscrizione della delibera dell'aumento di capitale collegato all'apporto.

I risultati della presente stima delle azioni Cogemat possono essere utilizzati esclusivamente per le finalità dell'incarico come riportate nella precedente Sezione 1.1 e nei limiti temporali stabiliti dalla normativa applicabile.



2 Le azioni oggetto di conferimento

2.1 Informazioni generali

Cogemat è società di diritto italiano con sede a Milano, Piazza della Repubblica n. 32 e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Milano, codice fiscale e partita IVA 08897510015.

Alla data attuale il capitale sociale ammonta a Euro 35.175.563,00, rappresentato da numero 35.175.563 azioni ordinarie del valore nominale di Euro 1,00 (uno/00) cadauna, con godimento regolare.

Cogemat è entità capofila dell'omonimo gruppo di società attive nel settore della commercializzazione di giochi pubblici e nel settore della raccolta di scommesse sportive, come descritto nelle successive Sezioni 3.1 e 3.2.

2.2 Condizioni dell'operazione rilevanti ai fini della stima

Per il periodo compreso tra la data di sottoscrizione dell'Accordo di Investimento e quella di esecuzione dell'operazione i soci di Cogemat aderenti all'Accordo medesimo sono impegnati a far sì che le società del Gruppo Cogemat siano gestite correttamente e prudentemente, nel rispetto delle norme di legge e dei regolamenti in vigore, e secondo la prassi operativa e commerciale adottata precedentemente.

I medesimi soggetti sono impegnati a far sì che, nel periodo interinale, le società del Gruppo Cogemat non completino atti eccedenti la gestione ordinaria, con particolare riferimento a operazioni sul capitale (ad es. distribuzione di riserve o utili, emissione di strumenti di capitale o di debito), operazioni di finanza straordinaria o introduzione di modifiche statutarie.

I soci di Cogemat diversi dai Soci Finanziari e aderenti all'Accordo di Investimento sono disgiuntamente impegnati alla sottoscrizione di un impegno di non concorrenza nei confronti della Società Conferitaria, a valere per un periodo di due anni a partire dalla data di esecuzione dell'operazione.

Nell'ambito di tale impegno si prevede, tra l'altro, che questi soggetti non assumano, nemmeno per via indiretta, partecipazioni in entità (diverse dalle società del gruppo SNAI) titolari di concessioni per la gestione di apparecchi da intrattenimento.

Costituiscono inoltre condizioni sospensive dell'Accordo di Investimento il rilascio dell'assenso all'operazione da parte dell'Agenzia per le Dogane e i Monopoli ("ADM") e del nulla osta da parte dell'autorità Antitrust.

Costituisce infine generica condizione risolutiva dell'Accordo di Investimento il verificarsi di eventi rilevanti di natura esogena (inclusi eventi di mercato o collegati al quadro normativo) che possano avere effetti negativi sulle attività, sulle condizioni finanziarie e non, sulle passività, sui beni, sulle concessioni o sull'operatività del Gruppo Cogemat.



3 Il Gruppo Cogemat

3.1 Profilo del Gruppo Cogemat

Il Gruppo Cogemat è attivo principalmente nel settore della commercializzazione di giochi pubblici anche tramite la conduzione operativa della rete telematica, e secondariamente nel settore della raccolta di scommesse sportive e dei giochi on line.

Cogemat è società holding, non operativa, che detiene, per via diretta e indiretta, la totalità del capitale delle seguenti entità: Cogetech, S.p.A. (“Cogetech”), Cogetech Gaming S.r.l. (“Cogetech Gaming”) e Azzurro Gaming S.p.A. (“Azzurro Gaming”).

Le linee di attività del Gruppo Cogemat sono le seguenti:

- conduzione della rete per la gestione telematica del gioco lecito;
- gestione per via diretta e indiretta di apparecchi da intrattenimento di tipo AWP (Amusement With Prizes);
- gestione per via diretta e indiretta di apparecchi da intrattenimento di tipo VLT (Videolotterie);
- gestione diretta di punti di raccolta e accettazione di scommesse ippiche e sportive, con marchio iZiPlay;
- gestione diretta di servizi online per la gestione di scommesse sportive e giochi di abilità a distanza, attraverso il sito internet www.iZiplay.it;
- fornitura di servizi di connessione e soluzioni software per le agenzie di scommesse, con marchio Bet Solutions;
- fornitura di strumenti hardware e soluzioni software per la vendita di carte prepagate, con marchio Paymat.

