Studio Associato Legale e Tributario

Tel: +39 06 69.76.301
Fax:+39 06 69.76.30.864
www.bdo.it

Via Ludovisi n. 16
00187 Roma

# DIGITAL BROS S.P.A.

## VALUTAZIONE EX ART. 2343-TER, COMMA 2, LETTERA B), DEL CODICE CIVILE AL 31 DICEMBRE 2016

## CONCERNENTE LA VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE RAPPRESENTATIVA DEL 36,66 % DEL CAPITALE SOCIALE DELLA KUNOS SIMULAZIONI S.R.L. OGGETTO DI CONFERIMENTO A DIGITAL BROS S.P.A.

# INDICE

**1. PREMESSA ..... 3**
1.1 Finalità ed oggetto dell'incarico ..... 3
1.2 Data di riferimento della stima ..... 4
1.3 Documentazione esaminata ..... 5
**2. ASSUNZIONI E LIMITAZIONI DI RESPONSABILITÀ ..... 5**
**3. DESCRIZIONE DELLA KUNOS SIMULAZIONI S.R.L ..... 7**
3.1 Dati societari ..... 7
3.2 Storia della società e attività svolta ..... 7
3.3 Il mercato ..... 8
**4. CRITERI DI VALUTAZIONE ..... 9**
4.1 Metodo Reddituale ..... 9
4.2 Metodo Patrimoniale ..... 10
4.3 Metodo misto Patrimoniale-Reddituale ..... 11
4.4 Metodo Finanziario ..... 13
4.5 Metodo dei Multipli ..... 14
**5. STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO DELLA SOCIETA': SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE ..... 16**
**6. CONCLUSIONI ..... 22**

# 1. PREMESSA

## 1.1 Finalità ed oggetto dell'incarico

La Società DIGITAL BROS S.P.A. (di seguito: "DB") ed i soci della Società KUNOS SIMULAZIONI S.R.L. (di seguito: "KUNOS" o "Società"), congiuntamente le "Parti", hanno sottoscritto un accordo preliminare avente ad oggetto l'acquisizione tramite conferimento da parte di DB della partecipazione rappresentativa del 36,66% del capitale sociale della KUNOS.

In particolare, l'operazione prevede l'acquisizione da parte di DB del 100% del capitale di KUNOS, con le seguenti modalità:

- l'acquisto da parte di DB di una partecipazione rappresentativa del 63,34% del capitale sociale di KUNOS a fronte di un corrispettivo per cassa pari ad Euro 2.750.000; e

- il conferimento in DB da parte degli Attuali Soci, in cambio di numero 150.000 azioni DB di nuova emissione, della residua partecipazione pari al 36,66% del capitale sociale di KUNOS ("Conferimento").

DB e KUNOS hanno nominato lo STUDIO ASSOCIATO LEGALE E TRIBUTARIO – BDO (di seguito "SALT" o "Esperto"), nella persona del socio Dott. Gianluca Marini, ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lettera b), del Codice Civile, quale esperto indipendente per la predisposizione di una relazione di stima della partecipazione rappresentativa del 36,66% del capitale sociale della KUNOS oggetto di Conferimento (di seguito "Relazione").

Con riferimento ai requisiti richiesti all'Esperto ai fini della Valutazione si conferma che SALT ed il Dott. Gianluca Marini sono in possesso dei requisiti professionali e di indipendenza richiesti dall'art. 2343-ter, comma 2, lettera b), del Codice Civile per la Valutazione.

Ai sensi della normativa sopra richiamata l'oggetto dell'incarico è rappresentato dalla stima del "Valore Equo" della partecipazione rappresentativa del 36,66% del capitale sociale della KUNOS, che deve essere "conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento".

La normativa prevista che ai fini dell'applicazione del secondo comma, lettera a) dell'art. 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 Relazione nell'ambito del disposto del secondo comma lettera b).

Pertanto, la definizione di valore equo utilizzabile in questa sede ("Valore Equo") è quella che si riferisce al corrispettivo al quale la partecipazione rappresentativa del 36,66% del capitale sociale della KUNOS oggetto del conferimento potrebbe essere scambiata in una libera transazione tra parte 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 sopravvalutazioni dei beni conferiti in natura, il patrimonio della società conferitaria risulti artificiosamente alterato.

Con riferimento a tale finalità, ed in analogia a quanto previsto dall'art. 2343 e 2465 del Codice Civile, la presente relazione stima il Valore Equo della partecipazione rappresentativa del 36,66% del capitale sociale della KUNOS oggetto di conferimento, che rappresenta il limite massimo per stabilire l'aumento del capitale sociale di DB e di un eventuale sovraprezzo delle azioni emesse a fronte dell'apporto.

L'incarico ricevuto è stato adempiuto sulla base dei dati, delle informazioni e della metodologia esposta nei successivi paragrafi, con le precisazioni e le avvertenze di seguito specificate.

## 1.2 Data di riferimento della stima

La data di riferimento della presente stima inerente la partecipazione rappresentativa del 36,66% del capitale sociale della KUNOS oggetto di Conferimento è il 31 dicembre 2016, data alla quale si riferiscono i più recenti dati resi disponibili ai fini dell'incarico.

La valutazione è stata predisposta sulla base delle proiezioni economico-finanziarie della KUNOS per il periodo 2017-2021 fornita dalle parti.

