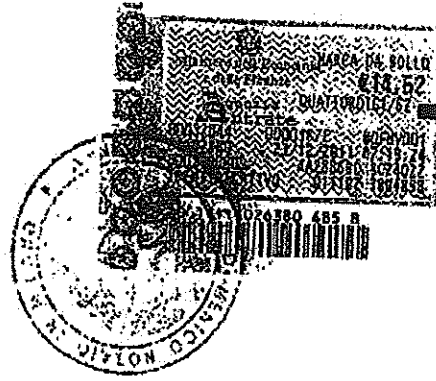


**KPMG**



**SNAI S.p.A.**

**Relazione di stima ex art. 2343-ter, comma 2, lettera b),  
del Codice Civile concernente la valutazione di  
numero 14.297.361 azioni ordinarie Cogemat S.p.A.  
oggetto di conferimento a SNAI S.p.A.  
Febbraio 2012**

**NOTAIO ANNA NAPOLI**  
20124 Milano / Via Vittor Pisani, 9  
Telefono 02.667301 - Fax 02.66986379

**KPMG Advisory S.p.A.**  
6 febbraio 2012  
Rif.: 1300045-548  
*Questa relazione è composta da 22 pagine*



## **Indice**

<b>1</b>	<b>Premessa</b>	<b>1</b>
1.1	Finalità ed oggetto dell'incarico	1
1.2	Descrizione dell'operazione	2
1.3	Data di riferimento della stima	2
1.4	Documentazione utilizzata	3
1.5	Lavoro svolto	4
1.6	Limitazioni	5
<b>2</b>	<b>La Partecipazione Oggetto di Conferimento</b>	<b>6</b>
2.1	Caratteristiche della partecipazione	6
2.2	Condizioni dell'operazione rilevanti ai fini della stima	7
<b>3</b>	<b>Il Gruppo Cogemat</b>	<b>8</b>
3.1	Profilo del Gruppo Cogemat	8
3.2	Il settore di riferimento	9
<b>4</b>	<b>Dati contabili e finanziari del Gruppo Cogemat</b>	<b>10</b>
4.1	Situazione patrimoniale alla data di riferimento	10
4.2	Dati economici	13
<b>5</b>	<b>Procedimento di valutazione</b>	<b>15</b>
5.1	Approccio generale	15
5.2	Metodo dei dividendi scontati	16
5.3	Metodo dei moltiplicatori di mercato	17
5.4	Risultati della stima	18
5.5	Altri elementi	18
<b>6</b>	<b>Conclusioni</b>	<b>19</b>
	<b>Allegato A – Dati contabili e finanziari</b>	<b>20</b>
	<b>Allegato B – Applicazione del metodo dei dividendi scontati</b>	<b>21</b>
	<b>Allegato C – Applicazione del metodo dei moltiplicatori</b>	<b>22</b>

*gm*

## 1 Premessa

### 1.1 Finalità ed oggetto dell'incarico

SNAI S.p.A. ("SNAI" o "la Società Conferitaria") e alcuni azionisti della società Cogemat S.p.A. ("Cogemat") hanno sottoscritto un accordo ("l'Accordo") avente ad oggetto l'acquisto, da parte di SNAI, di una partecipazione di controllo nel capitale della stessa Cogemat.

Nell'ambito dell'Accordo è previsto che il corrispettivo dell'operazione sia regolato in parte con nuove azioni SNAI da emettersi a fronte di conferimento in natura di azioni Cogemat ("il Conferimento").

Sempre in base all'Accordo, e secondo la procedura semplificata attualmente prevista dalla Legge, SNAI ha nominato KPMG Advisory S.p.A. ("KPMG"), ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lettera b), del Codice Civile, quale esperto indipendente per la predisposizione di una relazione di stima delle azioni Cogemat oggetto del Conferimento. La partecipazione oggetto di stima è più precisamente identificata nelle successive Sezioni 1.2 e 2.1.

Ai sensi della normativa sopra richiamata l'oggetto dell'incarico è rappresentato dalla stima del "valore equo" delle azioni Cogemat, che deve essere "conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento".

La normativa precisa che, ai fini dell'applicazione del secondo comma, lettera a) dell'articolo 2343-ter del Codice Civile, "per la definizione di valore equo si fa riferimento ai principi contabili internazionali adottati dall'Unione Europea". La medesima definizione è utilizzata ai fini della presente stima nell'ambito del disposto del secondo comma lettera b).

Pertanto la definizione di valore equo applicabile in questa sede ("Valore Equo") è quella che si riferisce al corrispettivo al quale le azioni Cogemat oggetto del Conferimento potrebbero essere scambiate in una libera transazione tra parti consapevoli e disponibili.

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 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, la presente relazione, oltre a stimare il Valore Equo delle azioni Cogemat oggetto di Conferimento, attesta 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 emesse a fronte dell'apporto.

Le limitazioni del presente incarico sono riportate nella successiva Sezione 1.6.



## **1.2 Descrizione dell'operazione**

L'Accordo menzionato nella precedente Sezione 1.1 e avente ad oggetto la compravendita della partecipazione Cogemat è stato sottoscritto in data 29 dicembre 2011.

Gli azionisti di Cogemat che hanno sottoscritto l'Accordo con SNAI sono OI-Games 2 S.A., OI-Games S.A., Orlando Italy Special Situations SICAR (S.C.A.), International Entertainment S.A. e alcuni investitori, anche individuali, che detengono quote di minoranza. Gli azionisti impegnati dall'Accordo rappresentano una partecipazione complessiva pari al 96,43% del capitale di Cogemat.