Le società del gruppo svolgono la loro attività nell’ambito di concessioni e autorizzazioni rilasciate dall’ADM. Le concessioni relative agli apparecchi di tipo AWP e VLT hanno scadenza nel mese di marzo 2022; la concessione per i giochi online e le concessioni relative alle scommesse ippiche e sportive hanno scadenza nel mese di giugno 2016.

Gli apparecchi da intrattenimento sono collegati mediante rete telematica al sistema centrale della AAMS, che gestisce e controlla tutti i dati inerenti le macchine da gioco, compresi quelli connessi al prelievo erariale, secondo la normativa vigente.

Le reti telematiche sono di proprietà dell’autorità che, tramite procedure di evidenza pubblica, affida l’attività di gestione operativa a terzi sulla base di concessioni e convenzioni non esclusive.



Le società del Gruppo Cogemat hanno sede a Milano e impiegano complessivamente 290 dipendenti circa. Il gruppo opera tramite una struttura distributiva nazionale composta da operatori, appaltatori e gestori.

Alle società Cogetech e Azzurro Gaming fanno capo le attività del settore macchine da gioco. Cogetech, che rappresenta la principale realtà operativa del gruppo, gestisce una rete di circa 34.000 apparecchi AWP presenti in circa 10.000 esercizi pubblici e circa 5.200 apparecchi VLT presenti in circa 500 esercizi.

L'attività di raccolta delle scommesse sportive è svolta prevalentemente da Cogetech Gaming, che gestisce una rete di 140 punti di accettazione distribuiti su tutto il territorio nazionale.

3.2 Il settore di riferimento

A partire dagli anni novanta il mercato italiano dei giochi pubblici è stato interessato da una significativa crescita a seguito del processo di liberalizzazione. Nel 2014 il giro d'affari del settore in termini di ricavi lordi è stato di €85 miliardi circa.

Il segmento dei giochi su apparecchi da intrattenimento, AWP e VLT, avviato in Italia a partire dal 2004, risulta il più importante del mercato con un giro d'affari di €47 miliardi nel 2014. All'interno di questo segmento le tendenze più recenti registrano una sostanziale stabilità della raccolta AWP e una lieve flessione della raccolta VLT.

La catena del valore del segmento si articola sulle attività di sviluppo dei contenuti, produzione degli apparecchi, gestione delle reti, distribuzione e gestione degli apparecchi, gestione dei punti di pagamento. Ogni operatore organizza autonomamente il proprio modello imprenditoriale con diversi gradi di diversificazione.

Le attività di sviluppo dei contenuti e di produzione degli apparecchi sono svolte da un numero molto limitato di operatori. Gli operatori sono talvolta integrati a valle nella fornitura di servizi connessi alla tecnologia o nella gestione diretta dei punti vendita.

Gli apparecchi VLT si distinguono dagli apparecchi AWP per livello tecnologico e per la distribuzione tramite appositi punti vendita. L'offerta degli apparecchi VLT è più accattivante per tipologia di giochi e per ammontare di premi e di vincite pagabili. Gli apparecchi AWP sono tecnologicamente meno avanzati e storicamente utilizzati da postazioni non specialistiche.

Nel 2014 la quota di mercato del Gruppo Cogemat nel segmento dei giochi su apparecchi da intrattenimento in Italia era del 9% circa.

Il segmento delle scommesse sportive ha registrato un giro d'affari di €4,2 miliardi nel 2014, di cui €1,5 miliardi attraverso il canale telematico, con un incremento significativo rispetto all'anno precedente.

Gli altri segmenti rilevano la continua riduzione del giro d'affari delle scommesse ippiche, la sostanziale stabilità di lotto e lotterie e la crescita delle scommesse su eventi virtuali.



