

**北京中企华资产评估有限责任公司关于证监会
《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》(第
182030 号)及附件的回复说明**

巨人网络集团股份有限公司(以下简称“巨人网络”)于 2019 年 1 月 9 日收到贵会下发的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》(第 182030 号)及附件, 本公司对反馈意见中涉及问题进行了认真准备, 现回复如下:

(本文中, 除非上下文中另行规定, 文中简称或术语与《巨人网络集团股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)》中所指含义相同。)

二十九、申请文件显示，根据本次交易上市公司备考合并财务会计信息，报告期末上市公司商誉金额为3,037,092.91万元，占上市公司净资产比例为68.3%。本次交易将产生较高商誉。请你公司：1) 结合前次 Alpha 收购 Playtika 购买价格为 440,988.59 万美元的实际情况，补充披露本次交易 Alpha 财务报表中未确认相关大额购买商誉，但在本次交易备考报表中确认商誉的具体原因及合理性。2) 结合同行业上市公司及可比交易情况，进一步补充披露本次交易标的资产增值率较高的合理性。3) 补充披露上市公司备考报表商誉确认的具体会计处理依据，商誉确认过程中是否已经充分辨认标的资产相应的可辨认净资产。4) 量化分析并补充披露本次交易完成后商誉金额及占比较高对上市公司未来业绩的影响，以及上市公司和标的资产应对商誉减值的具体措施及其有效性。请独立财务顾问、评估师和会计师核查并发表明确意见。

回复：

(一) 本次交易 Alpha 财务报表中未确认相关大额购买商誉，但在本次交易备考报表中确认商誉的原因及合理性

标的公司 Alpha 是为收购 Playtika 而成立的持股平台，用于承接 Playtika 的股权，其核心经营性资产为 Playtika。标的公司备考合并财务报表的目的是向使用者提供与上述休闲社交游戏业务的历史经营业绩、现金流量以及财务状况有关的财务信息，所以未考虑标的公司收购 Playtika 时产生的公允价值调整和商誉。上市公司备考财务报表的目的是向使用者提供假设该交易已经完成的情况下对上市公司财务报表产生的影响，因此考虑了上市公司收购标的公司时产生的公允价值调整和商誉。两份报告的编制基础不同的原因是为了使财务信息能更好地满足报表使用者的需求。

(二) 本次交易标的资产增值率较高的合理性分析

1、本次交易标的资产增值率较高具有合理性

本次交易中，标的公司采用收益法作为评估结论。收益法评估主要是从企业未来经营活动所产生的净现金流角度反映企业价值，并受企业经营状况、资产质量及风险应对能力等因素的影响，与企业现阶段净资产规模的关联性较

小。标的公司收益法评估后的股东全部权益价值为 3,365,127.64 万元，相对于 Alpha Frontier Limited 合并口径下的归属于母公司所有者权益，增值额为 2,772,921.52 万元，增值率为 468.24%。

Playtika 是领先的休闲社交棋牌类网络游戏发行商，在北美休闲社交棋牌类网络游戏中拥有绝对领先的市场份额。作为一家主营游戏的轻资产公司，凭借其优秀的管理、研发、策划、经营能力使公司长期位据休闲社交棋牌类网络游戏行业市场前列，并在人力资源、运营渠道、核心游戏开发等方面较其他行业内游戏开发公司拥有较大竞争优势。本次交易中收益法评估的盈利预测是合理并且反映了企业的盈利能力，符合企业自身特点及发展规律。收益法评估结果能够很好地反映企业的预期盈利能力，体现出标的公司的股东权益价值。因此，本次交易采用收益法作为评估结论，评估增值具有合理性。

2、同行业交易案例资产增值率比较情况

同行业可比交易案例资产增值率情况如下：

收购方	标的公司	评估基准日	账面净资产	评估值	增值率
恺英网络	恺英网络	2015年2月28日	63,119.53	632,706.87	902.39%
掌趣科技	天马时空	2015年5月31日	13,207.09	122,111.57	824.59%
完美世界	完美世界	2015年9月30日	2,913.34	1,203,260.95	41201.77%
天神娱乐	幻想悦游	2015年12月31日	74,045.78	393,004.22	430.76%
号百控股	炫彩互动	2016年3月31日	9,982.80	335,043.71	3256.21%
迅游科技	狮之吼	2016年12月31日	24,923.87	277,849.62	1014.79%
平均值			-	-	7938.42%
中位数			-	-	958.59%
巨人网络	Alpha	2018年6月30日	2,772,921.52	3,365,127.64	468.24%

与同行业可比交易案例相比，Alpha 股东全部权益价值增值率小于平均数及中位数，是保守的。

（三）上市公司备考报表商誉确认的会计处理依据

根据上市公司备考合并财务报表编制基础的描述，备考合并财务报表中商誉的确认是基于企业合并成本大于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的差额而确定的。商誉确认过程中已经充分辨认标的资产相应的可辨认净资产。

备考合并财务报表中企业合并成本的确认依据：假设于 2015 年 1 月 1 日，上海准基已完成受让新华联控股、四川国鹏、广东俊特及上海并购基金所持有的全部 Alpha A 类普通股；巨人网络已通过向上海准基、弘毅创领等 10 名交易对方发行股份实现购买全部 Alpha A 类普通股；按照人民币 19.61 元/股发行股份 1,555,508,410 股作为本次交易的股份对价；计算得出的金额作为本次交易的股份对价共计人民币 3,050,352 万元。

备考合并财务报表中被购买方可辨认净资产公允价值的确认依据：根据北京中企华资产评估有限责任公司出具的中企华评报字（2016）第 3873 号评估报告（该评估报告基准日是 2016 年 6 月 30 日），对于 2016 年 6 月 30 日存在增值的各项无形资产，以 2016 年 6 月 30 日的评估增值为基础，按照本次评估所确定的使用年限，自 2016 年 6 月 30 日倒推至 2015 年 1 月 1 日的无形资产增值为 11,011.17 万美元（按 2015 年 1 月 1 日的汇率折合人民币 67,377.37 万元），并据此调整 2015 年 1 月 1 日至 2016 年 6 月 30 日期间损益，由无形资产增值所形成的递延所得税负债也相应调整。由此计算的无形资产增值及相应递延所得税负债增值抵销后的金额，与 Alpha 备考合并财务报表中于 2015 年 1 月 1 日可辨认净资产账面价值合计数作为备考合并财务报表中被购买方可辨认净资产的公允价值。

备考合并财务报表中商誉的确认方法和依据：2015 年 1 月 1 日，上述可辨认净资产公允价值与上述合并对价之间的差额共计人民币 2,914,883.11 万元，在备考合并财务报表中作为商誉列报，并在报告期内保持金额不变。

（四）交易完成后商誉金额及对上市公司未来业绩的影响

根据上市公司备考合并财务报表，截至 2018 年 6 月 30 日，上市公司因本次交易形成的商誉金额为 2,914,883.11 万元，交易完成后商誉累计余额占上市公司备考合并总资产及归属于母公司股东权益的比例分别为 59.24% 和 66.84%。

若出现宏观经济波动、市场竞争加剧或标的公司经营不善等情况，可能会导致标的公司业绩低于预期，本次交易所形成的商誉将存在减值风险，从而对上市公司的经营业绩产生不利影响。商誉减值对上市公司生产经营和财务状况的具体影响如下：

单位：万元

商誉减值百分比	对上市公司归属于母公司所有者的净利润及归属于母公司股东权益的影响金额	上市公司2018年预测归属于母公司所有者的净利润（注）	商誉减值后2018年预测归属于母公司所有者的净利润	归属于母公司所有者的净利润变动率	上市公司备考2018年6月30日归属于母公司股东权益	商誉减值后上市公司备考2018年6月30日归属于母公司股东权益	净资产变动率
1%	-29,148.83	358,913.54	329,764.71	-8.12%	4,361,048.17	4,331,899.34	-0.67%
5%	-145,744.16	358,913.54	213,169.38	-40.61%	4,361,048.17	4,215,304.01	-3.34%
10%	-291,488.31	358,913.54	67,425.23	-81.21%	4,361,048.17	4,069,559.86	-6.68%
15%	-437,232.47	358,913.54	-78,318.93	-121.82%	4,361,048.17	3,923,815.70	-10.03%

