

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)

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") 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 datata 7 febbraio 2012 predisposta ai sensi dell'articolo 2441, comma sesto, del Codice Civile e dell'articolo 70, comma 3, del Regolamento Consob 11971/99, già approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 22 dicembre 2011 (la "Relazione degli Amministratori"), che:

- i) colloca il prospettato aumento di capitale nell'ambito di un'operazione di acquisizione da parte di SNAI di una partecipazione nel capitale di Cogemat S.p.A. ("Cogemat") non inferiore al 96,43%;
- 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 Straordinaria degli Azionisti convocata in prima convocazione per il giorno 28 febbraio 2012 e, occorrendo, in seconda convocazione per il giorno 29 febbraio 2012.

In qualità di revisori incaricati della revisione contabile del bilancio d'esercizio e del bilancio consolidato della Società 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. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori di SNAI e dai consulenti 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 6 maggio 2011 Global Games S.p.A. (controllante di SNAI, di seguito "Global Games"), da una parte, e Cogemat, Ol-Games S.A. ("Ol-Games"), Orlando Special Situations SICAR (S.C.A.) ("Orlando"), International Entertainment S.A. ("International Entertainment") e alcuni altri soci di minoranza di Cogemat, dall'altra parte, hanno raggiunto un accordo strategico (l'"Accordo Strategico") ai sensi del quale in data 22 giugno 2011, successivamente al verificarsi di determinate condizioni sospensive, è stata trasmessa al Consiglio di Amministrazione di SNAI una proposta avente ad oggetto l'acquisizione, da parte della stessa SNAI, dell'intero capitale sociale di Cogetech S.p.A. ("Cogetech") e di New Game S.r.l. ("New Game" e l'operazione, nel complesso, l'"Operazione Cogetech" o "Operazione").

Cogetech e New Game sono controllate da Cogemat, veicolo societario costituito per la detenzione delle partecipazioni nel gruppo Cogetech.

Successivamente alla ricezione da parte del Consiglio di Amministrazione di SNAI della proposta avente ad oggetto l'Operazione Cogetech e, dunque, dal 24 giugno 2011, la Società ha apportato alcune modifiche all'Accordo Strategico relativo all'Operazione Cogetech, apportando alla struttura dell'operazione originariamente prevista dall'Accordo Strategico alcune modifiche e, in ultima istanza, modificando l'oggetto dell'acquisizione dalle due società Cogetech e New Game alla società controllante Cogemat.

Gli Amministratori segnalano nella loro relazione, che l'Operazione Cogetech avuto riguardo alla partecipazione rilevante detenuta da 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") sia in Global Games, attuale socio di maggioranza di SNAI (indirettamente tramite la controllata Global Entertainment S.A.), sia in Ol-Games 2 S.A. ("Ol-Games 2", indirettamente tramite la controllata International Entertainment S.A.), attuale socio di maggioranza di Cogemat, è qualificabile quale operazione con parte correlata a mente del Regolamento n. 17221 recante disposizioni in materia di Operazioni con Parti Correlate adottato dalla Consob ("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, che lo hanno rilasciato in data 29 dicembre 2011, anche supportati dalle valutazioni di un *Advisor* finanziario.

L'Operazione Cogetech 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 5 gennaio 2012 ai sensi dell'articolo 5 del Regolamento 17221.

In data 29 dicembre 2011, previa approvazione del Consiglio di Amministrazione di SNAI in pari data e con il parere favorevole degli Amministratori Indipendenti, SNAI, da una parte, e Ol-Games 2, Ol-Games, Orlando, International Entertainment e alcuni soci Industriali di minoranza di Cogemat, questi ultimi complessivamente titolari di una partecipazione del 21,95% del relativo capitale sociale, (collettivamente, gli "Altri Soci Venditori"), dall'altra parte, hanno sottoscritto un accordo di investimento (l'"Accordo SNAI"), che prevede:

- l'acquisto da parte di SNAI di una partecipazione rappresentativa di almeno il 27,35% del capitale sociale di Cogemat (complessivamente, la "Partecipazione Oggetto di Compravendita") da Ol-Games, Ol-Games 2 e dagli Altri Soci Venditori, a fronte di un corrispettivo per cassa pari a Euro 38.290.001,68 (la "Compravendita"); e
- il conferimento in SNAI di almeno il 69,08% del capitale sociale di Cogemat (la "Partecipazione Oggetto di Conferimento") a fronte di una valorizzazione della Partecipazione Oggetto di Conferimento pari a Euro 96.711.287,75 (il "Conferimento");

e, quindi, l'acquisizione da parte di SNAI di una partecipazione nel capitale di Cogemat complessivamente non inferiore al 96,43%.