4 Dati contabili e finanziari del Gruppo Cogemat

4.1 Situazione patrimoniale alla data di riferimento

La situazione patrimoniale di Cogemat utilizzata a base della stima e riprodotta nel seguito è derivata dal resoconto intermedio consolidato al 31 marzo 2015 predisposto dalla Direzione del gruppo.

I criteri di valutazione e rilevazione adottati sono in accordo con le norme di legge Italiane che disciplinano il bilancio d'esercizio interpretate ed integrate dai principi contabili predisposti dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, richiamati dalla comunicazione Consob n. 99088450 del 1° dicembre 1999, così come modificati dall'Organismo Italiano di Contabilità (OIC) e dai documenti emessi direttamente dall'OIC.

Dai dati della situazione patrimoniale al 31 marzo 2015 risulta che il valore contabile delle attività del Gruppo Cogemat è pari a complessivi €273,3 milioni, mentre il valore contabile delle passività è pari a complessivi €229,9 milioni. Il valore contabile del patrimonio netto consolidato di Gruppo Cogemat alla data di riferimento risulta pari a €43,4 milioni.

Nel seguito si procede alla descrizione delle poste principali della situazione patrimoniale, nonché dei principi e dei criteri adottati per la rappresentazione contabile. All'Allegato A si riportano i dati di sintesi riclassificati in forma scalare.

4.1.1 Immobilizzazioni immateriali

Ammontano a complessivi €64.690 migliaia, sono iscritte al costo di acquisto e includono:

- €55.900 migliaia per diritti afferenti terminali VLT, AWP e ai diritti scommesse, (ammortizzati a partire dal mese di attivazione degli apparecchi in base al periodo di durata della concessione);
- €1.897 migliaia relativi a oneri sostenuti per l'acquisizione di licenze e lo sviluppo di software di funzionamento delle piattaforme e dei sistemi per la gestione telematica (ammortizzati a quote costanti su un periodo di cinque anni) e per l'esercizio del gioco delle scommesse sportive ed ippiche (ammortizzati in base al periodo di durata della concessione);
- €5.099 migliaia relativi a oneri accessori su finanziamenti.



4.1.2 Immobilizzazioni materiali

Ammontano ad €14.941 migliaia, sono iscritte al costo di acquisto ridotto degli ammortamenti e includono:

- €8.948 migliaia relativi a oneri sostenuti per la costruzione della rete telematica per la gestione del gioco lecito, che costituisce bene gratuitamente devolvibile alla scadenza della concessione; includono i costi di acquisto di concentratori e router, oneri accessori per l'installazione degli apparecchi e il collegamento alla rete, nonché beni mobili e arredi; sono ammortizzati in base alla durata della concessione con il criterio dell'ammortamento finanziario;
- €1.686 migliaia relativi ad apparecchi da intrattenimento di proprietà e attrezzature accessorie;
- €2.149 migliaia relativi a tecnologia e arredi per i corner e le agenzie scommesse.

4.1.3 Immobilizzazioni finanziarie

Ammontano a €104 migliaia e sono rappresentate dalle partecipazioni SNAI Servizi S.r.l. per Euro 4 migliaia e Fondazione IziLoveFoundation per Euro 100 migliaia.

4.1.4 Rimanenze

Si riferiscono a materiale ed accessori per il collegamento degli apparecchi alla rete telematica ed ammontano ad €139 migliaia. Sono iscritte al minore tra il costo di acquisto ed il valore di realizzo desumibile dall'andamento del mercato, applicando il metodo FIFO.

4.1.5 Crediti

Ammontano complessivamente a €115.565 migliaia, sono iscritti al valore nominale rettificato dei fondi svalutazione e includono:

- crediti verso clienti: ammontano ad €57.941 migliaia e sono iscritti al netto di un fondo svalutazione di €18.303 migliaia; i crediti scaduti al 31 marzo 2015 ammontano a €36.223 migliaia;
- crediti per imposte anticipate: ammontano ad €25.210 migliaia e si riferiscono principalmente (€20.810 migliaia) a perdite fiscali riportabili a nuovo oltre che a differenze temporanee deducibili maturate sugli ammortamenti ed il fondo rischi;
- deposito cauzionale nei confronti dell'ADM per i canoni relativi alle attività di AWP e VLT (0,5% della raccolta mensile) per €26.412; i canoni sono liquidati da ADM con cadenza annuale alla verifica del raggiungimento di determinati parametri qualitativi di servizio;



- altri crediti: ammontano a €6.002 migliaia e fanno riferimento principalmente a crediti tributari (€4.207 migliaia).