注：上市公司2018年预测归属于母公司所有者的净利润=上市公司第三季度报告中对2018年度经营业绩预计中全年归属于母公司所有者的净利润的下限+标的公司2018年预计归属于母公司所有者的净利润。

商誉减值风险拟采取的应对措施如下：

(1) Playtika 主营业务为休闲社交类网络游戏的研发及运营，其团队及玩家遍布世界，营业收入规模及增速处于行业较高水平。Playtika 的游戏产品类型主要属于休闲类网络游戏中的休闲社交棋牌类网络游戏。根据 AppStore 截至 2018 年 10 月 30 日的的数据，在畅销榜排名前 50 名的游戏中，Playtika 拥有 5 款游戏，具有较强优势。Playtika 将继续在传统优势领域深耕细作，不断提升游戏品质，设计新颖多样的玩法，保持自身在休闲社交类网络游戏的研发及运营领域的优势。

(2) 通过本次交易，上市公司将全球知名的跨平台休闲社交类网络游戏公司纳入旗下。一方面，Playtika 拥有的网络游戏海外市场发行运营能力将进一步帮助上市公司拓展海外游戏市场，打造全球化的游戏发行运营平台，并借助其精准的用户分析及营销能力，帮助上市公司进行产业链的全面拓展升级，提升营销推广能力，扩大市场占比，增强盈利能力。另一方面，Playtika 拥有的品牌优势、管理研发团队、专业技术，有助于为上市公司获得领先的网络游戏研发能力和庞大的用户群体，进一步拓展公司在移动端网络游戏领域的业务体系，完善公司在移动端网络游戏领域的战略布局，增强上市公司的持续盈利能力和发展潜力。通过本次交易，上市公司将与 Playtika 在多方面实现合作，提升协同效应，从而抵御潜在的商誉减值风险。

(3) 上市公司将利用此次收购的契机，开展上市公司与 Playtika 员工间的文化、技术交流和以上市公司规范运营、风险管理为核心内容的培训机制，增强标的公司员工及管理规范的规范运营意识与风险管理意识。同时，上市公司将定期组织 Playtika 研发团队与上市公司研发团队的技术交流会，促进双方多元化合作的开展。

(4) Playtika 将进一步完善激励和考核机制，按层次和期间分解任务，定期召开经营会议，及时落实和考核，对总体目标和具体预算完成情况进行统计和分析，如出现偏离预算情况，结合具体情况及时采取措施进行处理，保证经营预算有效执行。

(五) 中介机构核查意见

评估师核查意见：本次交易的评估增值的主要原因采用收益法作为评估结论。收益法评估结果能够很好地反映企业的预期盈利能力，体现出标的公司的股东权益价值。因此，本次交易评估增值具有合理性。

三十三、申请文件显示，本次交易前 2018 年 10 月，Alpha 部分股东退出，上海准基承接该部分股东股权，合计占比 15.01%，对应估值约为 368 亿元，高于本次交易 Alpha 的评估作价。请你公司补充披露前次交易股权转让估值高于本次评估作价的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

2018 年 10 月，上海准基承接相关股东所持 Alpha A 类普通股股权，合计占比 15.01%，对应标的公司平均估值约为 3,680,451.99 万元。

根据中企华出具的《资产评估报告》，截至本次交易的评估基准日，标的公司全部股权的评估值为 3,365,127.64 万元。经上市公司与本次交易的交易对方友好协商后，确定 Alpha 全部 A 类普通股的交易对价为 3,050,352.00 万元，与方案调整前一致。

(一) 上海准基承接该相关股东股权的估值高于本次评估值具备合理性

2018年10月，上海准基承接了重庆杰资、弘毅创领、新华联控股、四川国鹏、广东俊特及上海并购基金拟全部或部分转让所持有得 Alpha A 类普通股股权，合计占比 15.01%，对应标的公司平均估值约为 3,680,451.99 万元，高于标的公司全部股权的评估值（3,365,127.64 万元）。前述股东基于商业决策有意愿退出，上海准基以高于本次评估值的交易估值承接相关股东股权，主要系对于标的公司的业务发展前景及盈利能力的高度认可，同时也为了推进本次交易，进而更好地维护上市公司利益。上海准基承接该相关转让方的对价系彼此友好协商后的市场化结果，其承接该相关股东股权的估值高于本次评估值具备合理性。

（二）本次交易作价低于评估值，充分保护了上市公司中小股东利益

前次重大资产重组，标的资产的交易价格以具有证券业务资格的资产评估机构出具的评估报告之评估结果为依据，由双方协商确定。根据前次重组标的资产评估报告，截至 2016 年 6 月 30 日，Alpha 100% 股权的评估值为 3,065,859.10 万元，对应 Alpha 全部 A 类普通股的估值为 3,065,192.76 万元，各方协商确定的标的资产交易对价为 3,050,352.00 万元。

由于历时较长，国内市场环境发生了巨大变化，有原交易对方提出对重组方案进行调整变更，上市公司与有关各方就该等事项进行协商，决定对前次重组的方案进行调整，但是标的资产定价原则不变。本次重大资产重组，根据中企华出具的《资产评估报告》，截至 2018 年 6 月 30 日，Alpha 100% 股权的评估值为 3,365,127.64 万元，对应 Alpha 全部 A 类普通股的估值为 3,364,396.25 万元。为了充分保护上市公司中小股东利益，经上市公司与本次交易的交易对方友好协商，本次作价与前次交易方案的作价保持一致。因此，本次交易最终确定 Alpha 全部 A 类普通股的交易对价为 3,050,352.00 万元，低于评估值。标的资产评估值高于本次交易作价，充分保护了上市公司中小股东利益。

（三）前次交易股权转让估值高于本次评估作价具备合理性，充分保护了上市公司中小股东利益

鉴于上海准基承接该相关股东股权的估值高于本次评估值，主要系对于标的公司的业务发展前景及盈利能力的高度认可，同时也为了推进本次交易，具

备合理性；同时，本次交易作价低于评估值，与方案调整前的作价保持一致，充分保护了上市公司中小股东利益。

（四）中介机构核查意见

评估师核查意见：鉴于上海准基承接该相关股东股权的估值高于本次评估值，主要系对于标的公司的业务发展前景及盈利能力的高度认可，同时也为了推进本次交易，具备合理性。

三十四、申请文件显示，本次交易收益法评估预测 Playtika2018 年 7-12 月至 2026 年预测营业收入分别为 77,816.09 万美元、154,124.03 万美元、161,820.53 万美元、168,566.76 万美元、162,010.63 万美元、171,695.44 万美元、203,155.59 万美元、224,759.90 万美元和 237,933.39 万美元。请你公司：1）结合截至目前 Playtika 的业绩实现情况，进一步补充披露预测期 2018 年 Playtika 预测营业收入和净利润的可实现性。2）结合 Playtika 所处行业发展趋势、补充披露预测期 Playtika 预测营业收入保持持续增长的具体依据及可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）2018 年预测营业收入和净利润的可实现性

根据标的公司经审计的 2018 年 1-9 月财务数据，主营业务收入为 735,877.78 万元，占 2018 年全年预测值的 74.68%；2018 年 1-9 月经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润为 199,555.00 万元，占 2018 年全年预测值的 84.20%。即标的公司主营业务收入及净利润与全年预测相比实现情况良好。

2018 年 1-11 月，标的公司未经审计营业收入为 135,801.17 万美元，占 2018 年全年预测收入的 91.19%，因此 2018 年营业收入和净利润具有较高的可实现性。