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

### 1.3 Documentazione esaminata

La principale documentazione fornita dalle Parti ed esaminata ai fini dell'espletamento dell'incarico ricevuto è la seguente:

- *Business plan* per gli anni 2017-2021 della KUNOS;
- Accordo preliminare tra DIGITAL BROS S.P.A. ed i soci della KUNOS:
- Situazione economica-patrimoniale della KUNOS alla data del 31 dicembre 2016;
- Bilancio d'esercizio della KUNOS al 31.12.2014;
- Bilancio d'esercizio della KUNOS al 31.12.2015;
- Visura CCIAA di Roma del 13 gennaio 2017;
- Atto costitutivo della KUNOS;
- Altre dati ed informazioni inerenti il profilo operativo e finanziario della KUNOS e altre informazioni inerenti l'operazione e rilevanti ai fini della Relazione, forniti dalle Parti.

## 2. ASSUNZIONI E LIMITAZIONI DI RESPONSABILITÀ

Le Parti sono consapevoli del fatto che la valutazione della partecipazione rappresentativa del 36,66% del capitale sociale della KUNOS si è basata sulle seguenti assunzioni e limitazioni di responsabilità:

- I dati, i documenti e le informazioni che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della relazione sono stati forniti dalle Parti.
- SALT, pur avendo svolto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, non avendo effettuato alcun audit sui dati forniti, non risponde della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di tali dati, documenti e informazioni. Resta ferma, quindi, la responsabilità della KUNOS per qualsiasi errore od omissione concernenti tali documenti, dati e informazioni e per qualsiasi errore od omissione che dovessero emergere in sede di valutazione a seguito del loro impiego.

- La Relazione è stata effettuata avendo riferimento alle condizioni economiche e di mercato attuali e alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili. A questo proposito non può non essere tenuta in debita considerazione la difficoltà di svolgere previsioni nell'attuale contesto economico e finanziario.

- La Relazione non tiene, pertanto, conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e imprevedibile.

- L'incarico attribuito all'Esperto non prevede lo svolgimento di alcuna attività di controllo contabile e/o revisione legale, anche volontaria, sui conti della società che sono stati assunti dallo stesso come espressione di una rappresentazione chiara, veritiera e corretta della situazione economico-patrimoniale della società.

- Il lavoro svolto si è basato sui dati, informazioni e spiegazioni fornita dalle Parti. Non è stata svolta alcuna verifica indipendente, o controlli di altro tipo, sui dati e sulle informazioni ottenute e, pertanto, non si esprime alcuna opinione o altra forma di giudizio sulla loro accuratezza, correttezza o completezza. Tali dati, informazioni e spiegazioni rimangono di esclusiva pertinenza e responsabilità delle Parti.

- L'incarico non prevede lo svolgimento di verifiche ed accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura fiscale, contrattuale, previdenziale, connesse a problematiche non riportate nella documentazione utilizzata per la valutazione.

- Il contenuto della Relazione va interpretato come stima indicativa dei valori aziendali, basata su ipotesi e criteri valutativi generalmente accettati e applicati nella fattispecie attraverso le metodologie di valutazione ritenute più appropriate, nel rispetto dell'incarico conferito.

- La stima del valore della partecipazione è stata effettuata prescindendo dalle sinergie e dalle economie/diseconomie che potrebbero derivare dall'inserimento della partecipazione nell'economia di un eventuale specifico soggetto acquirente.

- La sussistenza o meno di fatti nuovi e rilevanti, tali da poter modificare sensibilmente il valore attribuito della partecipazione rappresentativa del 36,66% del capitale sociale della KUNOS nell'ambito del Conferimento, sarà oggetto di verifica da parte degli Amministratori della DB ai sensi dell'art. 2343-quater del

Codice Civile nel termine di trenta giorni dall'iscrizione della delibera dell'aumento del capitale sociale collegato all'apporto.

- Le conclusioni cui si è pervenuti sono basate sul complesso delle valutazioni contenute nella relazione e, pertanto, nessuna parte della stessa potrà comunque essere utilizzata disgiuntamente rispetto al documento nella sua interezza e nei limiti temporali stabiliti dalla normativa applicabile.

## 3. DESCRIZIONE DELLA KUNOS SIMULAZIONI S.R.L

### 3.1 Dati societari

La KUNOS SIMULAZIONI S.R.L. è stata costituita in data 23.5.2013 e ha sede in Formello, Via degli Olmetti, 39/B.

La società è iscritta al Registro Imprese di Roma al n. 12417031007 ed al R.E.A. n. 1372716. Il Capitale Sociale alla data del 31.12.2016 risulta sottoscritto ed interamente versato ed ammonta ad Euro 10.000.

Il capitale sociale è così ripartito:

| Titolare | Capitale sottoscritto | % di partecipazione |
|---|---|---|
| Stefano Casillo | € 5.000 | 50% |
| Marco Massarutto | € 5.000 | 50% |

La Società ha un Amministratore Unico nella persona del Sig.ra Valeria Bozzolan, nata a Roma il 23.08.1974, C.F. BZZ VLR 74M63 H501G, e residente a Roma, in Via Gennaro Righelli 53. La carica è ricoperta fino a revoca.

Al 31 dicembre 2016 la struttura societaria non presenta dipendenti.

### 3.2 Storia della società e attività svolta

La KUNOS è stata costituita nel Maggio 2013 allo scopo di sviluppare e produrre software di simulazione di guida principalmente per PC Windows e console. Il prodotto principale realizzato dalla KUNOS ad oggi è "Assetto Corsa", sviluppato per PC, PS4 e Xbox One.

