

**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE
SUL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI RELATIVE
ALL'AUMENTO DI CAPITALE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE
AI SENSI DELL'ART. 2441, QUARTO COMMA, PRIMO PERIODO E SESTO COMMA
DEL CODICE CIVILE, E DELL'ART. 158, PRIMO COMMA, D. LGS. 58/98**

**Agli Azionisti di
DIGITAL BROS S.p.A.**

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

In relazione alla proposta di aumento di capitale sociale con conferimento in natura e conseguente esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, quarto comma, primo periodo del Codice Civile e 158, primo comma, del D.Lgs. 58/98 ("TUF"), abbiamo ricevuto da Digital Bros S.p.A. ("Società", "Digital Bros" oppure "Società Conferitaria" e, congiuntamente alle sue controllate "Gruppo Digital Bros") la relazione del Consiglio di Amministrazione datata 20 gennaio 2017 redatta ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile (la "Relazione degli Amministratori" o "Relazione"), che illustra e motiva la suddetta proposta di aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione, indicando i criteri adottati dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione (il "Prezzo di Emissione").

La proposta del Consiglio di Amministrazione, così come descritta nella Relazione, ha per oggetto un'operazione di aumento del capitale sociale (l'"Aumento di Capitale") di Digital Bros a pagamento, per un importo massimo di Euro 1.591.500,00 (comprensivo del sovrapprezzo), mediante emissione di massime n. 150.000 nuove azioni ordinarie Digital Bros del valore nominale unitario di Euro 0,40, da liberarsi ai sensi del quarto comma, primo periodo, dell'art. 2441 del Codice Civile, mediante conferimento in natura (il "Conferimento" e, insieme all'Aumento di Capitale, l'"Operazione") da parte del Sig. Massarutto Marco e del Sig. Casillo Stefano ("Soci Conferenti") delle partecipazioni dagli stessi detenute nel capitale sociale di Kunos Simulazioni S.r.l. ("Kunos"), complessivamente pari al 36,66% del capitale sociale di quest'ultima (la "Partecipazione Oggetto di Conferimento").

L'Aumento di Capitale sarà riservato ai Soci Conferenti che, a conclusione del Conferimento, verranno a detenere, ciascuno una partecipazione pari a circa lo 0,5% del capitale sociale di Digital Bros.

La proposta del suddetto Aumento di Capitale sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria di Digital Bros fissata per il giorno 13 marzo 2017.

Inoltre, lo Studio Associato Legale e Tributario – BDO nella persona del Dott. Gianluca Marini, in qualità di esperto indipendente (l'"Esperto Indipendente"), nominato congiuntamente dai Soci Conferenti e dalla Società Conferitaria ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lett. b), del Codice Civile, ha provveduto ad emettere, in data 20 gennaio 2017, la propria valutazione della Partecipazione Oggetto di Conferimento.

Con riferimento all'Aumento di Capitale, il Consiglio di Amministrazione di Digital Bros ci ha richiesto di esprimere, ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo e sesto comma, del Codice Civile, e dell'art. 158, primo comma, TUF, il nostro parere sull'adeguatezza dei criteri proposti dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni di Digital Bros.

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

Il Consiglio di Amministrazione di Digital Bros, in data 20 gennaio 2017, ha deliberato di sottoporre all'Assemblea Straordinaria degli Azionisti della Società la proposta di aumento del capitale sociale a pagamento per un importo massimo, comprensivo di soprapprezzo, di Euro 1.591.500,00, da imputarsi per Euro 60.000,00 a capitale sociale ed Euro 1.531.500,00 a soprapprezzo, mediante emissione di n. 150.000 azioni ordinarie del valore nominale pari ad Euro 0,4 codauna, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, cod. civ., da liberarsi mediante il Conferimento di partecipazioni azionarie.

Nella loro Relazione gli Amministratori indicano che la proposta di Aumento del Capitale si inquadra nella più ampia operazione che prevede l'acquisizione da parte di Digital Bros del 100% del capitale di Kunos, società che, tra l'altro, detiene tutti i diritti di proprietà intellettuale del videogioco Assetto Corsa già distribuito da 505 Games S.p.A., società controllata da Digital Bros, per le piattaforme console.