（二）Playtika 所处行业发展趋势及未来预测的合理性

1、市场容量巨大，行业发展趋势良好

根据 Newzoo 于 2018 年发布的《全球游戏市场报告》的最新预测情况，2018 年全球游戏产业总值将达到 1,379 亿美元，比 2017 年增长 13.31%。预计全球游戏市场以 10.29% 的复合年增长率持续发展，2021 年全球游戏产业总值将达到 1,801 亿美元。

2、Playtika 行业地位领先，业绩持续增长

Playtika 总部设立于以色列，是世界知名的网络游戏开发商和发行商，网络游戏产品主要为《Slotomania》、《WSOP》、《House of Fun》、《Caesars Slots》、《Bingo Blitz》等休闲社交类游戏，在包括 App Store、Facebook 和 Google play 等平台运营。Playtika 的游戏产品广受各国玩家欢迎，拥有大量忠实用户群体，自成立以来营业收入水平保持快速增长。根据 Eilers & Krejcik Gaming, LCC 发布的《Digital & Interactive Gaming》市场报告显示，在北美休闲社交棋牌类网络游戏中拥有领先的市场份额，其市场份额约为 28.7%，超过行业第二名 1 倍以上。

在当前全球游戏行业正处于持续健康发展的趋势中，游戏行业经营环境总体向好，且 Playtika 在其细分领域中保持多年的市场领先地位和多年突出的业绩增长，同时，Playtika 将继续紧跟市场变化，在未来适时推出新款游戏或现有游戏迭代产品，有效延续 Playtika 游戏产品的生命力，推动 Playtika 业绩持续增长。

3、Playtika 核心竞争力突出，保障业绩增长

（1）研发团队及技术优势

Playtika 拥有一只大规模、高执行力的研发团队，研发团队成员具有丰富的研发经验和优秀的创意基因，确保了产品的生命线延展能力及游戏内容的持续生产能力，在行业内有较强的影响力。经过多年的积累，Playtika 在大数据分析、人工智能及深度学习、云计算等方面均建立了较强的技术优势。Playtika 从 2015 年开始逐渐将人工智能和深度学习技术应用到主要产品之中。

（2）精细化的运营及大数据分析能力

随着网络游戏竞争的逐渐加剧，网络游戏用户获取成本不断上升。Playtika 在网络游戏的研发和运营中，为了提高业务质量及利润率，通过其数据分析系统建立了以数据为基础、以用户行为为导向的精细化市场营销和运营体系。

目前 Playtika 每天会记录 6 万亿条日志，约 4TB 的信息。对于大量的非结构化信息，Playtika 应用基于开源 Talend 技术自主研发的、每秒可处理 50 万条以上的流处理系统进行数据的抽取、转换和装载（ELT process），同时对各种服务器异常、数据异常或潜在的线上欺诈行为进行实时的监控。整套技术架构应用了 Kafka、Spark、Flink、Avro、Hadoop、Vertica 等多种技术体系或业内领先的解决方案。

Playtika 及时收集相关运营数据并进行精准分析和比对，评价游戏运营状况并制定最佳运营策略，以此不断推出高品质游戏内容，提供切实满足用户需求的游戏功能，并及时调整市场推广工作，优化营销渠道实现精准市场投放、为运营和市场决策提供支持并创造新的收费点，在提高用户流量变现能力的同时进一步扩大玩家数量保证游戏体验、产品成功率和利润率。Playtika 同时通过数据分析系统及大数据分析技术对各游戏产品服务器进行异常情况监控，汇报运维人员，维护游戏服务器稳定。

（3）卓越的行业并购整合及游戏改造能力

Playtika 拥有丰富的行业并购整合经验和深厚的技术积累，其管理团队多年专注深耕全球网络游戏市场，对全球游戏市场具有足够的敏感性，能够准确把握行业的风向和脉动。Playtika 历史上曾进行多次同行业横向企业兼并。在收购完成后，Playtika 凭借自身优势对所收购游戏产品进行再改造，通过制定针对性的精准的营销和运营策略，明确产品的定位和目标群体、丰富游戏玩法多样性、完善用户需求的功能，以提升游戏产品的市场占有率及用户流量变现能力，推动新收购游戏产品的收入和盈利增长。《Bingo Blitz》、《WSOP》、《House of Fun》等游戏在被 Playtika 收购后，游戏数据指标及盈利能力得到显著提升。

（4）庞大的玩家用户群体及行业领先的品牌优势

Playtika 成立至今其主要游戏产品已在全球多个主要市场成功运营。

Playtika 属于社交休闲棋牌类网络游戏行业的领导者，依靠产品的优秀质量及贴心的客户服务在玩家间拥有出众的口碑并树立良好的品牌形象。Playtika 已积累庞大的游戏产品用户资源，拥有了较为广泛的游戏玩家基础和付费用户群体。Playtika 的主要五款游戏《Slotomania》、《WSOP》、《House of Fun》、《Caesars Slots》、《Bingo Blitz》自推出以来累计用户超过数亿人次。Playtika 在社交休闲类网络游戏市场占据重要地位，其知名度提高了游戏产品对用户的吸引力，为其带来更多的用户积累，形成了一种良性循环。Playtika 庞大的用户库有利于新游戏产品迅速覆盖用户群体进而实现效益。

(5) 良好的主流平台渠道合作关系及丰富的全球化运营经验

Playtika 的主要游戏自公司创立起即在 Facebook、Google Play 和 App Store 等各大国际主流网页及移动平台渠道投放，依托良好的游戏产品品质打开了世界版图，取得世界范围内玩家的良好评价，全球游戏用户数保持了快速增长。Playtika 与国际主流游戏平台渠道均建立了良好的长期业务合作关系，拥有超过数十个国家的游戏运营经验，具备世界范围内网络跨平台能力。Playtika 成熟的全球战略布局使 Playtika 在竞争激烈的网络游戏市场建立了竞争优势和先发优势。良好的平台渠道合作关系让 Playtika 能够及时了解到各国游戏玩家最新的需求与偏好，有力保障游戏产品的开发设计与制作符合市场需求，导入平台丰富的用户流量，最大限度的提升了游戏产品的影响力。在全球市场的开拓过程中，Playtika 逐步打造出一支强大的营销运营团队。通过在目标市场上深耕细作，针对不同地区市场的玩家特征、行为偏好，付费能力以及付费习惯等制定游戏推广和运营策略，协助 Playtika 最大化市场占有率及利润率。丰富的全球化运营经验是 Playtika 保持现有行业市场话语权、攻占休闲社交棋牌类网络游戏市场占有率的坚强支撑和重要保障。

4、未来预测稳健，符合行业及 Playtika 发展方向

Playtika 所处行业未来发展趋势良好，Playtika 作为行业领先企业，具备强大的技术能力及市场影响力，能够持续保持竞争力和游戏产品的生命力，以推动其业绩持续稳健增长。Playtika 预测期内营业收入 8 年复合增长率为 6.03%，低于 Newzoo 等市场研究机构预测的行业复合增长率。

综上，Playtika 预测期内营业收入的增长速度较为稳健，可实现度较高。

（三）中介机构核查意见

评估师核查意见：标的公司截至目前财务数据及业务经营情况均实现良好，预测的 2018 年营业收入和净利润具有较高的可实现性。此外，标的公司所处行业未来发展趋势良好，Playtika 作为行业领先企业，能够持续保持竞争力和游戏产品的生命力，以保证其业绩持续增长。本次预测标的公司主营业务收入预测复合增长率小于行业复合增长率。综上，评估人员认为 Playtika 预测营业收入能够保持持续增长，预测的增长速度合理稳健。