Tale prodotto, lanciato nel 2013 su piattaforma PC Windows e successivamente sviluppato e distribuito per le piattaforme PS4 e Xbox One, è stato considerato dalla

critica e dal pubblico come la versione PC di Gran Turismo. Il videogame deve parte della sua popolarità all'utilizzo, in versioni personalizzate ad hoc, nei simulatori ufficiali Ferrari e Porsche, in virtù della elevata sofisticazione dei modelli matematici che determinano la corretta simulazione dinamica dei veicoli e dell'accuratezza riposta nella riproduzione delle auto e dei circuiti presenti nel software.

Grazie al successo commerciale e al prestigio conquistato dal marchio "Assetto Corsa", KUNOS ha deciso di avviare la produzione di nuovi prodotti basati sullo stesso brand e su una nuova tecnologia software mutuata dalle esperienze precedenti.

### 3.3 Il mercato

Ad oggi, Assetto Corsa ha venduto su tutti i formati attualmente disponibili oltre 1,4 milioni di copie, a cui vanno aggiunte oltre 400.000 espansioni aggiuntive, rappresentate da nuove autovetture e/o circuiti.

Sulla base del software che analizza l'utilizzo da parte dei giocatori l'attuale versione per PC vede una sostanziale parità nella selezione di auto da corsa rispetto alle auto stradali sportive e di serie, elementi entrambi disponibili nel prodotto. I primi presentano però una maggior fidelizzazione, rappresentano il nucleo della comunità di giocatori di Assetto Corsa e vantano il maggior numero di ore di gioco spese su Assetto Corsa.

L'originaria scelta di produrre un gioco dedicato al tema nasce da considerazioni di mercato. Nel 2013 Assetto Corsa ha infatti colmato un vuoto "generazionale" per i giochi a tema corse su PC, raccogliendo le preferenze di una audience che era stata trascurata dall'industria di settore. Per raggiungere lo scopo Assetto Corsa era stato concepito come videogame *racing* adatto a tutti i gusti, offrendo appunto l'opportunità di utilizzare diverse tipologie di auto (auto storiche da corsa e di serie, Gran Turismo moderne, auto da corsa moderne e *hypercar*), orientamento che è stato più di recente seguito anche da prodotti concorrenti.

Per le versioni future di Assetto Corsa, si ritiene pertanto interessante l'opportunità di produrre dei prodotti tematici, che perfezionino e completino per il videogiocatore un'esperienza dedicata, un aspetto che altri produttori di videogiochi *racing* stanno trascurando, creando un vuoto che KUNOS punta a colmare.

## 4. CRITERI DI VALUTAZIONE

La dottrina e la pratica professionale hanno elaborato numerosi metodi di valutazione che si ritiene opportuno illustrare in sintesi.

Obiettivo della valutazione è quello di determinare il **Capitale Economico** dell'azienda, in quanto valore rappresentativo dell'attitudine dell'impresa a remunerare il Capitale proprio.

Tale procedimento richiede l'utilizzo di criteri valutativi in grado di produrre risultati basati su razionalità, coerenza, obiettività e verificabilità.

I metodi in questione sono: Reddituale, Patrimoniale, Misto Patrimoniale-Reddituale, Finanziario e quello empirico dei Multipli di mercato.

### 4.1 Metodo Reddituale

Il metodo Reddituale fonda il proprio presupposto sulla capacità dell'azienda di generare un flusso reddituale riproducibile nel futuro.

Il valore del Capitale Economico (W) viene dunque stimato come funzione del **Reddito netto atteso** (R).

Il Reddito netto atteso esprime il flusso netto previsto per l'orizzonte temporale della valutazione determinato sulla base di ipotesi di gestione futura ragionevolmente formulate alla data della valutazione medesima.

Il Reddito netto atteso mostra le caratteristiche di seguito esposte:

- Il Reddito netto atteso è <u>economicamente prelevabile</u> dagli apportatori di Capitale proprio, una volta remunerati in modo congruo tutti i fattori produttivi e destinata una quota del valore aggiunto alla conservazione delle condizioni produttive pluriennali;
- Il Reddito netto atteso è <u>prospettico</u>, ovvero ottenuto attraverso la proiezione nel futuro delle potenzialità di reddito attuali dell'azienda;
- Il Reddito netto atteso è <u>normalizzato</u>, ossia depurato dalle componenti straordinarie non ripetibili e comunque estranee alla gestione ordinaria ed al core business e, in ogni caso, determinato sulla base di soluzioni razionali e comunemente accettate dal punto di vista tecnico. Ciò comporta che nella

configurazione del reddito (R), debba essere eliminata ogni componente negativa la cui appostazione sia dettata esclusivamente dall'esigenza di ridurre il reddito imponibile ai fini dell'imposizione diretta, ovvero dall'intento di attuare determinate politiche di bilancio;

- Il Reddito netto atteso viene per semplicità calcolato come medio, al fine di esprimere la capacità durevole dell'impresa di ottenere una grandezza media di reddito, depurata quindi dagli effetti economici connessi ad eventi congiunturali.