4.1.6 Ratei e risconti attivi

Ammontano a €41.620 migliaia e sono costituiti per €37.388 al risconto dei minori ricavi relativi all'applicazione del contributo previsto dalla legge di stabilità e per €1.984 al risconto del disagio di emissione delle obbligazioni emesse nel febbraio 2014.

4.1.7 Disponibilità liquide

Ammontano a €36.231 migliaia, sono costituite principalmente da saldi attivi di conto corrente depositati presso vari istituti di credito.

4.1.8 Fondi rischi

Ammontano ad €1.982 migliaia e sono stanziati per coprire perdite o debiti di esistenza certa o probabile dei quali alla data non sono determinabili l'ammontare o la data di sopravvenienza. Le passività potenziali sono iscritte in quanto ritenute probabili e l'ammontare del relativo onere è stimabile con ragionevolezza.

Il fondo investimento adeguamenti tecnologici, pari a €1.084 migliaia, è accantonato a fronte alle richieste di ADM inerenti l'adeguamento tecnologico della rete; ammonta a €10 per ogni macchina installata.

Il fondo rischi relativo a contenziosi amministrativi e vertenze con il personale dipendente, pari a €843 migliaia, è accantonato a copertura dei rischi connessi con i contenziosi in essere alla data di chiusura dell'esercizio.

4.1.9 Trattamento di fine rapporto

Ammonta a complessivi €2.986 migliaia e rappresenta l'effettivo debito del gruppo al 31 marzo 2015 verso i dipendenti in forza a tale data, in conformità di legge e dei contratti di lavoro vigenti, considerando ogni forma di remunerazione al netto degli anticipi corrisposti.

4.1.10 Debiti finanziari

Ammontano a complessivi €119.557 migliaia e includono:

- €52.474 migliaia relativi a obbligazioni emesse da Cogemat nel febbraio 2014 ("Secured Floating Rate Notes") con scadenza luglio 2019, valore inclusivo di interessi PIK capitalizzati;



- €51.600 migliaia relativi a debiti verso banche a medio-lungo termine per contratti di finanziamento stipulati da Cogetech nel novembre 2013 (“Cogetech Loan Agreement”) con scadenza novembre 2018;
- €10.885 migliaia relativi a debiti verso banche a breve termine, principalmente per quota a breve dei debiti di cui al punto precedente;
- €4.598 migliaia relativi a debiti verso altri per il finanziamento erogato da Casinò Austria Suisse a Azzurro Gaming.

4.1.11 Debiti verso fornitori

Ammontano a €10.758 migliaia e sono iscritti al loro valore nominale, modificato in occasione di resi e/o rettifiche di fatturazione.

4.1.12 Altri debiti

Ammontano a €93.785 migliaia e comprendono €47.040 migliaia rappresentati dal debito relativo all'onere introdotto dalla nuova legge di stabilità in capo a Cogetech e ai terzi incaricati ad essa riconducibili, €17.736 migliaia relativi a debiti tributari per PREU, €6.882 relativi ai depositi cauzionali ricevuti da gestori ed esercenti, €5.302 migliaia relativi a depositi cauzionali VLT ricevuti dall'operatore IGM, €3.391 relativi agli importi accantonati per il pagamento dei jackpot VLT non ancora vinti al 31 marzo 2015, €3.039 migliaia relativi a debiti verso l'ADM per canoni di concessione.

4.1.13 Ratei e risconti passivi

Ammontano a €832 migliaia e fanno principalmente riferimento a ricavi rilevati nel primo semestre ma con competenza annuale e a costi relativi alle vendite di scommesse rilevati dopo il 30 giugno.