三十五、申请文件显示，1) 报告期 Playtika 最主要游戏为《Slotomania》，报告期内《Slotomania》收入占营业收入的比例均超过 40%。《Slotomania》为 2010 年上线，至目前已运营 8 年，本次交易收益法评估中认为《Slotomania》有稳定、长期的游戏流水，生命周期没有期限，预测期预计自 2021 年至未来《Slotomania》均将保持月平均流水 5,024.90 万美元。2) 从 Playtika 目前已上线的游戏情况来看，主要分为三类核心玩法，其中《Slotomania》、《House of Fun》、《Caesars Slots》为同一类核心玩法。从收益法评估情况来看，由于《House of Fun》等游戏市场先入优势较不明显，无法与《Slotomania》一样在未来可永续稳定经营，现有游戏按 10 年生命周期测算。3) 除《Slotomania》、《House of Fun》等报告期 Playtika 经营的主要游戏外，另两款游戏《Pirate Kings》和《Board Kings》自 Jelly Button 收购而来并进行了改造，可认为是 2017 年 10 月新上线的游戏。从预测情况来看，该两款游戏 2017 年月平均流水较低，预测 2018 年、2019 年出现大幅增长，并按 5 年生命周期进行预测。请你公司：

1) 结合《Slotomania》核心玩法与《House of Fun》、《Caesars Slots》核心玩法相似或雷同的情况，进一步补充披露《Slotomania》预测生命周期没有期限，但《House of Fun》等游戏按 10 年生命周期进行预计的合理性，对《Slotomania》预测具有永续生命周期是否合理、谨慎。2) 补充披露《Slotomania》在性质上属于单一游戏还是游戏平台，在运营上是否具有足够的人力、技术、资金、渠道等资源支持，是否有不同竞争对手、竞争产品的核心竞争力，以保证《Slotomania》能够及时更新、不断提升游戏吸引力，并能持续获取新用户、保

持老用户粘性。3) 结合同行业同类游戏的生命周期情况, 补充披露 Playtika 报告期已上线的除《Slotomania》以外其他游戏生命周期的预测合理性。4) 补充披露《Pirate Kings》和《Board Kings》在 2017 年 10 月新上线, 2017 年整体月平均流水较低的情况下, 预测期 2018 年及以后年度月平均流水出现大幅上升的预测依据及可实现性。5) 补充披露 Playtika 未来年度主要游戏收入增长预测依据及合理性, 与报告期游戏产品生命周期、主要游戏流水经营数据是否相符。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复:

(一)《Slotomania》的平台属性决定了其永续生命周期具备合理性

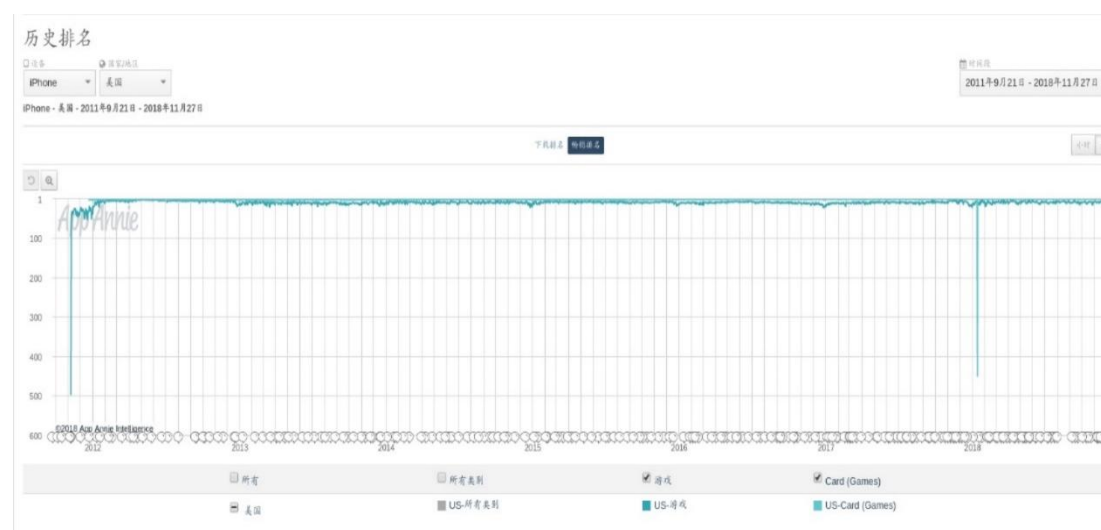
1、《Slotomania》具有游戏平台属性

《Slotomania》是 Playtika 于 2010 年推出的一款社交休闲棋牌类网络游戏, 运行于网页端及移动端, 主要在美国、加拿大、英国、澳大利亚等国家和地区运营。自 2011 年上线发展至今, 已发展成为集合了 140 余种主题各异、场景丰富、情景众多的社交休闲网络游戏平台。游戏玩法已逐步拓展为包含竞技得分、卡牌收集、在线抢答、寻找隐藏物品等众多不同游戏方式。《Slotomania》的游戏金币在平台内各个游戏间通用, 游戏平台根据用户特点及其游戏经验在丰富的游戏集合中提供相关小游戏供用户选择下载游戏。除此以外, 《Slotomania》还有打地鼠、记忆配对、找不同等小游戏穿插其中, 进一步提高游戏的趣味性和玩法的多样性。同时, 《Slotomania》会根据用户需求及最新流行玩法不断推陈出新和迭代完善。基于前述特点, 《Slotomania》在游戏特性上更具平台的属性。

2、《Slotomania》具有行业先入者优势, 具有绝对领先的行业地位

《Slotomania》作为第一款让玩家免费游戏的休闲社交棋牌类网络游戏, 拥有广泛的用户基础, 吸引了大批忠实玩家。对于玩家而言, 已经在一款运行时间极长的游戏中取得了很高的排名/等级, 换玩一款新游戏则需要花很大的成本(包括时间成本及金钱成本)才可达到同样的排名/等级, 所以不会轻易地更换游戏。因此对于休闲社交棋牌类游戏, 行业先入者优势极大。此外, 《Slotomania》游戏平台凭借其自身的特点, 使游戏玩家保持新鲜感, 拥有良好

的游戏体验，使得游戏玩家保持较高的游戏忠诚度，牢牢锁住了一批忠实玩家。下图为历史上《Slotomania》游戏平台在 ios 美国市场畅销榜排名情况。



凭借着优质的游戏内容及行业先入优势，《Slotomania》常年占据游戏畅销榜前列及休闲社交棋牌类游戏畅销排行榜的首位。当新玩家想要寻找一款休闲社交棋牌类游戏游玩时，更大概率会选择《Slotomania》。《Slotomania》借此得以不断增加玩家数量，扩大市场份额。游戏凭借其卓越的游戏品质提高游戏粘性并吸引新玩家。

3、《Slotomania》具备持续运营的资源支持

(1) 人力资源

截止 2018 年 9 月，Playtika 共计约有 2,000 名员工，其中《Slotomania》平台目前有专职研发、推广人员约 400 人。根据 Playtika 历史游戏运营数据来看，研发人员具有极强的研发能力，《Slotomania》平台在行业内做到了各种非技术类创新；各种创新付费模式及游戏方式。此外，随着该游戏平台的不断更新，优质的开发策划人员、技术人员及运营人员不断加入该团队，从而保证平台拥有优质更新，保持平台活力，具备核心竞争力。管理层根据游戏流水的增加充分考虑了人员的配置，预计到 2020 年达到永续时，《Slotomania》游戏相关研发及运维人员将达到 487 人。

(2) 技术资源

除人力资源的投入外，Playtika 还致力于新技术的发展，2017 年下半年 Playtika 成立了 DS and DE Lab Ltd 公司，专门致力于 AI 技术的研发，用来促进游戏的发展和突破。Playtika 还运用大数据技术，深度挖掘玩家的操作习惯、性别、国籍、游戏时间等数据，并根据挖掘结果进行定向活动投放。每天的针对性活动投放使《Slotomania》可以不断带给玩家新鲜感。