Come indicato dagli Amministratori, l'acquisizione ha una valenza industriale per la Società e il suo gruppo e persegue l'obiettivo di rafforzare il disegno strategico del gruppo stesso incentrato nell'acquisizione di proprietà intellettuale nel settore videoludico.

Nella fattispecie l'Operazione rientra in una strategia di crescita del Gruppo Digital Bros quale editore e sviluppatore di giochi in grado di riscuotere successo a livello mondiale e di soddisfare le richieste di un pubblico sempre più esigente. L'acquisizione permette il controllo integrale della proprietà intellettuale di Assetto Corsa e la possibilità per il Gruppo Digital Bros di investire sulle nuove versioni del gioco stesso beneficiando di un marchio ben posizionato nel mercato mondiale dei videogiochi. Il fatto che il Gruppo Digital Bros detenga già i diritti di edizione di Assetto Corsa per la versione console comporta altresì delle sinergie in tema di posizionamento del marchio ed ottimizzazione degli investimenti pubblicitari nel momento in cui i diritti vengano ad essere detenuti interamente dal gruppo stesso.

La scelta di procedere ad un aumento di capitale mediante conferimento in natura è dettata, *inter alia*, dalla considerazione del fatto che siffatta struttura limita l'esborso per cassa per Digital Bros nel contesto dell'Operazione.

Infine, avendo riguardo ai riflessi dell'Operazione sui programmi gestionali della Società, gli Amministratori prevedono che l'acquisizione non influenzerà significativamente i dati previsionali del Gruppo già diffusi in precedenza.

Ai fini della realizzazione dell'Operazione, Digital Bros e i Soci Conferenti (entrambi titolari di una partecipazione rispettivamente pari al 50% del capitale sociale di Kunos) in data 20 gennaio 2017 hanno stipulato un accordo di investimento (l'"**Accordo di Investimento**") che prevede:

- (i) l'acquisto da parte di Digital Bros di una partecipazione rappresentativa del 63,34% del capitale sociale di Kunos a fronte di un corrispettivo per cassa pari ad Euro 2.750.000,00; e
- (ii) il conferimento in Digital Bros da parte del Sig. Massarutto Marco e del Sig. Casillo Stefano della residua partecipazione pari al 36,66% del capitale sociale di Kunos a fronte di una valorizzazione della Partecipazione Oggetto di Conferimento pari ad Euro 1.591.500,00.

L'Accordo d'Investimento prevede, inoltre, che i Soci Conferenti sottoscrivano un ulteriore impegno di collaborazione con Kunos a fronte di una corrispettivo annuo pari ad Euro 120.000 ciascuno e un compenso variabile pari a circa il 10% dei ricavi netti legati ai risultati delle attività esclusivamente collegate ad Assetto Corsa. Tale compenso sarà corrisposto da Kunos.

L'Accordo d'Investimento è sospensivamente condizionato, tra l'altro, a che venga ultimata l'attività di *due diligence* senza particolari rilevi e che Digital Bros abbia adottato le necessarie delibere ai sensi di legge.

Ai fini della determinazione del valore di Kunos, il Consiglio di Amministrazione di Digital Bros, d'intesa con i Soci Conferenti, ha ritenuto di avvalersi, come sopra indicato, della disciplina di cui all'art. 2343-ter, comma 2, lett. b), Codice Civile, per l'individuazione del valore del bene oggetto del Conferimento e, quindi, ai fini della determinazione dell'aumento di capitale e dell'eventuale sopraprezzo, di una valutazione predisposta da un esperto indipendente da chi effettua il Conferimento. L'Esperto Indipendente, nella propria relazione datata 20 gennaio 2017, ha pertanto concluso che "(...) *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 Digital Bros e di un eventuale sopraprezzo delle azioni emesse a fronte dell'apporto.*"

3. NATURA E PORTATA DEL PRESENTE PARERE

Il presente parere di congruità, emesso ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158, primo comma, TUF, ha la finalità di rafforzare l'informativa a favore degli Azionisti esclusi dal diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile, in ordine alle metodologie adottate dagli Amministratori per la determinazione del Prezzo di Emissione delle nuove azioni ai fini del previsto Aumento di Capitale a servizio del Conferimento.