L'Accordo prevede una procedura di successiva adesione per gli azionisti Cogemat rimanenti, che risultano rappresentativi di una quota del 3,57% del capitale della società.

In ipotesi di adesione del 100% degli azionisti Cogemat all'Accordo, le azioni Cogemat oggetto del Conferimento a SNAI saranno in numero di 14.297.361 (quattordicimilioni duecentonovantasettemila trecentosessantuno) e risulteranno complessivamente rappresentative di una quota pari al 70,86% del capitale della società ("la Partecipazione Oggetto di Conferimento").

Il valore convenuto nell'ambito dell'Accordo per lo scambio, da parte di SNAI, di ciascuna delle azioni Cogemat oggetto del Conferimento è pari a Euro 6,94 (sei/94).

Ne consegue che il valore convenzionale attribuito alla Partecipazione Oggetto di Conferimento complessivamente intesa ai fini della determinazione del collegato aumento di capitale SNAI, quest'ultimo inclusivo del sovrapprezzo azioni, è pari a Euro 99.210.620,95 (novantanovemilioni duecentodiecimila seicentoventi/95).

Le principali caratteristiche delle conferende azioni Cogemat e alcune condizioni dell'Accordo che risultano rilevanti ai fini della stima della Partecipazione 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 inerente la Partecipazione Oggetto di Conferimento è il 31 dicembre 2011, data alla quale si riferiscono i più recenti dati interinali del Gruppo Cogemat resi disponibili ai fini dell'incarico.

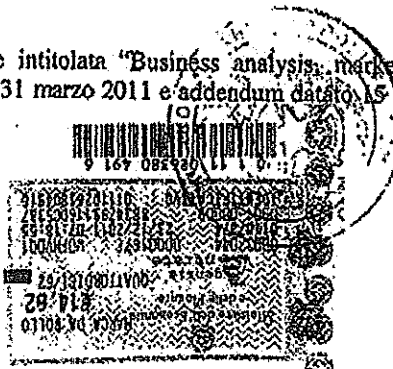
Rispetto a tale data la normativa applicabile stabilisce i limiti temporali entro i quali i risultati della presente stima potranno essere utilizzati da SNAI qualora si desse effettiva esecuzione alla prospettata operazione di Conferimento.

*ym*

## 1.4 Documentazione utilizzata

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

- Comunicato stampa di SNAI datato 29 dicembre 2011 e inerente l'operazione di acquisto della Partecipazione Cogemat.
- Comunicato stampa di Global Games S.p.A. ("Global Games"), società controllante di SNAI, datato 29 dicembre 2011 e inerente l'accordo di investimento in Global Games connesso all'operazione.
- Verbale delle riunioni del Consiglio di Amministrazione SNAI del 22 dicembre 2011 e del 29 dicembre 2011 con le deliberazioni inerenti l'operazione e gli adempimenti collegati.
- Documentazione interna di presentazione dell'operazione di acquisto della Partecipazione Cogemat predisposta da Direzione SNAI ed esaminata da Consiglio di Amministrazione nella riunione del 22 dicembre 2011.
- Parere del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di SNAI datato 22 dicembre 2011 e estratto della documentazione prodotta dell'esperto indipendente Lazard & Co. S.r.l. datata dicembre 2011.
- Documento informativo redatto da SNAI ai sensi dell'art. 5 del Regolamento approvato dalla Consob con Delibera n. 117221 del 12 marzo 2010 e successive modifiche (operazioni su parti correlate) datato 5 gennaio 2012;
- Accordo sottoscritto da SNAI e da alcuni azionisti di Cogemat in data 29 dicembre 2011 avente ad oggetto termini e condizioni dell'operazione.
- Bilanci Cogemat (separati e consolidati) e bilanci separati Cogotech S.p.A. ("Cogotech") per gli esercizi al 30 giugno 2011, 30 giugno 2010 e 30 giugno 2009.
- Dati economici e patrimoniali interinati del Gruppo Cogemat, su base consolidata, riferiti alle date del 30 settembre 2011, 30 novembre 2011, 31 dicembre 2011.
- Dati finanziari prospettici del Gruppo Cogemat per il periodo 2012-2016.
- Ernst & Young Financial-Business Advisors S.p.A., relazione intitolata "Progetto Sirio 2-Transaction Insights" datata 23 marzo 2011 e addenda datati 25 luglio 2011 e 30 novembre 2011.
- MAG - Consulenti Associati S.r.l., relazione intitolata "Business analysis, market and financial assessment of Cogotech" (sic) datata 31 marzo 2011 e addendum datato 15 luglio 2011.



- Lombardi Molinari e Associati – Studio Legale, documento di “Executive Summary relativo alla Due Diligence Legale di Cogotech S.p.A.” datato 9 maggio 2011 e addendum datato 22 dicembre 2011.
- Statuto delle società Cogemat, Cogotech e New Game S.r.l.
- Proposta di aumento capitale sociale SNAI da liberarsi a fronte del Conferimento ai sensi dell’art. 2441 del Codice Civile, come approvata dal Consiglio di Amministrazione riunitosi in data 22 dicembre 2011.
- Documento di Offerta Pubblica di Acquisto Obbligatoria avente ad oggetto azioni ordinarie SNAI redatto nel maggio 2011 dall’offerente Global Games ai sensi degli articoli 102 e 106, comma 1, del Decreto Legislativo 24 gennaio 1998 n. 58.
- Altre informazioni di natura pubblica inerenti le fasi della precedente proposta di integrazione tra SNAI e Cogotech intercorse nei mesi di giugno e luglio 2011.
- 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, forniti dalla Direzione di SNAI.