（3）渠道资源

目前，《Slotomania》在全球包括 App Store、Android、Facebook，Amazon 等 12 个主流平台运营，各类玩家均可便利地接入。Playtika 与相关主流平台均保持了良好的合作关系，在可预计的未来不会有重大变更，因此，主流平台的渠道资源可以保证《Slotomania》的良好运营。

（4）资金资源

Playtika 财务状况良好，资产流动性较高，与 App Store、Android、Facebook，Amazon 等平台按月结算，资金周转速度较高。截止 2018 年 6 月，Playtika 拥有溢余资产 28,669.44 万美金，充分满足正常经营所需资金。

（5）运维投入

《Slotomania》游戏品类丰富多样，玩法亦呈现多样性。通常情况下，《Slotomania》平台每月对平台上的游戏进行迭代更新，以进一步丰富游戏玩法，从而保证游戏新鲜感及提升游戏可玩性。

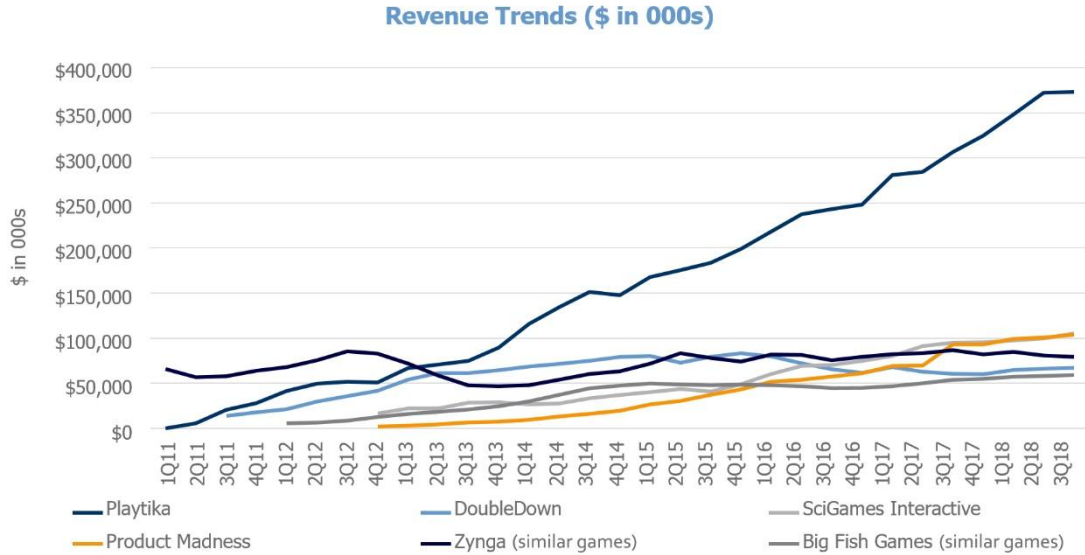
上述相关措施可以增加游戏的粘性，保障游戏平台的持续运营。

4、棋牌游戏的特点可以保障《Slotomania》平台的运营

欧美棋牌类游戏产业发展由来已久，民众对棋牌类游戏接受度高。另外，线下棋牌类游戏受到地理、场地、营业时间、游戏数量等限制，促进了棋牌类线上游戏市场的高速增长。而随着现代社会全球化的进程加速，快节奏的生活使得人们更需要休闲社交棋牌类网络游戏来舒缓无处不在的压力，移动棋牌类游戏的市场发展迅猛。因此，线上棋牌类游戏玩家具备了线下棋牌类游戏玩家的特点，线上棋牌类游戏具有用户稳定，忠诚度高，ARPPU 值高，棋牌类游戏

本身就拥有极长的生命周期。

根据 2018 年 9 月 App Annie 公布的数据，AppStore+Google Play 美国畅销排行榜前 50 名中共有休闲社交棋牌类网络游戏 14 款，其中 9 款游戏已运营超过 5 年。部分休闲社交棋牌类网络游戏公司主要游戏流水数据情况如下：



Source: Company reports, Eilers & Krejcik Gaming, LLC

根据这些游戏经营流水数据来看，近几年来都处于平缓上升期，其中 Playtika 的收入增长率要远高于其他公司。因此，相较于其他类型游戏，棋牌类游戏自身拥有较长的生命周期。

5、Playtika 的核心竞争力可以保障《Slotomania》平台的运营

(1) 研发团队及技术优势

Playtika 拥有一只大规模、高执行力的研发团队，研发团队成员具有丰富的研发经验和优秀的创意基因，确保了产品的生命线延展能力及游戏内容的持续生产能力，在行业内有较强的影响力。经过多年的积累，Playtika 在大数据分析、人工智能及深度学习、云计算等方面均建立了较强的技术优势

(2) 精细化的运营及大数据分析能力

随着网络游戏竞争的逐渐加剧，网络游戏用户获取成本不断上升。Playtika

在网络游戏的研发和运营中，为了提高业务质量及利润率，通过其数据分析系统建立了以数据为基础、以用户行为为导向的精细化市场营销和运营体系。精细化的运营和市场营销体系帮助 Playtika 占领市场先机，确立了休闲社交棋牌类网络游戏行业中的领先地位。

(3) 庞大的玩家用户群体及行业领先的品牌优势

Playtika 成立至今其主要游戏产品已在全球多个主要市场成功运营。Playtika 属于休闲社交棋牌类网络游戏行业的领导者，依靠产品的优秀质量及贴心的客户服务在玩家间拥有出众的口碑并树立良好的品牌形象。Playtika 在休闲社交棋牌类网络游戏市场占据重要地位，其知名度提高了游戏产品对用户的吸引力，为其带来更多的用户积累，形成了一种良性循环。Playtika 庞大的用户库有利于新游戏产品迅速覆盖用户群体进而实现效益。

(4) 良好的主流平台渠道合作关系及丰富的全球化运营经验

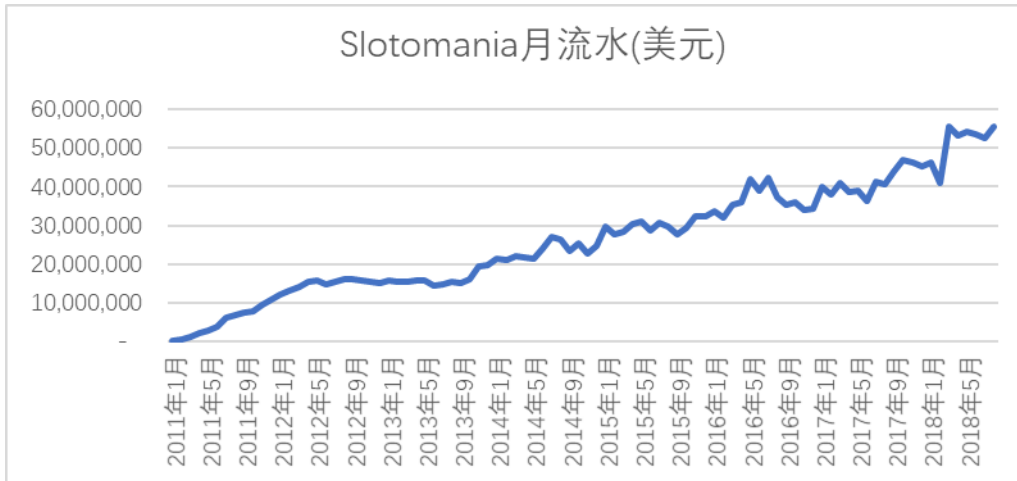
Playtika 的主要游戏自公司创立起即在 Facebook、Google Play 和 App Store 等各大国际主流网页及移动平台渠道投放，依托良好的游戏产品品质打开了世界版图，取得世界范围内玩家的良好评价，全球游戏用户数保持了快速增长。Playtika 与国际主流游戏平台渠道均建立了良好的长期业务合作关系，拥有超过数十个国家的游戏运营经验，具备世界范围内网络跨平台能力。