4.1.14 Patrimonio netto

Ammonta a complessivi €43.390 migliaia. Il risultato netto per il periodo dal 1 gennaio al 31 marzo 2015 è positivo e ammonta a €763 migliaia.

4.2 Dati economici

I dati economici e patrimoniali consolidati del Gruppo Cogemat per gli esercizi storici al 31 dicembre 2012, 2013 e 2014 e al 31 marzo 2015, affiancati dai dati previsionali al 31 dicembre 2015-2019 elaborati dalla Direzione di Cogemat, sono riportati in forma sintetica all'Allegato A.



I dati economici sono rappresentati con i medesimi criteri utilizzati dal gruppo per la redazione del bilancio consolidato. Si è provveduto ad apportare alcune riclassificazioni al fine di consentire la comparabilità dei dati previsionali con quelli contabili.

I ricavi connessi agli apparecchi da intrattenimento sono espressi al lordo dei compensi riconosciuti a gestori ed esercenti incaricati della raccolta. Il valore della produzione rappresenta pertanto l'importo totale delle giocate raccolte, al netto delle vincite e del Prelievo Erariale Unico. I costi operativi includono pertanto i compensi dei gestori.

Relativamente ai dati previsionali, in particolare, le principali assunzioni utilizzate dalla Direzione del gruppo per la loro estrapolazione possono essere riassunte come segue:

- Parco macchine installate: si prevede un incremento degli apparecchi AWP installati e attivati (da 33.887 a 35.000); per gli apparecchi VLT si prevede il mantenimento del numero medio di macchine attive (5.100) senza acquisto di ulteriori diritti VLT.
- Giro di affari netto: per tutte le attività del gruppo si ipotizzano payout costanti e in linea con i dati consuntivi dell'esercizio 2014; riguardo agli importi medi di giocata giornaliera per macchina si prevede un incremento del 3% annuo per gli apparecchi VLT e importi stabili per gli apparecchi AWP. Per l'attività di gestione scommesse si prevede l'apertura di 5 nuovi punti di accettazione nel 2017 e un aumento del volume delle scommesse sportive.
- Tassazione: è stimata in base alle aliquote PREU vigenti (5% per gli apparecchi VLT e 13% per gli apparecchi AWP) e del prelievo fiscale sui compensi della filiera delle macchine da gioco con le modalità previste dalla Legge di Stabilità 2015 (i.e. articolo 1, comma 649, lettera b).
- Costi operativi: si stimano i costi connessi alle forniture di apparecchi AWP e VLT e ai compensi dei gestori sulla base degli accordi contrattuali vigenti; si prevedono costi fissi di struttura sostanzialmente stabili.
- Investimenti: nel periodo 2015-2019 si prevedono €4,5 milioni di investimenti per il rinnovo degli apparecchi, per le attrezzature dei negozi, per adeguamenti tecnologici e aggiornamento dei sistemi web; nel 2016 si prevede un investimento di €6 milioni circa per il rinnovo della concessione inerente l'attività di raccolta scommesse.
- Capitale circolante: si prevede una movimentazione delle masse gestite con indicatori allineati a quelli degli esercizi più recenti.
- Gestione finanziaria: si prevede il rimborso anticipato a fine 2015 delle Secured Floating Rate Notes con successiva attivazione di una linea di credito revolving al un tasso di interesse del 7,5% annuo; per debiti bancari a medio-lungo termine si prevede il rimborso integrale entro il 2018 con un piano di ammortamento a rate crescenti.



5 Procedimento di valutazione

5.1 Approccio generale

Si procede alla stima del valore attribuibile alle azioni Cogemat ai sensi dell'art. 2343-ter del Codice Civile e per le finalità indicate in premessa.

La valutazione delle azioni in oggetto si sviluppa a partire dai dati finanziari consolidati del Gruppo Cogemat descritti nelle precedenti Sezioni 4.1 e 4.2.