Nel caso in cui l'orizzonte temporale di riferimento venga considerato indefinito, il valore dell'azienda equivale al valore attuale di una rendita perpetua di rata costante, calcolata ad un tasso di attualizzazione, determinato in base alla seguente formula:

$$W = R/i$$

dove:

**W = Valore economico dell'azienda;**

**R = Reddito medio-normale atteso (sostenibile);**

**i = Tasso di attualizzazione.**

L'approccio generalmente utilizzato per la stima del tasso di attualizzazione è quello del cosiddetto costo-opportunità, che consiste nella scelta di un tasso equivalente al rendimento offerto da investimenti alternativi a parità di rischio.

### 4.2 Metodo Patrimoniale

Il metodo Patrimoniale si fonda sul principio dell'espressione, a valori correnti, dei singoli elementi attivi che compongono il Capitale Economico dell'azienda e dell'aggiornamento degli elementi passivi in modo da giungere a determinare un valore di sintesi denominato "**Patrimonio Netto Rettificato**" (PNR).

Il PNR è considerato come l'ammontare delle risorse che dovrebbero essere investite al fine di disporre di un analogo insieme di condizioni produttive e patrimoniali nello stato e nel luogo in cui si trovano a quel tempo.

Il metodo Patrimoniale assume, come base di partenza, il Patrimonio Netto di bilancio così come espresso dalla situazione patrimoniale contabile di riferimento. Nel Patrimonio Netto viene incluso anche l'utile d'esercizio, mentre vengono escluse le

immobilizzazioni immateriali per le quali non si riesca a dimostrarne i benefici economici futuri, le azioni proprie in portafoglio e gli importi per i quali è già stata decisa la distribuzione ai soci (di dividendi o di riserve disponibili).

Al Patrimonio Netto contabile di cui sopra vengono poi apportate le seguenti rettifiche:

- Rettifiche per uniformarsi ai corretti principi contabili;
- Rettifiche necessarie per recepire le plusvalenze emergenti su specifiche poste dell'attivo (al netto dell'effetto fiscale).

Il PNR viene determinato in modo:

- Sintetico, sommando le rettifiche incrementative o decrementative dei singoli elementi patrimoniali;
- Analitico, sommando i valori correnti degli elementi patrimoniali singolarmente.

Il metodo patrimoniale può essere espresso dalla seguente formula:

$$W = PNR + BI$$

dove:

**W = Valore economico dell'azienda;**

**PNR = Patrimonio netto rettificato;**

**BI = Beni intangibili valutabili.**

### 4.3 Metodo misto Patrimoniale-Reddituale

Il metodo misto Patrimoniale-Reddituale attua una sorta di mediazione tra i punti di forza e le criticità dei criteri Patrimoniale e Reddituale e consente di considerare, nel processo valutativo, tanto le prospettive di reddito dell'azienda, quanto la sua effettiva consistenza patrimoniale: la stima risulta pertanto idonea a riflettere gli elementi di obiettività e verificabilità propri dell'analisi patrimoniale, senza trascurare, tuttavia, le attese reddituali.

Il "Valore medio" rappresenta una mera modalità di quantificazione del Valore economico dell'azienda, rilevato come media semplice o ponderata tra i valori

determinati sulla base della metodologia fondata sui flussi economici e della metodologia patrimoniale.

Esso può essere espresso tramite la seguente formula (media semplice):

$$W = \frac{1}{2}(R+PNR)$$

dove:

**W = Valore economico dell'azienda;**

**R = Metodologia basata sui flussi di reddito;**

**PNR = Patrimonio netto rettificato.**

Tra i metodi di valutazione per la stima del "Valore medio", quello più diffuso è il criterio UEC (Unione Europea degli esperti contabili economici e finanziari).

Il metodo in esame prevede la determinazione del valore del Patrimonio Netto della società mediante la verifica della consistenza delle attività impiegate in azienda, al netto delle corrispondenti passività, a cui si aggiunge l'avviamento, che rettifica in aumento (goodwill) o in diminuzione (badwill), il predetto valore patrimoniale. L'avviamento rappresenta la capacità che viene riconosciuta all'azienda di generare redditi futuri in grado di remunerare il capitale investito in misura maggiore (o minore) rispetto al rendimento offerto da investimenti alternativi, a parità di profilo di rischio.

Tale metodologia si basa sul presupposto che l'avviamento sia un fenomeno transitorio, ovvero destinato a svanire nell'arco temporale di un dato numero di periodi amministrativi.

La formula utilizzata per la valutazione è la seguente:

$$W = PNR + a_{n\neg i}^{1} * (R - i^{2} * PNR)$$

dove:

**W = Valore economico dell'azienda;**

**R = Reddito netto atteso medio-normale;**

**PNR = Patrimonio netto rettificato;**

**n = Numero di periodi amministrativi;**

**$i^2$ = Saggio normale di rendimento atteso del capitale proprio investito nel settore economico nel quale opera l'impresa;**

**$i^1$ = Tasso di attualizzazione.**

### 4.4 Metodo Finanziario

Il metodo Finanziario si basa sui risultati della gestione interpretati in termini di flussi monetari (cash flow) che risultano essere disponibili per l'investitore, anziché in termini di reddito.

Il **Flusso monetario atteso** viene determinato tramite il rendiconto finanziario che recepisce il flusso finanziario generato dalla dinamica reddituale della gestione e i flussi indotti dalla variazione negli impieghi di risorse e nelle fonti di finanziamento aziendali.