Riguardo alle informazioni inerenti i dati contabili e finanziari del Gruppo Cogemat, SNAI ha comunicato che queste sono state raccolte nel corso delle attività di Due Diligence e delle trattative propedeutiche all’Accordo e integrate nel periodo intercorso tra la firma dello stesso e la data odierna.

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 dell’operazione, il profilo operativo e finanziario del Gruppo Cogemat, i risultati dell’esercizio 2011 e le assunzioni sottostanti la estrapolazione dei dati previsionali;
- applicato metodi di stima del Valore Equo della Partecipazione 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.



Abbiamo inoltre condotto alcune analisi e discusso con i rappresentanti della Direzione di Cogemat relativamente ai dati interinali del Gruppo per l'esercizio in corso al fine di comprendere i principi contabili ed i criteri di rappresentazione delle poste economiche e patrimoniali, nonché la natura e la materialità dei principali fenomeni di natura finanziaria.

A completamento delle attività abbiamo ottenuto 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 di stima 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 Cogemat, e acquisiti o predisposti durante le fasi preparatorie dell'operazione o successivamente nell'ambito dei termini dell'Accordo.

Nel medesimo ambito ed esclusivamente per le finalità di svolgimento del presente incarico SNAI e Cogemat ci hanno fornito alcuni dati interinali del Gruppo relativi all'esercizio in corso (inclusi quelli riferiti alla data del 31 dicembre 2011) e ci hanno consentito accesso diretto alla Direzione del Gruppo 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 sulla base degli elementi acquisiti da SNAI nella fase di Due Diligence nonché di assunzioni relative a eventi e azioni future richiamate nella successiva Sezione 4.3.

Non abbiamo riscontrato, nel corso dell'analisi, 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.

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 nei termini di trenta giorni dall'iscrizione della delibera dell'aumento di capitale collegato all'apporto.

I risultati della presente stima della Partecipazione Oggetto di Conferimento 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 La Partecipazione Oggetto di Conferimento

### 2.1 Caratteristiche della partecipazione

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 20.175.563,00 ed è rappresentato da numero 20.175.563 azioni ordinarie del valore nominale di Euro 1,00 (uno/00) ciascuna.

Cogemat è entità capofila di un 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.

Ai fini della presente stima la Partecipazione Oggetto di Conferimento è rappresentata da numero 14.297.361 azioni Cogemat, che risultano complessivamente rappresentative di una quota pari al 70,86% del capitale della società.

In base all'Accordo sottoscritto in data 29 dicembre 2011 risultano congiuntamente impegnati a dare esecuzione al Conferimento soci possessori di numero 13.937.177 azioni Cogemat, che risultano complessivamente rappresentative di una quota pari al 69,08% del capitale. (Le azioni oggetto di conferimento aumenteranno al numero di 14.297.361 in ipotesi di adesione del 100% degli azionisti Cogemat all'Accordo).

In base all'Accordo i soci possessori delle azioni Cogemat oggetto del Conferimento si sono impegnati all'esecuzione di ogni atto e adempimento necessario ai fini del trasferimento della piena titolarità delle azioni a SNAI, che devono essere libere da ogni gravame.

A tal riguardo, sempre nell'ambito dell'Accordo, alcuni investitori che avevano in precedenza rilasciato garanzie pignoratorie a gravare su azioni Cogemat da loro detenute si sono impegnati a sottoscrivere entro il 7 febbraio 2012 appositi accordi di liberazione dei pegni medesimi.

Le azioni della Partecipazione Oggetto di Conferimento hanno godimento regolare.







### 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.

Cogemat è società finanziaria non operativa che detiene, per via diretta e indiretta, la totalità del capitale delle seguenti entità: Cogetech, New Game S.r.l. ("New Game"), Cogetech Gaming S.r.l. ("Cogetech Gaming") e CGT Sport S.r.l. Alla data attuale il Gruppo detiene anche una partecipazione del 25% nel capitale società Azzurro Gaming S.p.A.

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;
- gestione diretta di servizi online per la gestione di scommesse sportive e giochi di abilità a distanza, con marchio Mr. Toto;
- 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.

Alla società Cogetech, che rappresenta la principale realtà operativa del Gruppo, fanno capo le attività del settore macchine da gioco. La rete di raccolta di scommesse sportive fa capo alle società New Game e Cogetech Gaming. Il Gruppo svolge la propria attività tramite una struttura distributiva nazionale composta da operatori, appaltatori e gestori.

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.



Per il segmento VLT il Gruppo Cogemat ha ottenuto l'assegnazione in forma provvisoria dei diritti per la realizzazione e conduzione della rete nel 2010. Nella fase attuale il Gruppo è in attesa di ottenere dall'autorità l'affidamento della concessione in forma definitiva. Il processo di installazione, collaudo e attivazione degli apparecchi VLT autorizzati è ancora in corso.

Le società del Gruppo Cogemat hanno sede a Milano e impiegano complessivamente 500 dipendenti circa.

### 3.2 Il settore di riferimento

Il mercato italiano dei giochi pubblici è stato recentemente interessato da una significativa crescita a seguito del processo di liberalizzazione del settore. Per il 2010 il giro d'affari in termini di ricavi lordi è stimato pari a €60 miliardi circa. Il tasso medio ponderato di crescita tra il 2006 e il 2010 è del 13% circa.

Il mercato dei giochi su apparecchi da intrattenimento, avviato in Italia a partire dal 2004, rappresenta oggi il segmento principale con un giro d'affari stimato intorno a €30 miliardi circa per il 2010.