Più precisamente, il presente parere di congruità indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate ed è costituito dalle nostre considerazioni sull'adeguatezza, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, di tali metodi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori non abbiamo effettuato una valutazione economica di Digital Bros, che è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori, né della Partecipazione Oggetto di Conferimento, che rimane oggetto della valutazione ai sensi dell'art. 2343-ter del Codice Civile effettuata dall'Esperto Indipendente nominato congiuntamente dalla Società Conferitaria e dai Soci Conferenti.

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto dalla Società, per le sole finalità del nostro incarico, i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Più in particolare abbiamo ottenuto e analizzato la seguente documentazione:

- la Relazione illustrativa per l'Aumento di Capitale a servizio del Conferimento predisposta dal Consiglio di Amministrazione in data 20 marzo 2017 ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 72, quarto comma, del Regolamento Consob n° 11971/99 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato;

- il verbale del Consiglio di Amministrazione del 20 gennaio 2017 che ha approvato la Relazione di cui sopra;
- lo Statuto di Digital Bros e la proposta di modifica allo stesso che sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria della Società fissata per il giorno 13 marzo 2017;
- l'Accordo di Investimento relativo a Kunos Simulazioni S.r.l. siglato tra Digital Bros, il Sig. Massarutto Marco ed il Sig. Casillo Stefano in data 20 gennaio 2017;
- il comunicato stampa di Digital Bros emesso in data 20 gennaio 2017 in relazione all'Operazione;
- il bilancio consolidato e bilancio separato di Digital Bros al 30 giugno 2016, da noi assoggettati a revisione contabile e sui quali abbiamo emesso le relative relazioni di revisione in data 7 ottobre 2016;
- la relazione intermedia di gestione al 30 settembre 2016 di Digital Bros, non assoggettata a revisione;
- Piano strategico del Gruppo Digital Bros relativo al periodo 2017-2019 ("Piano Strategico" o "Piano") approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 13 settembre 2016;
- andamento dei prezzi di mercato delle azioni Digital Bros registrati nell'arco degli ultimi sei mesi dalla data delle Relazione, nonché informazioni relative ai volumi scambiati;
- documentazione fornita dagli Amministratori relativa alla determinazione del valore del capitale economico di Digital Bros eseguita dai medesimi secondo il metodo finanziario ("DCF");
- elementi contabili, extracontabili e di tipo statistico, nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini dell'espletamento del nostro incarico.

A soli fini informativi, inoltre, abbiamo ottenuto la valutazione della Partecipazione Oggetto di Conferimento al 31 dicembre 2016 emessa ai sensi dell'art. 2343-ter del Codice Civile in data 20 gennaio 2017 dallo Studio Associato Legale e Tributario – BDO nella persona del Dott. Gianluca Marini in qualità di Esperto Indipendente nominato da Digital Bros, dal Sig. Massarutto Marco e dal Sig. Casillo Stefano.

Infine, abbiamo ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera rilasciata da Digital Bros in data 20 febbraio 2017, che, per quanto a conoscenza degli Amministratori di Digital Bros, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti o circostanze che rendano opportune modifiche significative alle assunzioni sottostanti ai dati e alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni.

5. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

Nell'ipotesi di esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art 2441, primo periodo quarto comma, del Codice Civile, il sesto comma del medesimo articolo statuisce che il prezzo di emissione delle azioni è determinato dagli Amministratori *"in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in borsa, anche dell'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre"*.