La Relazione degli Amministratori illustra poi nel dettaglio le condizioni sospensive, le condizioni risolutive, le situazioni che prevedono la possibilità di recesso e gli ulteriori accordi intercorsi tra le parti, incluso un accordo fra i soci di Global Games, International Entertainment, Orlando, unitamente alla stessa Global Games, denominato "Accordo di Investimento Global Games".

In relazione al Conferimento, è previsto che all'assemblea dei soci di SNAI sia sottoposto un aumento di capitale scindibile 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 pari a complessivi Euro 99.210.620,95, di cui Euro 21.056.948,12 per valore nominale ed Euro 78.153.672,83 per sovrapprezzo, con aumento del capitale sociale per Euro 21.056.948,12 ed emissione di n. 40.494.131 azioni ordinarie SNAI (le "Nuove Azioni SNAI").

La seguente tabella sintetizza quanto appena riportato:

Socio	N° Azioni	Prezzo unitario (Euro)	Valore nominale (Euro)	Sovrapprezzo (Euro)	Prezzo complessivo (Euro)
Ol-Games 2	32.214.742	2,45	16.751.666	62.174.452	78.926.118
Ol-Games	865.783	2,45	450.207	1.670.961	2.121.168
Altri Soci Venditori	7.413.606	2,45	3.855.075	14.308.260	18.163.335
Totale	40.494.131		21.056.948	78.153.673	99.210.621

Detti valori dell'Aumento di Capitale in Natura assumono l'adesione all'Operazione Cogetech dell'intero capitale sociale di Cogemat; rispetto a ciò l'Accordo SNAI prevede una procedura di adesione per quella porzione di capitale di Cogemat (il 3,57%) che non è stata inizialmente parte dello stesso.

Le Nuove Azioni SNAI saranno azioni ordinarie SNAI con godimento regolare aventi i medesimi diritti delle azioni ordinarie SNAI già in circolazione e formeranno oggetto di richiesta di ammissione a quotazione nel Mercato Telematico Azionario; tale richiesta potrà essere presentata, a discrezione di SNAI, ad una data anche successiva rispetto alla data di emissione ma, comunque, entro il 31 dicembre 2012.

Concluse le suddette operazioni, il capitale sociale di SNAI sarà pertanto costituito da 157.319.116 azioni del valore nominale di Euro 0,52 cadauna.

Motivazione dell'operazione

Nella loro relazione gli Amministratori osservano che l'Operazione Cogetech risponde a precise logiche industriali connesse all'integrazione di due dei principali concessionari del settore dei giochi in Italia.

In particolare secondo gli Amministratori l'integrazione permetterebbe all'Emittente di:

- consolidare la propria *leadership* nell'ambito della raccolta delle scommesse ippiche e sportive;
- diventare uno dei primi tre concessionari in termini di quote di mercato nel segmento relativo alla gestione degli apparecchi da intrattenimento; l'Emittente avrebbe, infatti, in gestione più di 10.000 diritti relativi ai terminali cosiddetti *Video Lotteris Terminal ("VLT")* e una raccolta degli apparecchi da intrattenimento cosiddette *New Slot ("AWP")* superiore a Euro 5,0 miliardi;
- massimizzare i tempi di *roll-out* dei diritti VLT non ancora attivati sia da SNAI sia da Cogetech grazie alla possibilità di coniugare la più estesa rete di agenzie e negozi scommesse a livello nazionale con una delle meglio performanti piattaforme tecnologiche;
- rafforzare la propria posizione competitiva nella gestione dei giochi di abilità a distanza, segmento caratterizzato dalla necessità di significativi investimenti e da forti *competitor* internazionali;
- ottenere efficienze nella gestione dei costi operativi; e
- continuare a puntare su uno dei *management team leader* nel settore del *gaming* in Italia e che ora potrà essere ulteriormente rafforzato grazie alle risorse e ai centri di eccellenza sviluppati in questi anni all'interno del Gruppo Cogetech. In particolare gli Amministratori segnalano che è previsto un significativo coinvolgimento del *management team* di Cogetech all'interno del *top management* della nuova entità derivante dalla combinazione di Cogetech e SNAI.