因此，Playtika 的前述核心竞争力也可以保障《Slotomania》平台的运营。

6、《Slotomania》目前运营情况

(1) 流水表现已超预期

2018 年 1-9 月，《Slotomania》游戏实际流水为 46,022.34 万美元，预计 2018 年全年流水为 61,411.27 万美元。已超前次评估师当时预计《Slotomania》达到永续时(预计 2020 年达到永续)的 58,080.79 万美元年流水。且从年度数据来看，《Slotomania》仍处于高速增长，企业管理层预计未来几年内仍将保持增长。从此角度来看，评估师对该款游戏的流水预测是保守的。下图为截至 2018 年 9 月《Slotomania》实际流水数据。



相较于其他游戏公司，Playtika 在北美市场具有绝对优势，几乎所有游戏都在 AppStore+Google Play 美国畅销排行榜前 50 名的游戏公司，其中《Slotomania》是同类游戏中表现最优者。

(2) 实际运营时长

Playtika 目前经营的主要游戏产品上线时间如下：

序号	游戏名称	类型	游戏来源	上线时间
1	《Slotomania》	手游/页游平台	自研	2011 年
2	《Bingo Blitz》	手游/页游	收购	2012 年
3	《Caesars Slots》	手游/页游	自研	2013 年
4	《World Series of Poker》	手游/页游	收购	2012 年
5	《House Of Fun》	手游/页游	收购	2013 年

截至目前，Playtika 主要经营的 5 款游戏运营时间均已超过 5 年，其中《Slotomania》已上线超过 7 年，且游戏排名流水一直保持增长，这在行业内也是较为少见的情况。

得益于该平台中的核心游戏保持竞争力的同时，子游戏也不断推陈出新、迭代发展所呈现趋势。在可预见的预测期内，《Slotomania》呈现下降的可能性不大；在预测期外，《Slotomania》也可以保留核心玩法及竞争力，保持动态平衡，获得持久的平台生命力。

综上，考虑到 Playtika 经营游戏的特性和公司资源与竞争优势，并结合实际经营情况分析，认为《Slotomania》流水增长至 2020 年之后稳定持续具有合理

性。

（二）《Slotomania》与《House of Fun》、《Caesars Slots》的异同

《Slotomania》与《House of Fun》、《Caesars Slots》在游戏类型和核心玩法上具有一定的相似性，但《House of Fun》、《Caesars Slots》在游戏平台属性、行业地位、企业定位和资源投入等方面具有一定差异性。

1、《Slotomania》更具游戏平台属性

截至目前，《Slotomania》成为集合了 140 余种主题各异、场景丰富、情景众多的社交休闲网络游戏平台，包含多种不同游戏方式。《House of Fun》、《Caesars Slots》在主题、场景及游戏方式上都大幅少于《Slotomania》，尚不具备较强的游戏平台属性。

2、《Slotomania》行业地位更为突出

《Slotomania》于 2011 年上线，拥有广泛的用户基础，凭借其自身的特点，使游戏玩家保持新鲜感，拥有良好的游戏体验，长期处于美国休闲社交棋牌类游戏排行榜的首位。《House of Fun》及《Caesars Slots》于 2013 年，用户基础低于《Slotomania》，行业地位较低。

3、《Slotomania》游戏平台获得了更多资源投入

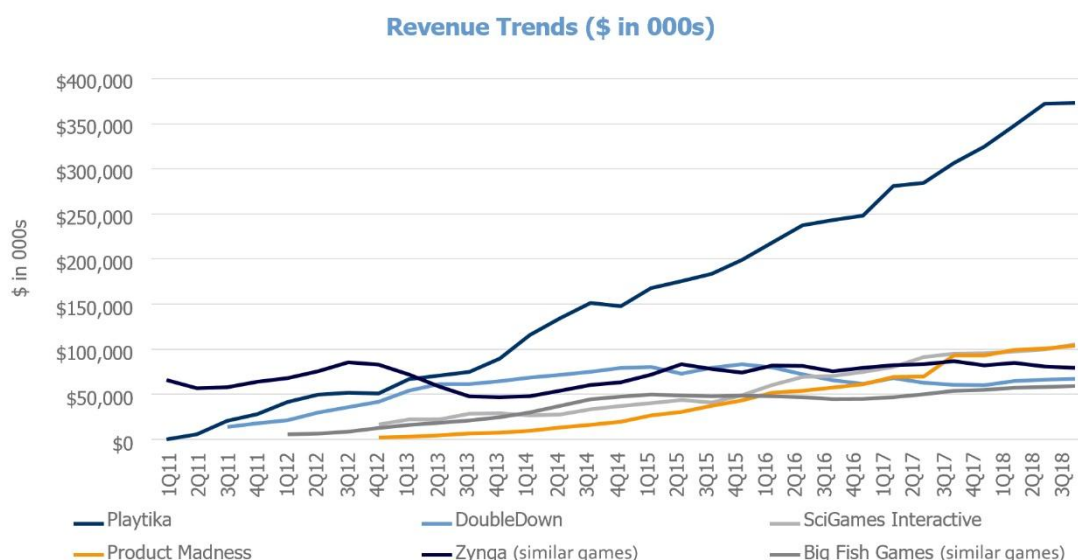
截止 2018 年 9 月，Playtika 共计约有 2,000 名员工，其中《Slotomania》平台目前有专职研发、推广人员约 400 人。而《House of Fun》、《Caesars Slots》的专职研发、推广人员分别约 200 人。标的公司对《Slotomania》投入的资源和维护力度更大，更多的资源可以增加游戏的粘性，保障游戏平台的持续运营。

经上述分析，《Slotomania》较《House of Fun》与《Caesars Slots》更具平台属性、拥有先入优势及更多相关资源，这些差异使 Playtika 对于《Slotomania》的定位和游戏平台生命周期的预期与其他两款游戏显著不同，故本次预测《Slotomania》和《House of Fun》、《Caesars Slots》生命周期的方式也有所不同。

（三）除《Slotomania》以外其他游戏生命周期的预测合理性

欧美休闲社交棋牌类游戏产业发展由来已久，民众对休闲社交棋牌类游戏接受度高。而随着现代社会全球化的进程加速，快节奏的生活使得人们更需要休闲社交棋牌类网络游戏来舒缓无处不在的压力，移动棋牌类游戏的市场发展迅猛。因此，休闲社交棋牌类游戏玩家具备了线下棋牌类游戏玩家的特点，休闲社交棋牌类游戏具有用户稳定、忠诚度高和 ARPPU 值高的特点，休闲社交棋牌类游戏本身就拥有极长的生命周期。

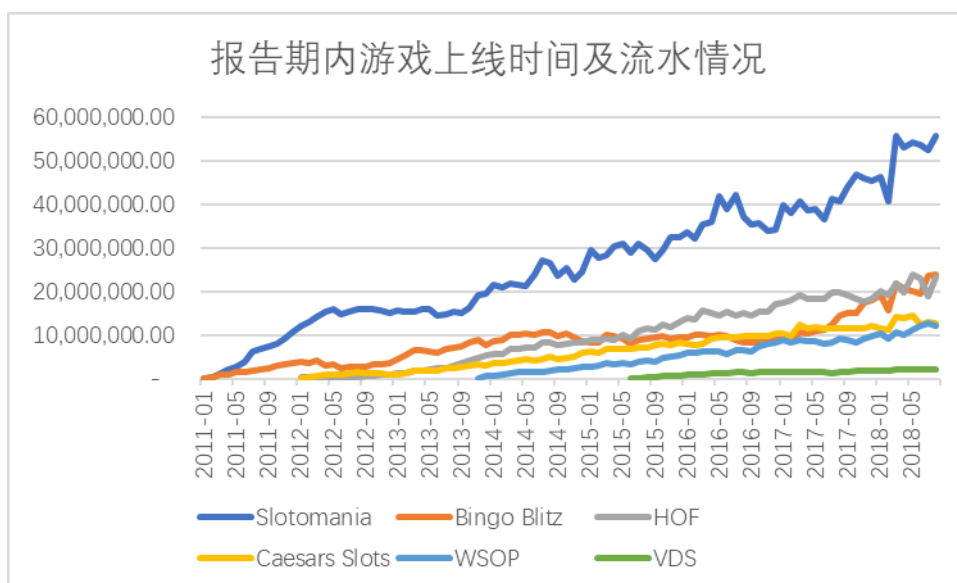
根据 2018 年 9 月 App Annie 公布的数据，AppStore+Google Play 美国畅销排行榜前 50 名中共有休闲社交棋牌类网络游戏 14 款，其中相当一部分已运营超过 5 年。部分休闲社交棋牌类网络游戏公司主要游戏流水数据情况如下：