Come riportato nella loro Relazione, gli Amministratori, in considerazione delle caratteristiche del Conferimento e dell'Aumento di Capitale al servizio dello stesso, hanno deliberato di proporre all'Assemblea Straordinaria degli Azionisti che il Prezzo di Emissione delle nuove azioni sia pari alla media aritmetica dei prezzi di riferimento registrati dalle azioni ordinarie della Società sul Mercato organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. nei sei mesi antecedenti la delibera del Consiglio di Amministrazione che ha approvato la Relazione.

Gli Amministratori, come indicato nella Relazione al paragrafo 3.5, hanno determinato il Prezzo di Emissione identificando un metodo principale e un metodo di controllo. Nella fattispecie gli Amministratori hanno adottato quale metodologia principale la quotazione del titolo stesso. I risultati forniti dal metodo principale sono stati sottoposti a controllo attraverso l'applicazione di criteri finanziari.

Gli Amministratori evidenziano che i valori presi in esame sono stati assunti in ipotesi di continuità gestionale e alla luce di elementi previsionali ragionevolmente ipotizzabili, senza tenere conto del verificarsi di accadimenti straordinari. In particolare le analisi valutative svolte dagli Amministratori sono state basate sulle informazioni e condizioni di mercato conosciute. Infine gli Amministratori riferiscono che tali valori non riflettono le possibili sinergie che potrebbero derivare dall'Operazione.

Metodo principale; quotazioni di borsa

Come indicato dagli Amministratori, il metodo delle quotazioni di borsa consiste nel riconoscere alla società oggetto di valutazione un valore pari a quello attribuito dal mercato nel quale le sue azioni sono trattate, individuando negli effettivi prezzi espressi dal mercato un indicatore del valore del capitale economico. Tale criterio ipotizza l'efficienza del mercato in cui l'azienda è quotata e si traduce nella possibilità di identificare il valore economico della stessa con il valore espresso dai corsi borsistici, rilevati in opportuni periodi temporali.

Nelle specifiche circostanze gli Amministratori hanno ritenuto che la media aritmetica dei prezzi di riferimento delle azioni Digital Bros registrati sul mercato telematico azionario segmento STAR nei sei mesi antecedenti la delibera del Consiglio di Amministrazione che ha approvato l'Operazione, e pari ad Euro 10,61, sia da considerarsi rappresentativa del valore del capitale economico della Società.

Metodo di controllo: Flussi di Cassa Operativi Scontati (Unlevered Discounted Cash Flow)

La metodologia dei Flussi di Cassa Operativi Scontati (Unlevered Discounted Cash Flow) è stata adottata dagli Amministratori come metodo di controllo.

Secondo il metodo DCF, nella versione *Unlevered*, il valore economico di un'azienda è rappresentato dalla somma algebrica dei seguenti elementi, al netto della posizione finanziaria netta alla data di riferimento della valutazione:

- 1 valore operativo, pari al valore attuale dei flussi di cassa prodotti dalla gestione operativa dell'azienda scomposto in due parti stimate autonomamente:
 - (i) valore attuale dei flussi di cassa prodotti dalla gestione operativa dell'azienda in un arco di tempo definito (periodo di proiezione esplicita);
 - (ii) valore attuale delle attività operative dell'azienda al termine del periodo di proiezione esplicita (*terminal value*);

2 valore delle attività accessorie non strumentali alla data di riferimento o *surplus assets*.

Secondo quanto indicato dagli Amministratori la scelta del DCF come metodologia di controllo è motivata dalla fase di espansione internazionale del Gruppo Digital Bros, che si rispecchia in significativi investimenti e crescita economica previsti lungo il Piano strategico Triennale della Società.