Gli Amministratori evidenziano che nell'ambito dell'operazione, infine, SNAI provvederà a richiedere l'erogazione della linea di *acquisition facility* di Euro 60 milioni che era stata strutturata nell'ambito del Contratto di Finanziamento.

Secondo gli Amministratori l'utilizzo dell'*acquisition facility* consentirà a SNAI di mantenere una struttura di capitale efficiente, non intaccando la liquidità esistente, mentre a livello di profittabilità, l'incremento dei costi finanziari assoluti sarà più che controbilanciato dal positivo impatto del 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 limita l'esborso per cassa per la Società nel contesto dell'Operazione Cogetech; come sopra evidenziato, infatti, Ol-Games, Ol-Games 2 e gli Altri Soci Venditori conferiranno la Partecipazione Oggetto di Conferimento a liberazione dell'aumento di capitale ad essi riservato.

Nell'ambito del conferimento, inoltre, Ol-Games, Ol-Games 2 e gli Altri Soci Venditori si sono impegnati a non cedere le Nuove Azioni SNAI loro assegnate per un periodo di tempo medio lungo. Tale impegno dovrebbe secondo gli Amministratori ulteriormente garantire SNAI sull'interesse da parte della controparte di continuare nella massimizzazione del valore del Gruppo Cogemat, anche in considerazione dei rapporti commerciali in diversi casi intrattenuti dalle società del gruppo Cogemat e diversi soggetti tra gli Altri Soci Venditori.

3. Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo analizzato la seguente documentazione:

1. La Relazione degli Amministratori di SNAI, predisposta per l'Assemblea Straordinaria convocata per il giorno 28 febbraio 2012, contenente la determinazione del valore unitario delle azioni che saranno emesse a favore dei soci di Cogemat in Euro 2,45 per azione;
2. Il documento ad uso interno del Consiglio di Amministrazione del 22 dicembre 2011, che illustra le logiche industriali connesse all'integrazione dei due concessionari nonché le considerazioni in merito alla valorizzazione di Cogemat;
3. Il parere favorevole al compimento dell'Operazione Cogetech emesso dagli Amministratori Indipendenti in data 29 dicembre 2011;
4. Il documento di valutazione dell'Advisor finanziario degli Amministratori Indipendenti e la *fairness opinion* dello stesso in relazione alla congruità per SNAI, dal punto di vista finanziario, del corrispettivo concordato per il trasferimento a SNAI del 100% del capitale sociale di Cogemat pari ad Euro 140 milioni (il "Corrispettivo");
5. L'Accordo SNAI siglato in data 29 dicembre 2011 tra Ol-Games, Ol-Games 2, Orlando, International Entertainment, gli Altri Soci Venditori e SNAI;
6. Il documento informativo per le operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza che è stato redatto e messo a disposizione del pubblico in data 5 gennaio 2012;
7. Il bilancio consolidato di SNAI chiuso al 31 dicembre 2010, da noi assoggettato a revisione contabile;
8. Il bilancio consolidato semestrale abbreviato di SNAI al 30 giugno 2011, da noi assoggettato a revisione contabile limitata;
9. La relazione trimestrale consolidata di SNAI al 30 settembre 2011;
10. La *guidance* del Gruppo SNAI relativa ad alcuni dati consolidati previsionali dell'esercizio 2012, approvata dal Consiglio di Amministrazione del 27 gennaio 2012 (la "Guidance 2012");