Source: Company reports, Eilers & Krejcik Gaming, LLC

根据这些游戏经营流水数据来看，近几年来都处于平缓上升期。其中 Playtika 的收入增长率要远高于其他公司。因此，相较于其他类型游戏，休闲社交棋牌类游戏自身拥有较长的生命周期。

除了《Slotomania》外，Playtika 经营的 5 款游戏中 4 款游戏运营时间已超过 5 年，1 款超过 4 年，游戏流水未出现下降趋势，且未有迹象表明主要游戏经营流水在评估基准日后会立刻下降。标的公司报告期内游戏的上线时间及主要流水情况如下：



对于已经运营 5 年以上的游戏，出于保守预计，评估基准日后游戏流水增长时间有限，预计 2019 年逐渐进入 2-3 年的稳定期后，进入 1-2 年的衰退期。因此，Playtika 除《Slotomania》外的其他主要游戏的游戏生命周期预计为 10 年。对于即将上线的同类新游戏，若未来标的公司研发及运营团队能保持相同的研发能力，新游戏的游戏生命周期达到 10 年的可能性较大，基于谨慎性，本次评估对标的公司未来推出的游戏的游戏生命周期按照 8 年进行测算。

（四）《Pirate Kings》和《Board Kings》2018 年及以后年度月平均流水出现大幅上升的预测依据及可实现性。

《Pirate Kings》及《Board Kings》游戏属于 Jelly Button，其中《Pirate Kings》自 2013 年开始上线运营，运营时间已超过 5 年，2017 年流水已呈现下降趋势。

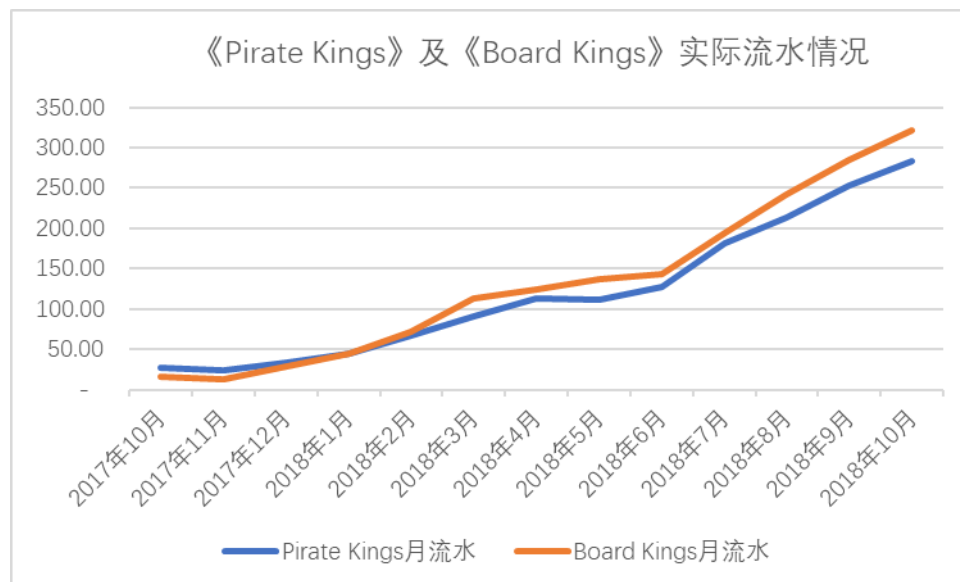
自 2017 年 10 月，Jelly Button 被 Playtika 收购后，Playtika 对 Jelly Button 的 2 款游戏产品《Pirate Kings》及《Board Kings》进行了改造。改造范围包括画面、背景音乐、玩家分析、推送方式、发行运营方式等。以《Pirate Kings》为例，《Pirate Kings》在 IOS 平台上的更新频率如下：

年份	更新日期	更新频率
2016年	1月10日、2月7日、2月28日、4月19日、6月1日、7月20日、8月17日、11月6日、12月6日、12月14日	每月约1次
2017年（被收购前）	1月15日、2月1日、2月23日、3月16日、4月19日、5月14日、6月8日、6月28日、7月16日、7月20日	每月约1次
2017年（被收购后）及2018年	17年：10月18日、11月30日、12月18日 18年：1月4日、1月29日、2月7日、2月12日、2月25日、	每月约2-3次

年份	更新日期	更新频率
	3月25日、3月29日、4月8日、4月15日、4月25日、4月30日、5月13日、5月24日、6月13日、6月14日、6月20日、6月21日、6月28日、7月10日、7月17日、9月4日、9月26日	

从更新频率看，被 Playtika 收购后《Pirate Kings》更新频率显著增加，从此前每月约 1 次大幅提升至每月约 2-3 次。除画面、背景音乐、玩家分析、推送方式，具体游戏内容更新包括：2018 年 1 月新增夺宝功能，2 月新增新的游戏玩法“Super Spinner”，4 月新增小游戏，5 月新增好友互动玩法，6 月新增“Dark clouds & evil winds”故事情节，7 月新增炸弹玩法，9 月新增故事情节等。此外，收购后每月都修复游戏 Bug 以保证游戏的流畅性。并且 Playtika 还为之导入社交网站 Facebook、Twitter 和 Instagram 的玩家，以促进新玩家的导入。

2018 年 1-9 月的业务数据显示，《Pirate Kings》及《Board Kings》2 款游戏的实际游戏运营指标及充值流水有了明显增长。在 Playtika 的改造和运营下，2 款游戏的运营情况均获得了大幅提升。2017 年 10 月至 2018 年 10 月，《Pirate Kings》和《Board Kings》实际流水情况如下：



从实际流水情况来看，自 Jelly Button 被 Playtika 收购后，2 款游戏流水上升趋势明显，游戏重入上升期。充分体现了 Playtika 的运用大数据技术改善游戏体验进而提升游戏价值的的能力，因此前述 2 款游戏未来流水上升具有合理性。

（五）Playtika 未来年度主要游戏收入增长预测依据及合理性

1、Playtika 未来年度主要游戏收入预测方法

Playtika 未来销售收入的预测是基于公司当前运营的产品和新开发游戏上线及推广计划，其中未来年度上线运营新产品参考当前运营产品的运营模式、运营指标的变化趋势，以及行业内的经验数据，分别计算确定未来年度各种运营产品的单品运营收入，然后汇总得出全部产品的运营收入。

(1) 对于评估基准日已上线游戏产品的预测，主要根据历史运营数据及游戏生命周期的预期对游戏剩余生命周期内的运营指标及充值流水进行趋势预测，充值流水预测的主要指标包括月付费用户数、ARPPU 值等；

(2) 对于正在研发游戏及未来新上线游戏的收入预测，首先根据 Playtika 未来年度游戏产品规划，确定上线游戏时间、数量及类型。再对单款游戏流水以历史年度游戏产品或同行业类似产品运营数据为依据进行预测。

(3) 具体到某一款游戏而言：首先预测单款游戏的生命周期；之后根据公式（游戏流水=付费用户数*ARPPU 值）计算出每月的流水，汇总得出年度游戏总流水。对 ARPPU 值的预测会结合 Playtika 未来年度游戏行业竞争形势，历史数据等因素，对不同游戏的 ARPPU 值进行预测。