Nell'applicazione del metodo DCF sono state utilizzate le proiezioni economico-finanziarie derivate dal Piano Strategico di Digital Bros approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 13 settembre 2016. Gli Amministratori hanno stimato il *terminal value*, che tiene in considerazione ipotesi di crescita di lungo periodo nell'intorno del 2%, escludendo dal calcolo la *business unit* Distribuzione Italia, in quanto gli Amministratori ritengono che le prospettive di tale area di *business*, oltre il periodo esplicito del piano triennale, siano di difficile previsione. Il costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital*, "WACC") è stato determinato dagli Amministratori nell'ordine dell'11,9% sulla base degli attuali parametri di mercato e del profilo di rischio relativi al settore dei videogiochi e dell'*entertainment*. Tale tasso corrisponde al costo del capitale *unlevered* della Società in quanto la struttura finanziaria del Gruppo Digital Bros è costituita principalmente da disponibilità liquide. Il WACC determinato dagli Amministratori incorpora uno specifico *risk premium* per la remunerazione dei rischi derivanti dall'implementazione del Piano Strategico triennale che prevede una significativa crescita del portafoglio prodotti e della marginalità.

Sulla base dei parametri sopra descritti gli Amministratori hanno individuato un valore per azione compreso tra € 9,84 e € 11,70.

Gli Amministratori evidenziano che il valore per azione riveniente dall'applicazione del metodo principale delle quotazioni di borsa è ricompreso all'interno di tale *range* e che pertanto il metodo principale risulta suffragato dal metodo di controllo.

6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RISCONTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Gli Amministratori non segnalano difficoltà e limitazioni incontrate dagli stessi nell'ambito del processo di valutazione di Digital Bros.

7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Sulla base delle analisi svolte, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto di determinare il Prezzo di Emissione delle nuove azioni ordinarie Digital Bros, nell'ambito dell'Aumento di Capitale, in:

Euro 10,61 per azione

di cui Euro 10,21 a titolo di sovrapprezzo.

8. LAVORO SVOLTO

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico, abbiamo:

- esaminato il verbale del Consiglio di Amministrazione di Digital Bros del 20 gennaio 2017;
- svolto una lettura critica della Relazione predisposta dal Consiglio di Amministrazione in data 20 gennaio 2017;

- esaminato, per le finalità di cui al presente lavoro, lo Statuto vigente di Digital Bros e la proposta di modifica allo stesso;
- esaminato l'Accordo di Investimento;
- analizzato, sulla base di discussioni con gli Amministratori, il lavoro svolto dagli Amministratori stessi per l'individuazione dei criteri di determinazione del Prezzo di Emissione delle nuove azioni onde riscontrarne l'adeguatezza, in quanto, nelle circostanze, ragionevoli, motivati e non arbitrari;
- esaminato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni del Consiglio di Amministrazione riguardanti i criteri valutativi da esso adottati ai fini della fissazione del Prezzo di Emissione delle nuove azioni;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati dagli Amministratori con le fonti di riferimento;
- analizzato l'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni Digital Bros, calcolando la media aritmetica e ponderata delle quotazioni del titolo nei diversi intervalli di 30, 60, 90, 180 giorni precedenti la data della Relazione degli Amministratori, nonché verificato l'accuratezza matematica dei conteggi effettuati dagli Amministratori;
- con riferimento ai corsi di borsa, analizzato altre informazioni quali, a titolo esemplificativo, periodo temporale di riferimento, significatività dei prezzi considerati, tipologia di media utilizzata, caratteristiche del flottante, volatilità del titolo e volumi scambiati;
- svolto analisi critiche circa il metodo di controllo al fine di considerare la ragionevolezza delle conclusioni degli Amministratori, nelle specifiche circostanze;
- discusso con la Direzione di Digital Bros, ferme restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di elaborazione previsionale, il Piano Strategico allo scopo di verificare la ragionevolezza delle assunzioni su cui si fonda;
- svolto autonome analisi di sensibilità nell'ambito del metodo DCF adottato dagli Amministratori per la valutazione di Digital Bros, anche con l'obiettivo di verificare quanto i risultati possano essere influenzati da variazioni nei parametri assunti;
- raccolto, attraverso colloqui con la Direzione della Società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la predisposizione del Piano Strategico con riferimento a eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto significativo sui dati e sulle informazioni prese a considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, nonché sui risultati delle valutazioni degli Amministratori;
- ricevuto formale attestazione del legale rappresentante della Società sugli elementi di valutazione messici a disposizione e sul fatto che, per quanto a sua conoscenza, alla data del nostro parere, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'Operazione e agli altri elementi presi in considerazione.