I dati in questione e le stime da essi derivabili fanno riferimento al Gruppo Cogemat configurato in ipotesi di autonomia operativa e di continuità delle attuali condizioni di gestione. Non si includono pertanto effetti connessi alle sinergie industriali successivamente prospettabili a seguito dell'integrazione tra il Gruppo Cogemat e il gruppo SNAI.

I metodi di stima utilizzati per la presente relazione rientrano tra quelli generalmente accettati dalla prassi professionale e di mercato, ed esprimono le necessarie caratteristiche di razionalità, dimostrabilità, neutralità e stabilità dei criteri e dei parametri di base del procedimento.

Si tratta di metodi fanno principalmente riferimento a vettori di valore di tipo finanziario e reddituale, che si ritiene siano quelli più appropriati rispetto al profilo dell'attività del Gruppo Cogemat. In tale ambito si sono scelti metodi sia analitici che empirici con l'obiettivo di pervenire ad un giudizio di valutazione integrato.

I metodi utilizzati sono quello dei dividendi scontati, descritto nella successiva Sezione 5.2, e quello dei moltiplicatori di mercato, descritto nella Sezione 5.3. I risultati quantitativi derivati dai dati e dalle metodologie di cui sopra sono richiamati nella Sezione 5.4.

5.2 Metodo dei dividendi scontati

Il metodo dei dividendi scontati determina il valore del capitale netto dell'azienda sulla base dei flussi finanziari distribuibili in futuro a remunerazione dei prestatori di capitale di rischio. Si tratta di una formulazione alternativa, peraltro ampiamente utilizzata dalla prassi, del metodo dei flussi di cassa scontati.

Per il calcolo del valore attuale dei dividendi futuri abbiamo utilizzato un modello a due fasi che si riferiscono, rispettivamente, al valore del periodo di previsione esplicita (4 anni e nove mesi, dal 1 aprile 2015 al 31 dicembre 2019) e al valore residuo del periodo successivo.

Per il periodo esplicito abbiamo fatto riferimento ai dati previsionali di cui al precedente paragrafo 4.2, con le relative estrapolazioni inerenti i ricavi, i margini operativi, gli effetti finanziari e fiscali. Nella stima dei dividendi distribuibili abbiamo tenuto conto dei risultati reddituali attesi e degli impegni connessi alla gestione finanziaria per il rimborso dei debiti finanziari in essere.



Per il valore residuo abbiamo utilizzato l'algoritmo sintetico della rendita perpetua: per la stima del flusso di cassa distribuibile in perpetuo abbiamo tenuto conto degli esborsi necessari al futuro rinnovo delle concessioni e abbiamo considerato, sulla base di informazioni comparative di mercato, una struttura finanziaria-obiettivo costituita al 90% da mezzi propri.

Abbiamo calcolato il valore attuale dei dividendi futuri (periodo esplicito e valore residuo) sulla base di un tasso finanziario rappresentativo del costo-opportunità del capitale di rischio, che abbiamo stimato pari al 10% circa.

Abbiamo stimato il tasso di sconto partendo da tassi di rendimento riferiti alle attività prive di rischio incrementati di un premio per il rischio dell'investimento azionario nel settore di riferimento quantificato per via comparativa, secondo modalità di generale applicazione.

Rispetto ai premi medi di mercato abbiamo incluso una componente di premio per il rischio aggiuntivo in relazione al profilo dimensionale dell'azienda in oggetto e alla liquidità ristretta dell'investimento.

Il tasso di crescita del risultato distribuibile che abbiamo utilizzato per il calcolo del valore residuo è pari al 2%.

Abbiamo infine stimato e considerato separatamente il valore attuale delle perdite pregresse riportabili e il valore equo delle stock options assegnate agli amministratori e dirigenti del gruppo.

Il valore del 100% del capitale di Cogemat al 31 marzo 2015 stimato con il metodo dei dividendi scontati ammonta a €143 milioni circa. I parametri utilizzati per l'applicazione della metodologia sono riportati all'Allegato B.

5.3 Metodo dei moltiplicatori

Il metodo dei moltiplicatori determina il valore dell'azienda in funzione di coefficienti sintetici basati sul rapporto tra valori di scambio e indicatori finanziari di altre realtà del settore.