La catena del valore di questo 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.

Si prevede che il processo di introduzione e di attivazione dei nuovi apparecchi da intrattenimento VLT rappresenterà un fattore determinante nello sviluppo del mercato durante i prossimi anni.

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 2010 la AAMS ha avviato l'assegnazione dei diritti inerenti le macchine da gioco VLT. Il numero di diritti complessivamente offerti in opzione dall'autorità era di 56.597 diritti. Il Gruppo Cogemat, tramite Cogeteoh S.p.A., risulta assegnatario di 5.226 diritti e si posiziona come il quarto operatore in Italia (dopo Bplus, Lottomatica e Gamenet) con una quota di mercato del 10% circa.

Attualmente sul mercato italiano sono attivi circa 360.000 apparecchi AWP e circa 39.000 apparecchi VLT.

## 4 Dati contabili e finanziari del Gruppo Cogemat

### 4.1 Situazione patrimoniale alla data di riferimento

La situazione patrimoniale del Gruppo Cogemat alla data di riferimento del 31 dicembre 2011, di seguito riprodotta, è stata fornita dalla direzione dello stesso Gruppo. I dati sono stati ottenuti mediante estrazione contabile effettuata alla data del 3 febbraio 2012, e includono stime inerenti l'importo di alcuni stanziamenti e delle imposte di periodo.

I dati sono predisposti su base consolidata. Il perimetro delle società assoggettate a consolidamento integrale è il medesimo adottato per la predisposizione dell'ultimo bilancio di esercizio del Gruppo Cogemat, che è riferito alla data del 30 giugno 2011.

I criteri di valutazione e rilevazione adottati per i bilanci di Cogemat 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 dicembre 2011 risulta che il valore contabile delle attività del Gruppo Cogemat è pari a complessivi €237,6 milioni, mentre il valore contabile delle passività è pari a complessivi €174,9 milioni. Il valore contabile del patrimonio netto consolidato di Gruppo alla data di riferimento risulta, pertanto, pari a €62,7 milioni. Il tutto come da prospetti presentati all'Allegato 1.

Nel seguito si procede alla descrizione dei principali saldi della situazione patrimoniale, nonché dei principi e dei criteri adottati per la rappresentazione contabile.

#### 4.1.1 Immobilizzazioni immateriali

Ammontano a complessivi €87.471 migliaia, sono iscritte al costo di acquisto e includono:

- €51.550 migliaia per diritti afferenti terminali VLT già installati e attivati, ammortizzati a partire dal mese di attivazione per il periodo di durata della concessione;
- €30.822 migliaia per versamenti alla AAMS in relazione all'acquisto dei diritti VLT inerenti apparecchi non ancora attivati; si tratta di costi contabilizzati come immobilizzazioni in corso e saranno ammortizzati a partire dalla data di attivazione delle macchine;
- €3.605 migliaia dagli 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 per 5 anni) e per l'esercizio del gioco delle scommesse sportive ed ippiche (ammortizzati sulla base della durata residua della concessione).

#### 4.1.2 Immobilizzazioni materiali

Ammontano ad €34.722 migliaia e sono iscritte al costo di acquisto, al netto degli ammortamenti effettuati.

Di questi, un importo di €29.773 migliaia si riferisce agli 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 deprezzati in relazione alla durata della concessione con il criterio dell'ammortamento finanziario.

Altri €4.202 migliaia sono relativi ad apparecchi da intrattenimento e attrezzature accessorie.

#### 4.1.3 Immobilizzazioni finanziarie

Ammontano a €5.610 migliaia e sono principalmente rappresentate da crediti finanziari verso Azzurro Gaming S.p.A. Includono i costi di interessi. La partecipazione in Azzurro Gaming S.p.A. ha valore contabile zero.

#### 4.1.4 Rimanenze

Si riferiscono a materiale ed accessori per il collegamento degli apparecchi alla rete telematica ed ammontano ad €72 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 €76.617 migliaia, sono iscritti al valore nominale rettificato dei fondi svalutazione e includono:

- crediti verso clienti: ammontano ad €49.803 migliaia e sono iscritti al netto di un fondo svalutazione di €12.450 migliaia; i crediti scaduti alla data ammontano a €31.837 migliaia;
- crediti per imposte anticipate: ammontano ad €3.784 migliaia e si riferiscono a differenze temporanee deducibili maturate sul fondo svalutazione crediti tassato ed il fondo rischi;
- altri crediti: ammontano a €21.757 migliaia e per €8.577 migliaia fanno riferimento a depositi cauzionali nei confronti di AAMS per i canoni relativi alle attività di AWP e VLT (0,5% della raccolta mensile); sono liquidati da AAMS con cadenza annuale alla verifica del raggiungimento di determinati parametri qualitativi di servizio.



**4.1.6 Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni**

Ammontano a €80 migliaia e sono costituiti da quote di fondi comuni di investimento e titoli in gestione patrimoniale. Sono iscritte al minore tra il costo di acquisto ed il valore di realizzo desumibile dall'andamento del mercato.

**4.1.7 Disponibilità liquide**

Ammontano a €31.311 migliaia, sono costituite principalmente da saldi attivi di conto corrente depositati presso vari Istituti di credito.

**4.1.8 Fondi rischi**

Ammontano ad €6.652 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 è accantonato a fronte alle richieste di AAMS inerenti l'adeguamento tecnologico della rete; ammonta a €10 per ogni macchina AWP installata e €10 per i diritti VLT attivati.

Il fondo canone AAMS AWP e VLT è pari allo 0.01% della raccolta effettuata, in relazione al potenziale mancato riconoscimento della percentuale dello 0.5% sulla raccolta di AAMS.