11. Le quotazioni del titolo SNAI nei 12 mesi precedenti all'annuncio dell'Operazione Cogetech e quelle successive fino al 3 febbraio 2012;
12. Il bilancio consolidato di Cogemat per l'esercizio chiuso al 30 giugno 2011, redatto secondo i principi contabili italiani da noi assoggettato a revisione contabile;
13. La posizione finanziaria netta consolidata del gruppo Cogemat al 30 settembre 2011 predisposta dal management e comunicata agli Amministratori di SNAI;
14. Il budget 2012 del gruppo Cogemat approvato dal Consiglio di Amministrazione di Cogemat, predisposto dal management del gruppo stesso;
15. I rapporti di *due diligence* finanziaria, legale e fiscale predisposti dai consulenti della Società, ed il *business plan* del gruppo Cogemat, utilizzati nell'ambito del processo di valutazione dello stesso;
16. La perizia di cui all'articolo 2343 ter, comma secondo, lettera b), del Codice Civile, predisposta dall'Esperto Indipendente KPMG S.p.A.;
17. Le ricerche e le analisi finanziarie pubblicate da *brokers* e banche di Investimento relative a società concorrenti e/o operanti in mercati simili e/o con caratteristiche operative simili;
18. 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

Il Consiglio di Amministrazione, ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione delle nuove azioni 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 Cogetech.

La determinazione del Prezzo di Emissione delle Nuove Azioni SNAI

Ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione delle Nuove Azioni SNAI gli Amministratori osservano che tale Prezzo di Emissione è uguale al valore implicito per azione ricavabile dalla valutazione economica del capitale della Società, condotta dal Consiglio di Amministrazione, sulla base del seguente approccio metodologico che, in gran parte, si basa sul prezzo *all-cash* offerto nell'ambito dell'offerta pubblica di acquisto promossa da Global Games sulle azioni SNAI e conclusasi in data 16 giugno 2011.

Tenuto conto dello status di società quotata di SNAI, gli Amministratori hanno ritenuto di individuarne il valore economico partendo dal patrimonio netto risultante dalla situazione contabile al 30 settembre 2011.

Gli Amministratori hanno anche proceduto a tener conto dell'andamento delle quotazioni del titolo SNAI con particolare riferimento al criterio del prezzo medio ponderato per i volumi scambiati, considerando diversi archi temporali (1, 3, 6 e 12 mesi) antecedenti la data di sottoscrizione (e annuncio) dell'Accordo Strategico (i.e. 6 maggio 2011).

Il criterio del prezzo medio ponderato è stato individuato dal Consiglio di Amministrazione sulla base delle seguenti considerazioni: (i) la media ponderata, a differenza della media aritmetica, consente di determinare un valore medio che tenga conto della significatività dei prezzi nelle differenti giornate, attribuendo maggior rilievo a prezzi formati a fronte di un maggior numero di negoziazioni; e (ii) l'orizzonte temporale di 6 mesi consente di usufruire di un intervallo di tempo sufficientemente ampio ad assorbire eventuali anomalie dei corsi di borsa legate a situazione di mercato contingenti o temporanee; e (iii) la scelta di stabilire, come data di riferimento per il calcolo della media ponderata, il giorno 6 maggio 2011 risponde, ad avviso del *management*, all'esigenza di eliminare i potenziali effetti che l'annuncio dell'Accordo Strategico e della possibile Operazione Cogetech potrebbero avere avuto sull'andamento del titolo SNAI.

Gli Amministratori peraltro segnalano di non ritenere tali prezzi particolarmente significativi del reale valore del titolo SNAI in quanto ritengono che dal secondo trimestre del 2010 siano stati significativamente impattati da attese e *rumors* circa la possibile dismissione da parte di SNAI Servizi S.p.A. della partecipazione di maggioranza in SNAI, con evidenti pressioni rialzistiche sui corsi di borsa. Pertanto il Consiglio di Amministrazione ha tenuto conto, in particolare, del prezzo offerto da Global Games nell'ambito dell'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni dell'Emittente, conclusasi in data 16 giugno 2011. Tale valore secondo gli amministratori è rappresentativo del prezzo (comprensivo della monetizzazione *up-front* per cassa del diritto all'integrazione prezzo) corrisposto da Global Games a SNAI Servizi S.p.A. per l'acquisto della maggioranza del capitale sociale dell'Emittente.