9 COMMENTI E PRECISAZIONI SULL'ADEGUAZIAZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

La Relazione degli Amministratori descrive al par. 3.5 le motivazioni sottostanti le metodologie adottate dal Consiglio di Amministrazione e il processo logico dallo stesso seguito ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni nell'ambito dell'Aumento di Capitale.

Al riguardo, in considerazione delle specifiche caratteristiche dell'Operazione, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrietà, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori ai fini dell'individuazione, nelle circostanze, del Prezzo di Emissione delle nuove azioni di Digital Bros, come riportati nel paragrafo 3.5 della Relazione degli Amministratori, nonché sulla loro corretta applicazione.

- Gli Amministratori hanno individuato il Prezzo di Emissione delle nuove azioni nell'ambito dell'Aumento di Capitale pari alla media aritmetica dei prezzi di riferimento registrati delle azioni ordinarie della Società nell'ultimo semestre antecedente la delibera del Consiglio di Amministrazione che ha approvato la Relazione. Il criterio delle quotazioni di borsa preso a riferimento dagli Amministratori per la determinazione del Prezzo di Emissione è comunemente accettato ed utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con il costante comportamento della prassi professionale nei casi di società con azioni quotate in mercati regolamentati. Le quotazioni di borsa esprimono, infatti, di regola, in un mercato efficiente, il valore attribuito dal mercato alle azioni oggetto di trattazione e conseguentemente forniscono indicazioni rilevanti in merito al valore della società cui le azioni si riferiscono, in quanto riflettono le informazioni a disposizione degli investitori, nonché le aspettative degli stessi circa l'andamento economico e finanziario della società. Nella fattispecie i corsi di borsa di Digital Bros mostrano una sufficiente rappresentatività del valore economico della Società, in termini di livelli di scambi. Si osserva inoltre che l'andamento del titolo lungo il periodo oggetto di analisi è stato caratterizzato da una volatilità superiore rispetto a quella dell'indice di riferimento e da un *trend* crescente dei corsi di Borsa che risulta peraltro associato ad annunci al mercato in merito ai risultati ed alle prospettive di crescita della Società. Il metodo delle quotazioni di borsa risulta pertanto, nelle circostanze, ragionevole e non arbitrario.
- l'adozione del metodo delle quotazioni di borsa trova anche conforto nel disposto del sesto comma dell'art. 2441 del Codice Civile.
- la scelta degli Amministratori di utilizzare valori medi di mercato su un ampio arco temporale consente di minimizzare i rischi derivanti da significative oscillazioni di breve periodo delle quotazioni di borsa. Tale impostazione risulta, altresì, conforme alle posizioni assunte dalla dottrina ad oggi espressasi sul tema e trova frequente riscontro nella prassi, e, pertanto, risulta ragionevole e non arbitraria.
- il riferimento ad una media dei prezzi di borsa determinata in un orizzonte temporale antecedente alla data della riunione del Consiglio di Amministrazione del 20 gennaio 2017, risulta coerente con la prassi valutativa, in quanto non condizionata dagli effetti derivanti dall'annuncio delle delibere assunte in tale adunanza.
- la scelta degli Amministratori di utilizzare una media aritmetica, anziché una media ponderata con riguardo ai volumi scambiati, appare conforme alle posizioni assunte dalla prassi. A titolo informativo si segnala che le osservazioni svolte sui corsi di borsa del titolo Digital Bros, registrati nei differenti intervalli da noi presi in considerazione all'interno dell'arco temporale di centottanta giorni antecedenti la delibera del Consiglio di Amministrazione, mostrano uno scostamento massimo tra media aritmetica e media ponderata del 4,9%. Tale scostamento va letto anche alla luce dell'elevata volatilità del titolo osservata nel periodo oggetto di analisi.
- In accordo con la prassi e la tecnica professionale, gli Amministratori di Digital Bros hanno ritenuto opportuno ampliare il proprio approccio di analisi, sviluppando una metodologia valutativa di controllo al fine di confortare la determinazione del Prezzo di Emissione pari ad Euro 10,61 sulla base della metodologia di borsa. L'approccio metodologico degli Amministratori, volto a riscontrare la coerenza dei risultati della metodologia prescelta con le risultanze dell'applicazione di criteri analitici (metodo DCF), risulta nelle circostanze ragionevole e non arbitrario.