Il fondo accantonamento sanzioni rete è stato stanziato a copertura di determinate contestazioni da parte della AAMS per il mancato rispetto di alcuni parametri previsti durante il periodo di attivazione della rete telematica nel 2004.

Infine sono stati accantonati €3.052 migliaia relativi al fondo per le *stock option* assegnate al personale dirigenziale del Gruppo Cogemat.

**4.1.9 Trattamento di fine rapporto**

Ammonta a complessivi €2.234 migliaia e rappresenta l'effettivo debito del gruppo al 31 dicembre 2011 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 verso banche**

Ammontano a €34.761 migliaia ed esprimono l'effettivo debito per capitale, interessi e oneri accessori maturati ed esigibili.

#### **4.1.11 Debiti verso fornitori**

Ammontano a €32.187 migliaia e sono iscritti al loro valore nominale, modificato in occasione di resi e/o rettifiche di fatturazione.

#### **4.1.12 Debiti verso imprese collegate**

Ammontano a €25.339 migliaia e comprendono debiti verso Azzurro Gaming S.p.A. che riguardano depositi cauzionali per l'utilizzo dei diritti VLT. Tali depositi cauzionali maturano interessi al 3,5%.

#### **4.1.13 Debiti tributari**

Ammontano a €44.923 migliaia e includono i debiti per il Prelievo Erariale Unico, dei quali scaduti per a €9.868 migliaia, nonché debiti per sanzioni (€1.041 migliaia) e interessi.

I debiti verso AAMS per scommesse includono l'imposta unica versata mensilmente ed il debito per minimi garantiti di Cogatech Gaming per l'anno 2008 (€1.100 migliaia) che, sulla base di una sentenza del TAR Lazio, risulta non più dovuto.

#### **4.1.14 Altri debiti**

Ammontano a €26.305 migliaia e comprendono tra gli altri i debiti verso Jackpot S.p.A. per €8.971 migliaia (depositi cauzionali ricevuti per l'utilizzo di diritti VLT), i debiti verso il personale per retribuzioni per €2.908 migliaia, i debiti verso AAMS per canone di concessione per €4.881 migliaia.

#### **4.1.15 Patrimonio netto**

Ammonta a complessivi €62.721 migliaia. Il risultato netto per il periodo compreso tra il 30 giugno 2011 e il 30 novembre 2011 è positivo e ammonta a €2.154 migliaia.

### **4.2 Dati economici**

I dati economici e patrimoniali consolidati del Gruppo Cogemat per gli esercizi storici al 30 giugno 2010 e 2011 affiancati dai dati previsionali al 30 giugno 2012-2016 sono riportati in forma sintetica all'Allegato A.

I dati economici sono rappresentati con i medesimi criteri utilizzati dal Gruppo Cogemat per la redazione dei bilanci di esercizio. 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 riportati 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. Corrispondentemente anche i costi operativi includono i compensi dei gestori.

Relativamente ai dati previsionali, in particolare, le principali assunzioni utilizzate per l'estrapolazione possono essere riassunte come segue.

- Relativamente al parco macchine installate: si prevede che il programma di installazione e attivazione degli apparecchi VLT autorizzati si completi nel corso del 2013 (al 31 dicembre 2011 le macchine installate ammontano a tremila circa); per gli apparecchi AWP si prevede il mantenimento del numero medio di macchine installate.
- Relativamente al giro d'affari: a fronte dell'espansione dell'attività sugli apparecchi VLT si prevede una riduzione dei volumi agli apparecchi AWP; nella medesima direzione si sviluppano le previsioni relative agli importi medi di giocata giornaliera per macchina (coin-in). Nel 2014 il Gruppo Cogemat conseguirebbe un livello di ricavi e redditività a regime con l'attività inerente gli apparecchi da intrattenimento a rappresentare l'80% circa del giro d'affari complessivo.
- Relativamente al PREU, sulla base delle recenti disposizioni emanate dalla AAMS: per gli apparecchi VLT l'aliquota considerata è del 4% nel 2012 mentre negli anni successivi al 2012 l'aliquota è del 4,5%. Per gli apparecchi AWP, l'aliquota è considerata del 11,8% nel 2012, 12,7% nel 2013 e 2014, mentre per gli anni successivi al 2014 l'aliquota è del 13%.
- Relativamente ai costi operativi: le componenti riferite alle forniture degli apparecchi AWP e VLT e ai compensi dei gestori sono state stimate sulla base degli accordi contrattuali vigenti oggi; si prevedono costi fissi di struttura sostanzialmente stabili; gli ammortamenti si riferiscono principalmente al deprezzamento contabile degli oneri sostenuti per l'acquisto delle concessioni sui diritti VLT acquistati nel 2010, che scadono nell'anno 2019.
- Relativamente alla gestione finanziaria: gli oneri finanziari sono stati stimati sulla base della posizione finanziaria netta media di periodo e tasso passivo pari all'Interest Rate Swap (IRS) a 10 anni (2,3%) incrementato di un premio del 3,25%; i proventi di rendimento della liquidità disponibile sono stimati sulla base di un tasso attivo del 2%.

Relativamente agli investimenti si stimano esborsi di €14 milioni circa nel 2012 per lo sviluppo della tecnologia a supporto delle macchine da intrattenimento. Sempre nel 2012 si prevede, sulla base delle informazioni disponibili alla data attuale, una operazione straordinaria di riassetto della partecipazione nella società Azzurro Gaming. Successivamente al 2013 e a regime si prevedono circa €2 milioni di investimenti annui.