Il Flusso monetario atteso esprime il flusso che sarà periodicamente generato dalla gestione futura, determinato in base ad *assumptions* operative ragionevolmente formulabili alla data della valutazione.

Il metodo Finanziario determina il Valore economico dell'azienda, attualizzando i flussi di cassa che essa sarà in grado di generare in futuro ad un tasso che esprima adeguatamente il rischio ad essi associato.

Si possono prendere in considerazione alternativamente il Flusso monetario generato dall'area caratteristica della gestione (Fcfo: *free cash flow from operations*) o il Flusso monetario di periodo disponibile per gli azionisti (Fcfe: *free cash flow to equity*).

Sulla base di tali approcci è possibile pervenire alla valutazione dell'azienda attraverso il DCFM (*Discounted Cash Flow Model*), attraverso due prospettive:

- Il metodo dei Flussi monetari operativi (*Unlevered Cash Flow*) attraverso il quale si viene a determinare il Valore economico del capitale investito operativo, pari al valore dei flussi monetari operativi (Fcfo) attualizzati al Costo medio ponderato del capitale (WACC: *weighted average cost of capital*). Al valore così derivato

(Enterprise Value) viene sottratto l'importo corrente del debito finanziario netto, al fine di ottenere il valore del Capitale economico (*Equity Value*);

- Il metodo basato sul Flusso monetario netto spettante agli azionisti (*Levered Cash Flow*), tramite il quale il Valore economico di un'azienda (*Equity Value*) si ottiene attualizzando i flussi netti complessivi di periodo (Fcfe) ad un tasso pari al costo del Capitale proprio ($K_e$).

Nel caso si utilizzi il primo di questi metodi, dovranno essere calcolate le imposte teoriche, quantificate utilizzando come riferimento il Reddito operativo: ciò equivale ad ipotizzare la valutazione di un'azienda priva di debiti finanziari, il cui capitale investito netto sia finanziato esclusivamente attraverso l'apporto di capitale proprio.

Per maggior chiarezza, vengono riportate le formule dei due metodi precedentemente descritti, ipotizzate su un arco temporale indefinito (rendita perpetua):

| **ENTERPRICE VALUE** | **EQUITY VALUE** |
|---|---|
| **Enterprise Value = NOPAT / WACC** | **Equity Value= Fcfe / $K_e$** |

dove:

**W = Valore economico dell'azienda;**

**NOPAT = Profitto generato dalle attività operative;**

**Fcfe = Flusso di cassa per gli azionisti, rilevato a partire dal Reddito netto;**

**WACC = Costo medio ponderato del capitale;**

**$K_e$ = Costo del capitale proprio.**

### 4.5 Metodo dei Multipli

Il metodo dei Multipli si basa sull'analisi dei prezzi di Borsa, o di transazioni, relativi ad un campione selezionato di società operanti nel settore di riferimento della Società da valutare (Società comparabili) e sulla successiva applicazione dei multipli ricavati da tale analisi alle variabili economico-finanziarie della Società oggetto di valutazione.

I multipli sono ottenuti quale rapporto tra la capitalizzazione di Borsa o il prezzo negoziato tra le controparti delle società comparabili e le relative variabili reddituali, patrimoniali e finanziarie ritenute significative ai fini valutativi.

Le valutazioni condotte sulla base del metodo dei Multipli si fondano su due ipotesi:

- L'uguaglianza nei tassi di crescita attesi dei flussi di cassa aziendali e nel grado di rischiosità;

- L'assunzione che il valore dell'impresa vari in modo direttamente proporzionale alle variazioni intercorrenti nella variabile economica scelta quale parametro di performance.

Il metodo in questione è quindi in grado di fornire un'adeguata misura del valore, in quanto fondata su aspettative di mercato riguardo tanto alla crescita aziendale quanto al saggio di attualizzazione.

Nella prassi si possono osservare due tipologie di multipli:

1. Multipli calcolati con riguardo al valore di mercato del solo capitale (W). Tali multipli consentono di giungere in modo diretto alla stima del valore del Capitale Economico;
2. Multipli calcolati avendo riguardo al valore complessivo dell'impresa (EV: *Enterprise Value*). In questo secondo caso il numeratore del multiplo è costituito dalla somma del valore del capitale (W) e del valore di mercato del debito finanziario. Applicando tale tipologia di multipli la stima del valore del Capitale Economico avviene in modo indiretto, ovvero per differenza tra il valore del Capitale operativo (EV) e il valore di mercato dei debiti di natura finanziaria.

Tra i primi si citano, in particolare:

**Price/Earning ratio = P/E = Prezzo di Borsa / Utile netto per azione**

**Price/Book value = P/BV = Prezzo di Borsa / Patrimonio netto per azione**

Tra i secondi, quelli più utilizzati nella prassi professionale sono:

**Enterprise Value/Sales = EV/Sales = (Valore dell'equity + Valore del debito) / Fatturato**

**Enterprise Value/Ebitda = EV/Ebitda = (Valore dell'equity + Valore del debito) / MOL**

**Enterprise Value/Ebit = EV/Ebit = (Valore dell'equity + Valore del debito) / MON**

## 5. STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO DELLA SOCIETA': SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE

Considerate le finalità della presente valutazione, le informazioni economico-finanziarie disponibili, il mercato di riferimento della Società e la tipologia di attività svolta, tra i metodi di valutazione del Capitale Economico sopra sommariamente illustrati è stato utilizzato il **Metodo Finanziario**, onde apprezzare il valore del capitale economico di KUNOS. Sulla base dei valori ottenuti con il metodo di valutazione selezionato si individua un valore del capitale economico dell'azienda.