I valore di scambio sono di norma derivati da transazioni unitarie su mercati regolamentati (multipli di borsa) oppure da transazioni in blocco completate in contesto privato (multipli di transazioni).

Nel caso di specie abbiamo utilizzato moltiplicatori di borsa basati sul coefficiente EV/EBIT, che risulta comunemente utilizzato da investitori e analisti finanziari.

Il moltiplicatore risulta dal rapporto tra valore del capitale investito e reddito operativo delle società del settore. Abbiamo calcolato il valore del capitale investito come somma dei valori di mercato del capitale e del debito finanziario netto; per i dati di capitalizzazione abbiamo utilizzato le quotazioni di alcune di società del settore rilevate sino a fine luglio 2015.



Abbiamo poi applicato i moltiplicatori delle società del settore ai dati di EBIT del Gruppo Cogemat previsti per gli esercizi 2015-2017 normalizzati per tenere conto dei costi di rinnovo delle concessioni di gestione.

Il valore del 100% del capitale di Cogemat al 31 marzo 2015 stimato con il metodo dei moltiplicatori è compreso tra €141 milioni circa ed €157 milioni circa. I parametri utilizzati per l'applicazione della metodologia sono riportati all'Allegato C.

5.4 Risultati della stima

I risultati quantitativi derivati dalle metodologie descritte nelle precedenti Sezioni 5.2 e 5.3 possono essere riassunti come segue:

- con il metodo dei dividendi scontati abbiamo stimato il valore del 100% del capitale di Cogemat al 31 marzo 2015 pari a €143 milioni circa;
- con il metodo dei moltiplicatori abbiamo stimato il valore del 100% del capitale di Cogemat al 31 marzo 2015 nell'intervallo compreso tra €141 milioni e €157 milioni circa.

In considerazione della natura sintetica delle indicazioni di valore derivabili dai moltiplicatori riteniamo, ai fini del presente incarico, di derivare la stima conclusiva del valore delle azioni Cogemat sui risultati del metodo dei dividendi scontati e di acquisire i risultati del metodo dei moltiplicatori come indicazione di controllo.



6 Conclusioni

Sulla base degli elementi riportati alla precedente Sezione 5 e ai sensi dell'art. 2343-ter comma 2, lettera b), del Codice Civile abbiamo stimato il valore delle numero 35.175.563 azioni ordinarie rappresentative del 100% del capitale di Cogemat S.p.A. alla data del 31 marzo 2015 pari a complessivi €143 milioni.

Come indicato nell'Accordo di Investimento e come richiamato alla precedente Sezione 1.2, il valore attribuito alle medesime azioni Cogemat ai fini della determinazione dell'Aumento di Capitale SNAI, inclusivo del sovrapprezzo, è pari a complessivi €140 milioni.

Tutto ciò premesso, si attesta che il valore delle azioni Cogemat oggetto del Conferimento è almeno pari a quello ad esse attribuito ai fini della determinazione dell'Aumento di Capitale SNAI.

Milano, 4 agosto 2015

KPMG Advisory S.p.A.



Simone Maurizio
Partner

Allegati



Allegato A – Dati contabili e finanziari

Situazione patrimoniale di riferimento	
€ Mln	31-mar-15
Immobilizzazioni immateriali	64,7
Immobilizzazioni materiali	14,9
Immobilizzazioni finanziarie	0,1
Attivo fisso	79,7
Capitale circolante netto	51,9
Debito per TFR	(3,0)
Fondo rischi e oneri	(2,0)
Capitale investito netto	126,7
Posizione finanziaria netta (Cassa)/Debito	83,3
Patrimonio netto	43,4
Totale fonti	126,7

Fonte: Gruppo Cogemat.