Relativamente alla gestione del capitale circolante si prevede una riduzione dell'impiego in crediti in relazione al cambiamento nella composizione di ricavi (l'attività degli apparecchi VLT ha tempi di incasso più brevi rispetto a quelle degli apparecchi AWP) e a seguito di alcune azioni per il recupero di efficienza.





## 5 Procedimento di valutazione

### 5.1 Approccio generale

Come indicato in premessa, l'obiettivo del presente incarico è la stima, ai sensi dell'art. 2343-ter del Codice Civile, del Valore Equo attribuibile alla Partecipazione Oggetto di Conferimento come definita alla precedente Sezione 2.1.

La valutazione della Partecipazione Oggetto di Conferimento è stata derivata su base proporzionale dalla stima del valore attribuibile al 100% del capitale netto della Cogemat S.p.A. Quest'ultima è stata sviluppata a partire dai dati finanziari consolidati del Gruppo Cogemat descritti nelle precedenti Sezioni 4.1 e 4.2.

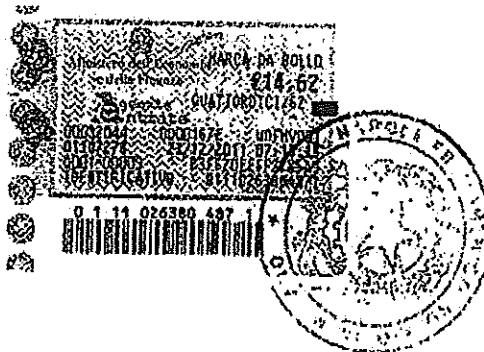
I dati in questione e le stime da essi derivabili fanno riferimento al Gruppo Cogemat configurato in ipotesi di autonomia operativa e di continuità delle attuali condizioni di gestione.

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 che 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; ad essi si aggiungono, ai fini delle conclusioni della presente relazione, alcune considerazioni ed elementi riportati nella successiva Sezione 5.5.



## 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 si è utilizzato un modello a due fasi: queste si riferiscono, rispettivamente, al valore del periodo di previsione esplicita di 4 anni e sei mesi (dal 31 dicembre 2011 al 30 giugno 2016) e al valore residuo del periodo successivo. Il valore residuo è calcolato con l'algoritmo sintetico della rendita perpetua: nel caso di specie il flusso di cassa distribuibile in perpetuo è stato calcolato tenendo conto degli esborsi necessari al futuro rinnovo delle concessioni.

Per i dati prospettici di Cogemat si è fatto riferimento alle previsioni di cui al precedente paragrafo 4.2, con le relative estrapolazioni inerenti i ricavi, i margini operativi, gli effetti finanziari e fiscali. I flussi di cassa a remunerazione degli azionisti sono calcolati in ipotesi di distribuzione (payout) del 100% dei risultati economici di periodo.

Il valore attuale dei dividendi futuri (periodo esplicito e valore terminale) è stato stimato sulla base di un tasso finanziario corrispondente al costo-opportunità del capitale di rischio, stimato per il Gruppo Cogemat pari al 12,5% circa.

Il tasso rappresentativo del costo del capitale è stato calcolato 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.

Relativamente al tasso delle attività prive di rischio si è fatto riferimento al dato medio storico su un periodo di tre mesi, che rappresenta un parametro prudenziale nell'attuale fase di tendenziale riduzione dei rendimenti.

Relativamente al premio per il rischio azionario, questo è stato stimato per via comparativa, secondo modalità di generale applicazione, e risulta inclusivo, rispetto ai premi medi di mercato, di una componente di premio per il rischio aggiuntivo in relazione al profilo dell'azienda in oggetto (profilo dimensionale dell'azienda e liquidità ristretta dell'investimento).

Il tasso di crescita nominale del risultato distribuibile, considerato ai fini del calcolo della rendita perpetua per il valore terminale, è pari al 2%.

Il valore del 100% del capitale netto di Cogemat S.p.A. al 31 dicembre 2011, determinato mediante applicazione del metodo dei dividendi scontati come sopra descritto ammonta a €153 milioni circa. I parametri utilizzati per l'applicazione della metodologia sono riportati all'Allegato B.

Su base proporzionale il corrispondente valore della Partecipazione Oggetto di Conferimento, che rappresenta una quota pari al 70,86% del capitale della società, ammonta a €108 milioni circa.

*GM*

### 5.3 Metodo dei moltiplicatori di mercato

Il metodo dei moltiplicatori determina il valore del capitale netto dell'azienda in funzione di coefficienti sintetici basati sul rapporto tra valori di scambio e indicatori finanziari di altre aziende 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 il metodo è stato applicato con riferimento ai moltiplicatori di borsa e 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. Il valore del capitale investito è calcolato come somma dei valori di mercato del capitale e del debito finanziario netto. Per i dati di capitalizzazione si è fatto riferimento ai prezzi delle azioni di alcune di società quotate del settore, con valori di mercato rilevati sino a fine gennaio 2012.

I moltiplicatori espressi dai dati delle società quotate del settore sono stati applicati sulla base dei dati previsionali di EBIT del Gruppo Cogemat per gli esercizi 2013 e 2014, che prefigurano l'attività sugli apparecchi VLT a pieno regime. La posizione finanziaria netta considerata per il Gruppo è quella consolidata al 31 dicembre 2011 rettificata per l'importo della liquidità vincolata.

Il valore del 100% del capitale netto di Cogemat S.p.A. al 31 dicembre 2011, determinato mediante applicazione del metodo dei moltiplicatori come sopra descritto è compreso tra €147 milioni circa ed €155 milioni circa. I parametri utilizzati per l'applicazione della metodologia sono riportati all'Allegato C.