L'adozione del metodo finanziario trova ragione nel fatto che la metodologia in parola costituisce, per concorde dottrina, il metodo di valutazione più razionale: il valore economico di un'azienda è, infatti, secondo la definizione classica dell'economia aziendale, un valore unico risultante dall'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici. Il metodo finanziario, pertanto, dovrebbe essere utilizzato ogniqualvolta si disponga, come nel caso di specie, di previsioni ragionevolmente attendibili ed estese ad un congruo arco temporale circa l'andamento economico dell'azienda oggetto di stima.

Il metodo finanziario è stato applicato nella versione che prevede l'attualizzazione dei flussi di cassa attesi della gestione operativa (*Unlereved discounted cash flow)*, tipicamente utilizzato per valutare aziende operanti nel settore di sviluppo e produzione di simulazioni di guida per PC e console.

La **Data di Riferimento** è stata stabilita al **31 Dicembre 2016**.

**METODO FINANZIARIO (Discounted Cash Flow)**

Il metodo finanziario del DCF individua il valore economico teorico della valutata sulla base dell'attualizzazione dei flussi di cassa operativi che essa genererà in futuro. In particolare, il valore del capitale economico è pari alla somma algebrica di:

1. **Valore operativo**, generalmente risultante dalla somma del valore attuale dei flussi di cassa prodotti dalla gestione operativa in un periodo di proiezione esplicita e del valore attuale delle attività operative dell'azienda al termine di tale periodo (c.d. «terminal value»);

2. **Valore di mercato di eventuali surplus asset** non inerenti alla gestione caratteristica o non considerati nella determinazione dei flussi di cassa operativi prospettici;
3. **Consistenza dei debiti onerosi della Società** alla data di riferimento della valutazione.

Il calcolo del valore operativo della Società comporta l'esecuzione dei seguenti passaggi:

- Calcolo dei flussi di cassa prodotti dalla gestione operativa durante il periodo di proiezione esplicita;
- Calcolo dei flussi di cassa prodotti dalla gestione operativa oltre il periodo di proiezione esplicita (Terminal Value);
- Calcolo del tasso di attualizzazione dei flussi precedentemente individuati (WACC);
- Attualizzazione dei flussi di cassa scontandoli al tasso WACC.

I c.d. «*surplus asset*» sono identificabili come le attività la cui ipotetica liquidazione alla data di riferimento della valutazione non viene giudicata compromettente per la futura attività economica dell'impresa.

Il Piano economico finanziario fornitoci ed utilizzato per la presente perizia di stima si fonda sui seguenti valori/informazioni:

- **Periodo di riferimento** 2017 – 2021.

- **Ricavi** - La stima dei ricavi è stata fatta in maniera analitica per la versione PC ipotizzando di mantenere il medesimo livello di fatturato del precedente anno solare anche per effetto del lancio di tre nuovi contenuti aggiuntivi in marzo, maggio e luglio. Per la versione console i ricavi vengono realizzati dall'editore 505 Games che fattura direttamente ai *marketplace* digitali ed ai *retailer* per la distribuzione fisica del gioco. Al fine di stimare i ricavi si ipotizzato di mantenere in essere l'attuale struttura che prevede il riconoscimento di una percentuale del 50% e del 40% dei ricavi netti realizzati da 505 Games rispettivamente per la versione digitale e la versione fisica. 505 Games ha fornito le stime ipotizzando delle curve di decadimento per le versioni digitali ed ipotizzando le stime di venduto ricevute dai paesi in cui avviene la distribuzione fisica del gioco sino al giugno 2017 senza prevedere ulteriori vendite dopo tale data. Per riflettere il riconoscimento di tali ricavi nel tempo, visto che avviene sulla base dell'effettivo incasso dei ricavi da parte dell'editore, si è ipotizzata una curva scalare.

Al fine di pianificare i ricavi delle versioni successive, avendo a disposizione i dati di vendita mensili della prima versione del gioco a partire dal lancio avvenuto sulla piattaforma PC nel Novembre 2013 e per la versione console nell'agosto 2016, si è provveduto a stimare un fattore rettificativo rispetto ai ricavi della prima versione per la stima dei volumi, mentre è stata utilizzata la curva dei ricavi della prima versione per la distribuzione dei ricavi nel tempo.

- **Costi di produzione** - I costi di produzione sono principalmente costituiti dai costi del personale e sono stimati sulla base del piano di produzione, ipotizzando una crescita annuale del 2% per tutte le risorse coinvolte, con l'eccezione dei due soci venditori per i quali è stato previsto un bonus pari al 10% dei ricavi lordi generati dalla versione PC di Assetto Corsa e dal 10% dei ricavi netti della versione console di Assetto Corsa e di tutte le versioni future.

  I costi mensili sono stati basati sui costi attualmente concordati con i singoli professionisti. Per alcune tipologie di risorse utilizzate in maniera specifica per la realizzazione di alcune componenti del gioco è stato previsto un utilizzo per un periodo limitato nel tempo, la cui valorizzazione è stata effettuata nell'ipotesi del mantenimento delle attuali condizioni contrattuali.