- In particolare gli Amministratori hanno adottato il metodo DCF al fine di riscontrare che il Prezzo di Emissione fosse coerente anche con le risultanze di metodologie valutative fondamentali. Il metodo DCF risulta di ampio utilizzo nella prassi aziendale internazionale e rientra tra i metodi basati sui flussi di cassa prospettici, riconosciuti dalla migliore dottrina. La scelta effettuata dagli Amministratori nell'ambito della metodologia di raffronto è pertanto da ritenersi, nelle circostanze, ragionevole e non arbitraria. A tale proposito, nella Relazione vengono sintetizzati il procedimento valutativo svolto dagli Amministratori e le motivazioni sottostanti le scelte effettuate per l'individuazione dei differenti parametri. Ai fini della determinazione del tasso di attualizzazione dei flussi di cassa prospettici nell'ambito del metodo DCF, gli Amministratori hanno fatto riferimento ad un costo medio ponderato del capitale ("WACC") stimato nell'ordine dell'11,9%. Tale tasso corrisponde al costo del capitale *unlevered* della Società in quanto la struttura finanziaria del Gruppo Digital Bros è costituita principalmente da disponibilità liquide. Con riferimento al valore operativo, la Società ha inoltre considerato per la stima del *terminal value* un tasso di crescita nell'intorno del 2%. Gli approcci utilizzati dagli Amministratori sia per le determinazione del WACC, sia per la scelta del tasso di crescita, sono da ritenersi ragionevoli e in linea con la prassi professionale.
- Gli Amministratori hanno sottolineato che il Prezzo di Emissione di Digital Bros si colloca nel *range* risultante dall'applicazione della metodologia dei Flussi di Cassa Operativi Scontati. Pertanto pare ragionevole la scelta degli Amministratori di ritenere che il prezzo di emissione stabilito sulla base della metodologia principale trovi conforto anche dalla metodologia DCF.
- Le analisi di sensibilità da noi elaborate per valutare il possibile impatto di variazioni nelle differenti assunzioni valutative, nonché l'analisi dell'accuratezza, anche matematica, della metodologie adottate confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori.
- Nell'applicazione dei predetti metodi, gli Amministratori hanno opportunamente considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuno di essi, sulla base della prassi valutativa professionale.
- Alla luce di tali considerazioni, nonché delle motivazioni e delle argomentazioni espresse dagli Amministratori nella loro Relazione e sopra richiamate, l'approccio valutativo adottato dagli Amministratori appare, nelle circostanze, motivato e ragionevole.

Gli aspetti sopra commentati sono stati tenuti in opportuna considerazione ai fini dell'emissione del presente parere di congruità.

10. LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE ED EVENTUALI ALTRI ASPETTI DI RILIEVO EMERSI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO

- i) In merito alle difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si segnala quanto segue:
 - le valutazioni basate sui corsi di borsa, pur se mitigate dal riferimento non già a dati puntuali bensì a medie relative ad ampi archi temporali, sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari e possono, pertanto, evidenziare oscillazioni sensibili in relazione all'incertezza del quadro economico nazionale ed internazionale. Ad influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative legate a fattori esogeni di carattere straordinario ed imprevedibile, indipendenti dalle prospettive economiche e finanziarie della Società e delle sue controllate, i cui effetti sui corsi di borsa possono risultare anche duraturi. L'applicazione del metodo delle quotazioni di borsa, quale metodologia prescelta dagli Amministratori, può individuare, pertanto, valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione;