Dati prospettici								
€ Mln	2012A	2013A	2014A	2015BP	2016BP	2017BP	2018BP	2019BP
Dati economici								
Valore della produzione	511,4	481,2	534,1	543,9	572,9	583,0	593,3	604,0
EBIT	18,9	11,0	18,6	10,4	14,5	16,8	18,7	20,7
Utile Netto	12,1	(58,0)	6,5	(1,4)	6,4	8,9	11,1	13,1
Dati patrimoniali								
Capitale investito netto	77,1	124,2	120,4	112,6	104,7	92,6	80,8	69,4
Posizione finanziaria netta (Cassa)/Debito	(1,6)	88,1	77,8	71,4	57,1	36,1	24,4	13,0
Patrimonio netto	78,7	36,1	42,6	41,2	47,6	56,5	56,5	56,5
Totale fonti	77,1	124,2	120,4	112,6	104,7	92,6	80,8	69,4

Fonte: Gruppo Cogemat.



Allegato B – Applicazione del metodo dei dividendi scontati

Costo del capitale proprio	
Risk-free rate	2,0%
Premio rischio azionario	5,0%
Beta Levered	0,86
Premio dimensionale	3,9%
Cost of Equity (Ke)	10,2%

Applicazione dei dividendi scontati						
€ Mln	9M 2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV
Redditi netti	(2,2)	6,4	8,9	11,1	13,1	14,3
Dividendi	-	-	-	11,1	13,1	14,3
Flussi di cassa netti attualizzati @10,2%	-	-	-	7,7	8,3	9,0
Valore attuale proiezione esplicita	16,0					
Valore attuale Terminal Value	116,6					
Perdite pregresse	14,4					
Stock option	(4,1)					
Equity Value	142,9					

Valore attuale Perdite pregresse						
€ Mln	9M 2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020
Imposte effettive	0,5	3,4	4,4	5,4	6,2	6,4
Perdita deducibile	0,4	2,7	3,5	4,3	5,0	5,1
Perdita residua	20,6	17,9	14,3	10,1	5,1	-
Valore attuale Perdita deducibile @10,2%	0,4	2,3	2,7	3,0	3,1	2,9
Somma valore attuale	14,4					



Allegato C – Applicazione del metodo dei moltiplicatori

Analisi società comparabili							
Società comparabili	Paese	Market Cap	Enterprise Value	EV/EBIT			Beta unlevered
				2015	2016	2017	
OPAP SA	GR	2.658	2.462	8,1x	7,0x	6,7x	0,9
ZEAL NETWORK SE	GB	370	257	6,2x	5,1x	4,5x	0,8
SNAI SPA	IT	181	586	8,1x	8,9x	7,4x	0,4
LADBROKES PLC	GB	1.480	2.057	16,1x	13,9x	12,8x	0,9
PADDY POWER PLC	IR	3.361	3.115	19,4x	16,7x	15,4x	0,7
RANK GROUP PLC	GB	1.061	1.191	n.a.	n.a.	n.a.	0,4
WILLIAM HILL PLC	GB	4.739	5.419	12,9x	11,8x	11,0x	0,9
888 HOLDINGS PLC	GI	1.160	1.015	13,1x	11,5x	n.a.	0,6
BWIN.PARTY DIGITAL ENTERTAIN	GI	1.459	1.324	27,9x	23,2x	17,9x	1,1
UNIBET GROUP PLC-SDR	MB	1.504	1.416	19,8x	16,0x	15,2x	0,6
BETSSON AB	SW	1.639	1.636	15,7x	13,4x	12,4x	0,9
Media				14,7x	12,7x	11,5x	0,7
Mediana				14,4x	12,6x	12,4x	0,8

Fonte: Servizi informativi di mercato.

Applicazione metodo moltiplicatori di mercato			
€ Mln	2015	2016	2017
EBITDA	35,7	37,7	39,2
Ammortamenti	(14,6)	(14,6)	(14,6)
Svalutazione crediti	(5,6)	(5,7)	(5,8)
Altri accantonamenti	(0,4)	(0,4)	(0,4)
EBIT rettificato	15,1	17,0	18,5
Mediana EV/EBIT	14,4x	12,6x	12,4x
Enterprise Value	217,4	214,3	229,9
Perdite pregresse	14,4	14,4	14,4
Posizione finanziaria netta (Debito)/Cassa	(83,3)	(83,3)	(83,3)
Stock option	(4,1)	(4,1)	(4,1)
Equity Value	144,3	141,3	156,8