- **Royalty** - I costi per royalty da riconoscere ai licenziatari per le auto ed i circuiti utilizzati per Assetto Corsa sono stati stimati sulla base dei contratti attualmente in essere, mantenendo le stesse aliquote percentuali in vigore ed ipotizzando i costi da sostenere per nuove auto che si prevede verranno inserite nel gioco durante il prossimo futuro.

  I costi per royalty per le auto ed i circuiti utilizzati nelle versioni future di Assetto Corsa sono stati stimati sulla base dei contenuti e del piano che si prevede verranno inseriti nelle versioni future di Assetto Corsa.

- **Spese generali** - La stima delle spese generali, allegata dettagliatamente nel piano, è stata preparata sulla base dell'attuale struttura senza particolari benefici in termini di riduzioni di costi e con la previsione di un incremento del 2% annuo.

- **Imposte** - Ai fini della determinazione delle imposte è stata prevista un'aliquota pari al 28,82% pari al 24% di IRES ed al 4,82% di IRAP, nell'ipotesi che non si verificheranno ulteriori riduzioni di imposta nel periodo e che la società non beneficerà di nessun tipo di agevolazione fiscale.

- **Posizione finanziaria Netta (PFN)** – non è presente indebitamento finanziario netto.

Ciò premesso, di seguito si riporta il calcolo dei flussi di cassa operativi 2017-2021 ed il calcolo del flusso del Terminal Value.

| Flussi di Cassa Unlevered (€) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|---|---|---|---|---|---|
| Ricavi | 4.738.753 | 3.101.157 | 1.339.359 | 2.020.886 | 2.056.770 |
| **Totale Ricavi** | **4.738.753** | **3.101.157** | **1.339.359** | **2.020.886** | **2.056.770** |
| Costi | (1.869.342) | (1.340.838) | (1.143.439) | (1.094.267) | (1.073.342) |
| **EBITDA** | **2.869.411** | **1.760.319** | **195.920** | **926.619** | **983.428** |
| Ammortamenti | - | | | | |
| **EBIT** | **2.869.411** | **1.760.319** | **195.920** | **926.619** | **983.428** |
| Totale imposte figurative | (720.500) | (1.135.000) | 612.481 | (104.931) | (469.105) |
| **NOPLAT** | **2.148.911** | **625.318** | **808.401** | **821.688** | **514.323** |
| Ammortamenti | - | - | - | - | - |
| Variazione CCN | - | - | - | - | - |
| Investimenti | | | | | |
| **FCFO** | **2.148.911** | **625.318** | **808.401** | **821.688** | **514.323** |

Ai fini della determinazione del Flusso utilizzato per il calcolo del Terminal Value sono state utilizzate le seguenti assunzioni:

- nessun tasso di crescita in quanto viene prudenzialmente ritenuto rischioso e non significativo ipotizzare un tasso di crescita oltre il periodo considerato;

- marginalità dell'EBITDA e dell'EBIT pari a quella registrata nel 2021;

- aliquota fiscale teorica sull'EBIT pari a quella osservabile per il 2021;

- un *headroom* stimato nella misura dell'1,5% di rischio aggiuntivo determinato dal settore di mercato in cui opera la Società.

Nel Piano non sono stati riscontrati accantonamenti/svalutazioni, investimenti, variazioni di capitale circolante netto.

Di seguito si riporta il calcolo del flusso del Terminal Value.

| Flussi di Cassa Unlevered (€) | TV |
|---|---|
| Ricavi | 2.056.770 |
| **Totale Ricavi** | **2.056.770** |
| Costi | (1.073.342) |
| **EBITDA** | **983.428** |
| Ammortamenti | - |
| **EBIT** | **983.428** |
| Totale imposte figurative | (469.105) |
| **NOPLAT** | **514.323** |
| Ammortamenti | - |
| Variazione CCN | - |
| Investimenti | - |
| **FCFO** | **514.323** |

Si riportano di seguito le assunzioni effettuate per la determinazione del WACC.

| WACC | | |
|---|---|---|
| COSTO DEI MEZZI PROPRI | | |
| A) | Risk free rate (rf) | 1,7% |
| B) | Unlevered Beta (beta) | 1,1 |
| C) | Debt/Equity comps | 0,0 |
| D) | Beta relevered | 1,2 |
| E) | ERP (CDS based) | 8,40% |
| **F)** | **Costo dei mezzi propri** | **11,5%** |
| COSTO DEL DEBITO | | |
| A) | Risk free rate (rf) | 1,7% |
| B) | Credit Spread | 2,2% |
| C) | ALIQUOTA FISCALE (TAX RATE) | 24,0% |
| **D)** | **COSTO DEL DEBITO POST TAX (Kd)** | **3,0%** |
| COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE | | |
| A) | COSTO DEL DEBITO POST TAX | 3,0% |
| B) | D/EV | 1,2% |
| C) | COSTO DEI MEZZI PROPRI | 11,5% |
| D) | E/EV | 98,8% |
| **E)** | **WACC** | **11,4%** |

**Risk Free Rate**: media degli ultimi tre anni di una curva generica rappresentativa di tutte le emissioni di BTP a 10 anni in essere fino a dicembre 2016 su osservazioni giornaliere (fonte Bloomberg).

**Unlevered Beta**: beta unlevered medio rilevato per le società attive nel medesimo settore della target (fonte Bloomberg).

**Debt / Equity**: rapporto di indebitamento della Società tra posizione finanziaria netta e patrimonio netto al 31.12.2016 come da Business Plan redatto dalla Società.