La valutazione della Partecipazione Oggetto del Conferimento

Quanto alla valorizzazione di Cogemat e, in particolare, della Partecipazione Oggetto del Conferimento, gli Amministratori hanno utilizzato i seguenti metodi di valutazione, considerati generalmente applicati in operazioni di analoga natura:

- i. il metodo finanziario basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa operativi che si prevede Cogemat sia in grado di produrre e denominato *Unlevered Discounted Cash Flow Analysis* ("UDCF"). L'UDCF consente, infatti, di ricomprendere nella valutazione gli aspetti caratterizzanti l'evoluzione futura della società in quanto correla il valore teorico di Cogemat alla sua capacità di produrre flussi di cassa per la remunerazione dei terzi finanziatori e degli azionisti;
- ii. il metodo dei multipli di borsa, che consente di stimare il valore economico teorico di Cogemat in funzione del valore del capitale azionario, come da prezzi rilevabili su mercati regolamentati di società comparabili; e
- iii. il metodo dei multipli di transazioni comparabili, che stima il valore economico teorico della società in funzione del valore del capitale azionario determinato nell'ambito di operazioni di compravendita di partecipazioni di controllo in società comparabili.

Nell'applicare tali modelli, gli Amministratori indicano di essersi basati sulle risultanze dell'attività di *due diligence* effettuata dai consulenti incaricati dall'Emittente e sulla documentazione messa a sua disposizione dalla stessa Cogemat, tra cui (i) il *business plan* del gruppo Cogemat, (ii) i bilanci civilistici e il consolidato elaborato da Cogemat al 30 giugno 2010 e 2011, (iii) la semestrale non revisionata al 30 giugno 2011 e (iv) la posizione finanziaria netta al 30 settembre 2011.

La Relazione degli Amministratori riporta nel dettaglio la descrizione dei metodi di valutazione sopra indicati, utilizzati per la valutazione economica del capitale di Cogemat.

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 individuato il seguente intervallo di valori attribuibili al capitale economico di SNAI:

- il valore contabile del patrimonio netto per azione pari a Euro 2,01 (determinato sulla base del dato contabile consolidato al 30 settembre 2011, che presentava un patrimonio netto pari ad Euro 235,3 milioni); e
- il valore per azione derivante dalla media ponderata dei corsi di borsa degli ultimi 6 mesi (calcolati con riferimento alla data dell'Accordo Strategico - i.e. 6 maggio 2011) pari ad Euro 2,57.

Gli Amministratori osservano che nell'ambito delle negoziazioni tra SNAI e i soci di Cogemat utili alla conclusione dell'Accordo SNAI, i soci di Cogemat hanno accettato che le Nuove Azioni SNAI da emettere a fronte del Conferimento fossero valutate Euro 2,45 ciascuna.

Gli Amministratori rilevano che tale Prezzo di Emissione è: (i) in linea rispetto al prezzo *all-cash* offerto nell'ambito dell'offerta pubblica di acquisto conclusasi il 16 maggio 2011, (ii) superiore del 21,65% rispetto al valore del patrimonio netto per azione al 30 settembre 2011 e (iii) inferiore rispetto al prezzo medio ponderato a 6 mesi che risulta essere il 4,89% più alto di Euro 2,45. Come precedentemente osservato, gli amministratori segnalano che nel corso dei 15 mesi antecedenti la sottoscrizione dell'Accordo Strategico (i.e. il 6 maggio 2011) i prezzi di borsa di SNAI, a loro avviso, sono stati significativamente influenzati dalle aspettative di dismissione della partecipazione di maggioranza in precedenza detenuta da SNAI Servizi S.p.A..

Gli Amministratori segnalano, inoltre, che (i) successivamente alla chiusura dell'offerta pubblica di acquisto promossa da Global Games sulla totalità delle azioni ordinarie di SNAI, il prezzo di borsa di queste ultime è sceso sotto il prezzo di Euro 2,45 e che (ii) al momento della sottoscrizione dell'Accordo SNAI era pari a Euro 1,96 (prezzo di chiusura del 29 dicembre 2011, prima dell'annuncio dell'Operazione Cogetech).