Su base proporzionale il corrispondente valore della Partecipazione Oggetto di Conferimento, che rappresenta una quota pari al 70,86% del capitale della società, è compreso tra €104 milioni circa e €110 milioni circa.

#### 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:

- in base al metodo dei dividendi scontati il valore della Partecipazione Oggetto di Conferimento alla data di riferimento del 31 dicembre 2011 risulta pari a €108 milioni circa;
- in base al metodo dei moltiplicatori il valore della Partecipazione Oggetto di Conferimento alla data di riferimento del 31 dicembre 2011 risulta compreso tra €104 milioni circa e €110 milioni circa.

In considerazione della natura sintetica delle indicazioni di valore derivabili dai moltiplicatori si è determinato, ai fini del presente incarico, di derivare la stima conclusiva del Valore Equo della Partecipazione Oggetto di Conferimento sui risultati del metodo dei dividendi scontati e di acquisire i risultati del secondo metodo con valenza di controllo.

#### 5.5 Altri elementi

Ai fini di pervenire alle conclusioni riportate nella nostra relazione si sono tenuti in considerazione, tra gli altri, gli elementi di contesto richiamati nel seguito.

- Il valore attribuito alla Partecipazione Oggetto di Conferimento è stato negoziato, congiuntamente con le altre condizioni dell'Accordo (si veda la precedente Sezione 2.2), 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 Cogemat. La compravendita e il Conferimento sono modalità esecutive della stessa operazione unitaria, che riguarda anche soggetti non correlati tra loro.
- Le stime di cui alla presente relazione non includono effetti o componenti di valore connesse alle sinergie industriali successivamente prospettabili a seguito dell'integrazione tra il Gruppo Cogemat e il gruppo SNAI.
- La Partecipazione Oggetto di Conferimento, se autonomamente considerata rispetto alla partecipazione scambiata per compravendita, è rappresentativa di una quota maggioritaria del capitale di Cogemat ma il valore ad essa attribuito ai fini dell'apporto non esplicita alcuna componente di premio di controllo.

*Gur*

## 6 Conclusioni

Sulla base degli elementi sopra riportati e ai sensi dell'art. 2343-ter comma 2, lettera b), del Codice Civile abbiamo stimato il Valore Equo della Partecipazione Oggetto di Conferimento, costituita da numero 14.297.361 azioni ordinarie Cogemat S.p.A. complessivamente rappresentative di una quota pari al 70,86% del capitale della società.

La data di riferimento della stima è il 31 dicembre 2011. Il valore della Partecipazione Oggetto di Conferimento da noi stimato ammonta a complessivi €108.000.000,00 (Euro centootto milioni/00).

Il Consiglio di Amministrazione della Società Conferitaria, in data 29 dicembre 2011, ha approvato la proposta di aumento di capitale a servizio del Conferimento ("l'Aumento di Capitale"), i cui termini sono riportati anche nell'Accordo sottoscritto, in medesima data, da SNAI e da alcuni azionisti di Cogemat.

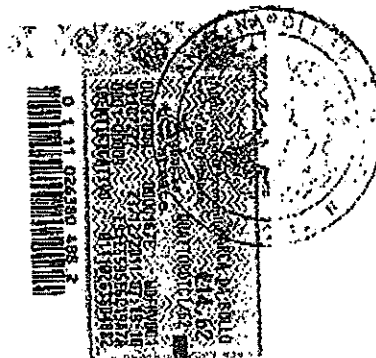
L'Aumento di Capitale in oggetto sarà realizzato ai sensi dell'art. 2441 comma 4 del Codice Civile mediante emissione di numero 40.494.131 nuove azioni ordinarie SNAI al prezzo di Euro 2,45 (due/45) ciascuna per un ammontare complessivo di €99.210.620,95 (Euro novantanovemilioni duecentodiecimila seicentoventi/95), incluso il sovrapprezzo azioni.

Tutto ciò premesso, si attesta che il valore della Partecipazione Oggetto di Conferimento è almeno pari a quello ad essa attribuito ai fini della determinazione dell'Aumento di Capitale sociale di SNAI.

Milano, 6 febbraio 2012

KPMG Advisory S.p.A.

Simone Maurizio  
Partner



## Allegato A – Dati contabili e finanziari

Situazione patrimoniale di riferimento	
€ Mil	31-dic-11
Immobilizzazioni immateriali	87,5
Immobilizzazioni materiali	34,7
Immobilizzazioni finanziarie	5,6
<b>Attivo fisso</b>	<b>127,8</b>
Capitale circolante netto	(52,8)
Debito per TFR	(2,2)
Fondo rischi e oneri	(6,7)
<b>Capitale investito netto</b>	<b>66,1</b>
Posizione finanziaria netta (Cassa)/Debito	3,4
<b>Patrimonio netto</b>	<b>62,7</b>
<b>Totale fonti</b>	<b>66,1</b>

Fonte: Gruppo Cogemai

Dati consolidati							
Euro mln	2010A	2011A	2012BP	2013BP	2014BP	2015BP	2016DP
<b>Dati economici</b>							
Valore della produzione	383,3	502,4	525,8	562,5	559,9	552,4	547,6
EDIT	7,9	3,0	14,5	22,0	21,5	21,0	24,8
Utile Netto	2,8	(3,6)	7,5	11,9	12,0	12,1	15,2
<b>Dati patrimoniali</b>							
Capitale investito netto	55,8	84,2	96,6	76,7	61,9	44,2	22,8
Posizione finanziaria netta (Cassa)/Debito	(1,6)	28,3	33,8	14,0	(0,8)	(18,5)	(40,0)
Patrimonio netto	57,4	55,8	62,7	62,7	62,7	62,7	62,7
<b>Totale fonti</b>	<b>55,8</b>	<b>84,2</b>	<b>96,6</b>	<b>76,7</b>	<b>61,9</b>	<b>44,2</b>	<b>22,8</b>