**Market Risk Premium**: premio per il rischio basato su un tasso di rischio medio del mercato italiano ERP al 1° gennaio 2017 (fonte Damodaran).

**Credit spread**: spread aggiuntivo necessario per esprimere l'onerosità media della Società in caso di ricorso al capitale di debito.

**Tasso di crescita del Terminal Value "g"**: pari a zero in quanto viene prudenzialmente ritenuto rischioso e non significativo ipotizzare un tasso di crescita oltre il periodo considerato.

**Aliquota fiscale**: aliquota d'imposta teorica della Società (IRES e IRAP).

La tabella sottostante riporta le società quotate comparabili e i relativi *financials* considerati al fine di determinare il beta *unlevered* medio del Perimetro.

ASSUMPTIONS FOR COST OF CAPITAL

*(Euro mln.)*

| Company | Country | Raw-Beta | Adj-Beta | D/E | Tax rate | unlevered | Mkt. Cap. | Average ß unlevered | D/E | relevered | D/E peers |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| STARBREEZE AB | Sweden | 0,49 | 0,66 | 0,00 | 22,00 | 0,66 | 528 | 1,15 | 0,01 | 1,16 | 0,01 |
| DOUBLEUGAMES CO LTD | South Korea | 1,44 | 1,30 | 0,00 | 24,20 | 1,30 | 508 | | | | |
| INTERNATIONAL GAMES SYSTEM C | Taiwan | 1,82 | 1,55 | 0,00 | 12,06 | 1,55 | 425 | | | | |
| BOYAA INTERACTIVE | China | 1,68 | 1,45 | 0,00 | 14,56 | 1,45 | 362 | | | | |
| WEMADE ENTERTAINMENT CO LTD | South Korea | 1,48 | 1,32 | 0,00 | 24,20 | 1,32 | 288 | | | | |
| GLU MOBILE INC | United States | 1,02 | 1,01 | 0,00 | 40,00 | 1,01 | 275 | | | | |
| NHN ENTERTAINMENT | South Korea | 1,22 | 1,15 | 0,05 | 27,13 | 1,11 | 788 | | | | |
| X-LEGEND | Taiwan | 0,78 | 0,85 | 0,01 | 73,41 | 0,85 | 243 | | | | |
| | | | | | | 0,00 | 0 | | | | |
| | | | | | | tal Mkt. Cap. consider | 3.418 | | | | |

*Fonte: Bloomberg*

La tabella sottostante riporta l'attualizzazione dei flussi di cassa operativi espliciti dal 2017 al 2021 ed il calcolo del Terminal Value in virtù di un tasso di sconto WACC pari all'11,4% con un *headroom* pari all'1,5% per un tasso di sconto finale pari al 12,9%.

| Flussi di Cassa Unlevered (€) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | TV |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Time period | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |
| FCF | 2.148.911 | 625.319 | 808.401 | 821.688 | 514.323 | 514.323 |
| Terminal Value | | | | | | 4.000.018 |
| *Discount factor* | *0,89* | *0,79* | *0,70* | *0,62* | *0,55* | 0 |
| Discounted FCF | 1.904.084 | 490.949 | 562.380 | 506.497 | 280.914 | 1.935.831 |
| **Cumulated Discounted FCF** | **1.904.084** | **2.395.033** | **2.957.413** | **3.463.910** | **3.744.825** | |

| | |
|---|---|
| **Enterprice Value** | **5.680.656** |
| Cassa | - |
| **Equity Value** | **5.680.656** |

Il valore economico teorico di riferimento del 36,66% del capitale economico della società al 31.12.2016 risulta pari ad Euro 2.082.528, arrotondato per difetto ad Euro 2.000.000.

## 6. CONCLUSIONI

Sulla base del lavoro svolto precedentemente descritto e ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lettera b), del Codice Civile, è stato stimato il valore equo della partecipazione rappresentativa del 36,66% del capitale sociale della KUNOS oggetto di Conferimento.

La data di riferimento della stima è il 31 dicembre 2016. Il Valore Equo della suddetta partecipazione rappresentativa del 36,66% del capitale sociale della KUNOS è stimato, con riferimento alla data del 31 dicembre 2016, in Euro 2.000.000 (valore arrotondato).

Tutto ciò premesso, il valore della partecipazione rappresentativa del 36,66% del capitale sociale della KUNOS oggetto di Conferimento rappresenta il limite massimo per stabilire l'aumento del capitale sociale di DB e di un eventuale sovraprezzo delle azioni emesse a fronte dell'apporto.

Roma, 20 gennaio 2017

STUDIO ASSOCIATO LEGALE E TRIBUTARIO – BDO

(Dott. Gianluca Marini)

**Allegati**

- *Business plan* per gli anni 2017-2021 della KUNOS;
- Accordo preliminare tra DIGITAL BROS S.P.A. ed i soci della KUNOS;
- Situazione economica-patrimoniale della KUNOS alla data del 31 dicembre 2016;
- Bilancio d'esercizio della KUNOS al 31.12.2014;
- Bilancio d'esercizio della KUNOS al 31.12.2015;
- Visura CCIAA di Roma del 13 gennaio 2017;
- Atto costitutivo della KUNOS;
- Altre dati ed informazioni inerenti il profilo operativo e finanziario della KUNOS e altre informazioni inerenti l'operazione e rilevanti ai fini della stima, forniti dalle Parti.