In relazione alla valutazione della Partecipazione Oggetto del Conferimento, ad esito delle analisi e valutazioni descritte in precedenza il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto congruo il valore di Euro 96.711.287,75 convenuto con i soci di Cogemat (valore che potrà aumentare sino a Euro 99.210.620,95 qualora il numero di azioni Cogemat oggetto di conferimento in SNAI aumentasse per

effetto della totale adesione all'Accordo SNAI dei soci di Cogemat che non ne sono stati parte alla data di sottoscrizione). 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 del quale 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 2,45 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, insieme al documento ad uso interno del Consiglio di Amministrazione del 22 dicembre 2011, che illustra le logiche industriali connesse all'integrazione dei due concessionari nonché le considerazioni in merito alla valorizzazione di Cogemat.

Abbiamo inoltre letto ed esaminato (i) il parere favorevole al compimento dell'Operazione Cogetech emesso dagli Amministratori Indipendenti in data 29 dicembre 2011; (ii) il documento di valutazione dell'Advisor finanziario degli Amministratori Indipendenti e la *fairness opinion* dello stesso in relazione alla congruità del Corrispettivo, dal punto di vista finanziario, per SNAI; (iii) l'Accordo SNAI siglato in data 29 dicembre 2011 tra OI- Games, OI-Games 2, Orlando, International Entertainment, gli Altri Soci Venditori e SNAI; (iv) il documento informativo per le operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza che è stato redatto e messo a disposizione del pubblico in data 5 gennaio 2012; (v) i documenti di *due diligence* finanziaria, legale e fiscale predisposti dai consulenti della Società.

Gli Amministratori Indipendenti, nell'esprimere parere favorevole al compimento dell'Operazione, illustrano alcune criticità valutative segnalate dal loro Advisor finanziario e connesse alla novità del segmento VLT nel settore del *gaming*, all'incertezza del rinnovo dei diritti VLT successivamente al 2019, alla rapidità evolutiva del quadro regolamentare e normativo di settore ed al numero elevato di ipotesi soggettive e stime presenti nell'applicazione della metodologia UDCF.

Il bilancio d'esercizio ed il bilancio consolidato di SNAI per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2010, ed il bilancio d'esercizio ed il bilancio consolidato per l'esercizio chiuso al 30 giugno 2011 di Cogemat sono stati assoggettati a procedure di revisione contabile completa da parte nostra nell'ambito degli incarichi di revisione legale in corso.

Il bilancio consolidato semestrale abbreviato chiuso al 30 giugno 2011 di SNAI, è stato assoggettato a procedure di revisione contabile limitata da parte nostra nell'ambito dell'incarico di revisione legale in corso.

Abbiamo svolto limitate procedure sulla relazione trimestrale consolidata di SNAI al 30 settembre 2011 e sulla posizione finanziaria netta consolidata di Cogemat alla stessa data.

Ferme restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di dato previsionale abbiamo discusso (i) la *Guidance* 2012 del Gruppo SNAI approvata dal Consiglio di Amministrazione del 27 gennaio 2012, (ii) il budget consolidato 2012 di Cogemat approvato dal Consiglio di Amministrazione del 2 dicembre

2011, (iii) il *business plan* del gruppo Cogemat, rispettivamente, con il *management* di SNAI, il *management* di Cogemat, e con i consulenti della Società, analizzando le principali caratteristiche del processo di previsione ed i criteri utilizzati per la loro redazione. 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 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 per verificare i procedimenti seguiti nella determinazione del valore di SNAI e di Cogemat;
- b) la raccolta, attraverso discussioni con la Direzione della Società e di Cogemat, delle informazioni relative agli eventi verificatisi dopo il 30 giugno 2011 che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del nostro esame; ci è stato confermato che, dal 30 giugno 2011 alla data di emissione della presente Relazione, non si sono verificati eventi o circostanze che richiedano una modifica della determinazione delle valutazioni predisposte;
- c) la lettura dei verbali delle assemblee degli Azionisti e delle riunioni del Consiglio di Amministrazione della Società dell'esercizio 2011 e delle bozze dei verbali delle riunioni tenutesi sino alla data della presente relazione;
- d) 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;
- e) la verifica della coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento ed alla documentazione utilizzata descritta al precedente paragrafo 3;
- f) la verifica della correttezza matematica del calcolo dei valori derivanti dall'applicazione dei metodi di valutazione adottati;
- g) l'esame critico dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori;
- h) la discussione con la Direzione della Società ed i consulenti incaricati dalla stessa per l'Operazione sui contenuti e sulla documentazione della stessa, nonché sull'attività svolta, le problematiche incontrate e le soluzioni adottate;
- i) l'osservazione dell'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni di SNAI per intervalli temporali significativi.