- il titolo Digital Bros mostra una volatilità superiore alla volatilità media dell'indice di riferimento. Va peraltro osservato che i corsi di borsa della Società, pur in un contesto di significativa volatilità, mostrano un andamento crescente nell'arco temporale di centottanta giorni antecedenti la data della Relazione degli Amministratori, che risulta associato ad annunci al mercato in merito ai risultati e alle prospettive di crescita della Società;
 - le valutazioni effettuate dal Consiglio di Amministrazione sulla base di metodologie analitiche si basano su previsioni economico-patrimoniali desunte dal Piano Strategico. Deve essere sottolineato che i dati prospettici e le ipotesi alla base della loro elaborazione, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico. Va inoltre tenuto presente che, a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento fra i valori consuntivi e i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora si manifestassero effettivamente gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni utilizzate;
- ii) Per una opportuna informativa dei destinatari del presente parere, si richiama inoltre l'attenzione sui seguenti aspetti:
- l'Aumento di Capitale prevede l'emissione da parte della Società delle nuove azioni attraverso un aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile. Dette nuove azioni saranno emesse al servizio del conferimento in natura, da parte dei Soci Conferenti, delle azioni dagli stessi detenute in Kunos in misura pari al 36,66% del capitale sociale di quest'ultima. La struttura dell'Operazione individuata dal Consiglio di Amministrazione di Digital Bros con particolare riferimento all'Aumento di Capitale, comporta, come ricordato nella Relazione degli Amministratori, (i) l'espressione da parte nostra del presente parere sulla congruità del Prezzo di Emissione delle azioni, ai sensi degli articoli 2441, quarto comma, primo periodo e sesto comma, del Codice Civile e 158 TUF; (ii) la stima del valore della Partecipazione Oggetto di Conferimento da parte dell'Esperto Indipendente ai sensi degli articoli 2440, secondo comma, e 2343-ter e 2343-quater del Codice Civile. Come anticipato, oggetto del presente parere sono esclusivamente le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, dei criteri di determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni descritti al paragrafo 3.5 della Relazione degli Amministratori, nonché sulla corretta applicazione dei sopra richiamati criteri.
 - Alla luce di quanto sopra rilevato, nell'esaminare i criteri adottati dagli Amministratori per la determinazione del Prezzo di Emissione delle nuove azioni di Digital Bros nell'ambito dell'Aumento di Capitale, non abbiamo effettuato una valutazione economica delle azioni di Kunos e pertanto esula dall'oggetto del presente parere qualsivoglia considerazione in ordine all'adeguatezza delle metodologie, nonché alle loro concrete modalità di applicazione, descritte ai paragrafi 3.2, 3.3 e 3.4 della Relazione degli Amministratori ed utilizzate dai medesimi ai fini della determinazione del valore della Partecipazione Oggetto di Conferimento nell'ambito dell'Operazione.
 - Esula inoltre dalla nostra attività anche ogni considerazione circa le determinazioni degli Amministratori in ordine alla struttura dell'Operazione, ai relativi adempimenti, alla tempistica, all'avvio e all'esecuzione dell'Operazione stessa.
 - Dalla Relazione degli Amministratori non risultano vincoli di indisponibilità temporale per le azioni di nuova emissione, con conseguente piena facoltà dei Soci Conferenti, a seguito della consegna da parte di Digital Bros delle nuove azioni, di negoziarle sul mercato.

11. CONCLUSIONI

Tutto ciò premesso, sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come indicato nella presente relazione e, in particolare, al precedente par. 10, riteniamo che l'approccio metodologico adottato dagli Amministratori sia adeguato, in quanto nelle circostanze ragionevole e non arbitrario, e che i metodi valutativi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione, pari a Euro 10,61, delle massime n. 150.000 nuove azioni ordinarie Digital Bros S.p.A. nell'ambito dell'Aumento di Capitale con esclusione del diritto di opzione riservato al Sig. Massarutto Marco e al Sig. Casillo Stefano.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



Marco Pessina

Socio

Milano, 20 febbraio 2017