SNAI S.p.A.  
 Relazione di stima ex art. 2343-ter, comma 2, lettera b), del Codice Civile  
 concernente la valutazione di numero 14.297.361 azioni ordinarie  
 Cogemat S.p.A. oggetto di conferimento a SNAI S.p.A.  
 6 febbraio 2012

## Allegato B – Applicazione del metodo dei dividendi scontati

Costo del capitale proprio	
Risk-free rate	6,7%
Market premium	5,0%
Beta	0,7
Beta Levered	0,8
D/E	11,1%
Additional risk Premium	2,0%
<b>Cost of Equity (Ke)</b>	<b>12,5%</b>

Applicazione metodo dei dividendi scontati						
Euro mln	30 giu-12	2013	2014	2015	2016	TV
	6 mesi	1 anno	1 anno	1 anno	1 anno	
Redditi netti	5,3	11,9	12,0	12,1	15,2	17,1
Costo del capitale proprio (Ke)	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Fattori di sconto	0,94	0,84	0,74	0,66	0,59	0,59
Flussi di cassa netti attualizzati	5,0	10,0	8,9	8,0	8,9	10,0
Valore attuale protezione esplicita	40,9					
Valore attuale Terminal Value		95,1				
Excess Cash 2016		16,8				
<b>Equity value 31 dicembre 2011</b>		<b>152,8</b>				

Sensitivity Equity Value				
Euro mln	Costo del capitale proprio	G-rate		
		1,5%	2,0%	2,5%
	12,0%	154,7	160,4	166,6
	12,5%	147,7	152,8	158,3
	13,0%	141,3	145,9	150,9

## Allegato C - Applicazione del metodo dei moltiplicatori

Moltiplicatori comparabili quotati							
Euro mln							
Società comparabili	Paese	Market Cap	Enterprise Value	Moltiplicatore EV/Ebit			Beta unlevered
				2012	2013	2014	
LOTTOMATICA SPA	IT	2.014	5.252	9,5x	9,1x	8,0x	0,4
SNAI SPA	IT	223	584	12,0x	11,7x	n.a.	0,3
WILLIAM HILL PLC	GB	1.755	2.254	6,8x	6,6x	7,1x	0,8
LAOBROKES PLC	GB	1.366	1.902	8,1x	8,0x	7,6x	0,8
CODERE SA	SP	388	1.139	5,8x	5,4x	4,8x	0,2
888 HOLDINGS PLC	GB	141	70	2,4x	2,3x	n.a.	1,2
BETFAIR GROUP PLC	GB	901	734	11,6x	9,7x	n.a.	0,6
BETSSON AB	SW	655	601	7,9x	7,1x	n.a.	0,9
BWIN.PARTY DIGITAL ENTERTAIN	GB	1.239	895	6,9x	5,6x	3,1x	1,0
TIPP24 SE	GE	253	132	3,9x	3,1x	3,6x	0,7
UNIBET GROUP PLC-SOR	SW	457	451	10,4x	9,6x	8,7x	0,7
PADDY POWER PLC	IR	1.906	1.834	14,0x	12,8x	14,7x	0,7
Media				8,3x	7,6x	7,2x	0,7
Mediana				8,0x	7,6x	7,4x	0,7
Min				2,4x	2,3x	3,1x	0,2
Max				14,0x	12,8x	14,7x	1,2

Applicazione metodo moltiplicatori di mercato		
Euro mln	2013	2014
Ebit	22,0	21,5
Mediana EV/Ebit	7,6x	7,4x
Enterprise value 31 dicembre 2011	166,3	158,0
Posizione finanziaria netta 31 dicembre 2011	(0,1)	(0,1)
- di cui cassa vincolata	11,4	11,4
Equity value 31 dicembre 2011	155,0	146,7

(\*) include debito TFR, debito verso APREU scaduto ed i crediti verso AAMS al 31 dicembre 2011



N. 8/199

Repertorio

VERBALE DI ASSEVERAZIONE DI PERIZIA

REPUBBLICA ITALIANA

L'anno 2012 (duemiladodici) il giorno sei  
del mese di febbraio

In Milano, nel mio studio sito in Via Vittor Pisani  
n.9.

Avanti a me Dottoressa Anna Napoli, Notaio in  
Milano, iscritta al Collegio Notarile del Distretto di  
Milano

È PRESENTE

- MAURIZIO SIMONE, nato a Biella l'11 ottobre 1964 ed  
ivi residente in Via Santuario di Oropa, 68

Il Costituito, della cui identità personale io Notaio  
sono certo, mi presenta una relazione di stima ai sensi  
dell'Art. 2343-ter, comma 2, del Codice Civile  
concernente la valutazione di n.ro 14.297.361 azioni  
ordinarie della Società Cogemat S.P.A. oggetto di  
conferimento a favore della Società SNAI S.P.A.  
chiedendo di asseverare detta perizia con il  
giuramento.

Aderendo io Notaio alla richiesta fattami ammonisco à  
sensi di Legge il Comparente, il quale presta quindi il  
giuramento di rito, ripetendo la formula: "Giuro di  
aver bene e fedelmente proceduto alle operazioni a me