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 criteri 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 circa la valenza, la portata e i limiti delle valutazioni nell'ambito di operazioni simili a quella in esame, 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 pertanto considerate stime relative alla possibilità di realizzazione di sinergie tra aziende 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 al Prezzo di Emissione, il Consiglio di Amministrazione ha considerato nelle proprie valutazioni il prezzo medio ponderato delle azioni SNAI in un periodo definito. Tuttavia, gli Amministratori hanno ritenuto che il valore di borsa delle azioni non fosse del tutto significativo ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione, in quanto influenzato successivamente al 6 maggio 2011 dall'annuncio dell'Accordo Strategico e della possibile Operazione Cogetech ed antecedentemente a tale data, a partire dal secondo trimestre del 2010, dalle attese e dai rumors circa la possibile dismissione da parte di SNAI Servizi S.p.A. della partecipazione di maggioranza in SNAI. Per tale motivo gli Amministratori hanno ritenuto che il prezzo di Euro 2,45 per azione offerto da Global Games nell'ambito dell'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni della Società, conclusa in data 16 giugno 2011, costituisca il valore più rappresentativo del valore

della Società. Tale valore è stato inoltre accettato dai soci di Cogemat nell'ambito della negoziazione dell'Accordo SNAI.

- Gli Amministratori osservano che il Prezzo di Emissione così stabilito risulta superiore al prezzo medio ponderato registrato dal titolo SNAI nell'ultimo semestre 2011, nonché al valore puntuale del 29 dicembre 2011, data di sottoscrizione dell'Accordo SNAI.
- Gli Amministratori rilevano infine che il Prezzo di Emissione delle Nuove Azioni SNAI fissato in Euro 2,45 per azione risulta superiore al valore calcolato sulla base del patrimonio netto risultante dalla situazione contabile consolidata al 30 settembre 2011. Il riferimento al valore del patrimonio netto consolidato della Società rappresenta infatti un'ulteriore tutela dal rischio di diluizione del valore patrimoniale delle azioni in possesso degli Azionisti.

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 96.711.287,75 convenuto con i soci di Cogemat (valore che potrà aumentare sino a Euro 99.210.620,95 qualora il numero di azioni Cogemat oggetto di conferimento in SNAI aumentasse per effetto della totale adesione all'Accordo SNAI dei soci di Cogemat che non ne sono stati parte alla data di sottoscrizione).
- 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 in linea con gli intervalli valutativi elaborati dal Consiglio di Amministrazione e con il valore attestato dall'Esperto incaricato della predisposizione della perizia di cui all'art. 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, inclusa la *fairness opinion* dell'*Advisor* e la perizia di cui all'articolo 2343 ter, comma secondo, lettera b), del Codice Civile, predisposta dall'Esperto Indipendente KPMG S.p.A., assumendone la veridicità, correttezza e completezza, senza svolgere verifiche al riguardo. Allo stesso modo, non sono state eseguite, sempre perché estranee all'ambito del nostro incarico, verifiche e/o valutazioni della validità e/o efficacia dell'Operazione effettuata da SNAI o dal Gruppo Cogemat 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.

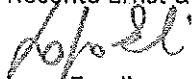
10. Conclusioni

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 siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del valore unitario delle azioni SNAI che saranno emesse a favore dei soci Cogemat pari a:

Euro 2,45 per azione

Firenze, 7 febbraio 2012

Reconta Ernst & Young S.p.A.


Lapo Ercoli
(Socio)