2、已有游戏测算过程

(1) 《Slotomania》

评估师结合该游戏凭借本身的游戏特点及拥有作为行业先入者的优势，《Slotomania》平台通过不断更新游戏内容、技术、增加附属小游戏等手段在未来可稳定掌握一定量的市场份额及客户群，从而有稳定、长期的游戏流水。在此分析基础上，评估师先分析《Slotomania》游戏的历史各项游戏参数，流水数据。未来收入发展趋势主要考虑行业发展趋势及管理者的收入预计情况。

游戏流水=付费用户数*ARPPU

本次评估按照谨慎性原则考虑，认为《Slotomania》已进入稳定状态，未来通过在平台上不断更新新游戏，吸引新玩家，提高玩家粘性，未来玩家付费用户数在流失玩家与新增玩家间逐渐趋于稳定。此外，未来留存率、付费率及

ARPPU 数据参考历史实际数据计算。

(2) 除《Slotomania》以外的已有游戏（以《House of Fun》为例）

较《Slotomania》而言，《House of Fun》市场先入优势较不明显，因此无法与《Slotomania》一样在未来可永续稳定经营。但从休闲社交棋牌类游戏本质分析，休闲社交棋牌类游戏寿命普遍较长，且 Playtika 现有游戏基本已经运营较长时间，但流水情况依然稳定上升，现有游戏会在评估基准日后流水开始下降，因此在考虑现有游戏已经运营时间、流水情况及管理层对游戏的预期判断，现有游戏可按照 10 年测算。

在此假设基础上，评估师先分析《House of Fun》游戏的历史游戏参数及游戏生命周期对游戏剩余生命周期内的运营指标及充值流水进行趋势预测，业务流水预测主要包括月活跃用户数、付费用户数、ARPPU 值等。再考虑管理层对该游戏的收入预期等因素，对该款游戏形成最终预测。

游戏流水=付费用户数*ARPPU

由于该款游戏已经达到了成熟期，ARPPU 都比较稳定，故未来预测按照最近几个月的平均数据来预测，对于月活跃用户数，主要根据《House of Fun》剩余生命周期的规律进行预测。

经测算，评估基准日已上线游戏未来收入预计情况如下：

单位：美元

游戏名称	2018 年 7-12 月	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
1、Slotomania	310,063,950.11	617,708,058.27	601,381,821.08	601,850,148.29	602,987,650.73
2、Caesars Slots	75,397,313.44	152,662,873.48	124,285,110.65	66,926,446.65	2,451,339.01
3、WSOP	71,483,370.51	133,470,161.73	141,043,779.52	141,000,719.28	135,011,119.85
4、VDS	12,557,827.12	23,482,958.64	24,000,259.42	23,762,855.00	23,063,948.39
5、HoF	132,437,486.18	259,494,270.58	251,665,182.30	236,554,187.64	211,412,181.66
6、Bingo Blitz	134,495,910.76	249,595,178.79	247,394,400.08	242,133,017.84	222,980,495.39
7、Poker Heat	9,788,159.42	9,788,159.42	49,445,103.35	97,145,983.90	136,818,470.43
8、Pirate Kings	16,424,439.57	16,424,439.57	45,900,314.57	52,326,891.65	46,740,898.00
9、Board Kings	15,512,486.14	15,512,486.14	34,826,137.03	49,236,451.32	37,330,501.30

合计	778,160,943.24	1,478,138,586.62	1,519,942,108.01	1,510,936,701.57	1,418,796,604.76
游戏名称	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
1、Slotomania	602,987,650.73	602,987,650.73	602,987,650.73	602,987,650.73	602,987,650.73
2、Caesars Slots	-	-	-	-	-
3、WSOP	124,293,784.91	33,975,060.40	-	-	-
4、VDS	18,532,444.60	13,359,071.73	8,385,509.59	204,489.92	-
5、HoF	66,137,699.26	-	-	-	-
6、Bingo Blitz	78,597,667.33	-	-	-	-
7、Poker Heat	169,109,624.69	185,640,038.09	194,233,622.19	80,870,313.39	-
8、Pirate Kings	18,664,562.94	-	-	-	-
9、Board Kings	14,166,489.76	-	-	-	-
合计	1,092,489,924.22	835,961,820.95	805,606,782.51	684,062,454.04	602,987,650.73

3、未来新游戏测算过程

(1) 新游戏模型的建立

根据 Playtika 规划未来主要推出休闲社交棋牌类网络游戏。

由于 Playtika 集团在行业内拥有领先地位，其在线游戏的经营数据基本反映了休闲社交棋牌类网络游戏的经营模型。根据历史游戏年平均参数数据（《Slotomania》游戏拥有行业先入优势，不具参考性，因此剔除；VDS 上线时间较晚，历史数据参考性较差，因此剔除）搭建出休闲社交棋牌类网络游戏模型。

现有游戏历史及未来预期平均数据

项目	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年
年均流水(百万美元)	13.47	34.92	73.85	108.00	132.71
年均流水增长率	-	213.00%	113.14%	47.34%	23.12%
项目	第6年	第7年	第8年	第9年	第10年
年均流水(百万美元)	152.99	177.41	190.87	169.64	127.22
年均流水增长率	14.24%	17.05%	9.16%	-14.99%	-41.92%

本次评估对现有游戏按照 10 年测算，对于未来新上线的休闲社交棋牌类网络游戏根据谨慎原则按照 8 年进行测算。流水预测按游戏观察期、成长期及成

熟期的流水趋势与现有游戏一致，但成熟期较现有游戏短、并且衰退更快的原则进行。

据以上数据测算未来新上线休闲社交棋牌类网络游戏模型，如下：

项目	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年
月平均付费用户数(万人)	2.22	4.60	8.85	12.96
月平均 ARPPU 值(美元)	50.45	76.81	84.04	84.89
月平均游戏流水(万美元)	116.21	347.39	745.57	1,100.51
项目	第 5 年	第 6 年	第 7 年	第 8 年
月平均付费用户数(万人)	14.93	16.61	17.35	10.24
月平均 ARPPU 值(美元)	91.34	92.50	92.50	92.50
月平均游戏流水(万美元)	1,363.56	1,536.35	1,604.79	947.06

(2) 未来发行计划

未来新游戏的预测主要是老游戏生命周期到期的替换游戏及自研/外购的新游戏。预测 2019 年至 2024 年每年新增一款自研/外购的新游戏，共计 6 款。发行数量符合历史发行游戏的数量及规律，预测是合理且谨慎的。

综上，新游戏的预测思路与模型均参考报告期内游戏运营数据，未来发行数量符合历史发行游戏的数量及规律，预测是合理且谨慎的。

4、Playtika 主营业务收入预测情况及增长率合理性分析

根据上述预测方法，本次评估中 Playtika 历史及未来预测收入情况如下：

单位：万美元

项目	2014A	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F
主营业务收入	54,150.38	72,095.59	92,740.52	114,462.84	148,924.42	154,124.03
收入增长率	-	33.14%	28.64%	23.42%	30.11%	3.49%
项目	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
主营业务收入	161,820.53	168,566.76	162,010.63	171,695.44	203,155.59	224,759.90
收入增长率	4.99%	4.17%	-3.89%	5.98%	18.32%	10.63%

从主营业务收入来看，未来预测期（2019 年-2025 年）收入增长率均小于历史增长率（2014 年-2017 年），符合实际发展规律。

(六) 中介机构核查意见

评估师核查意见：（1）由于《Slotomania》具有游戏平台属性、具有行业先入者优势、具备持续运营的资源支持、棋牌游戏的特点可以保障《Slotomania》平台的运营、Playtika 的核心竞争力可以保障《Slotomania》平台的运营、《Slotomania》流水表现超预期，其预测具有永续生命周期具备合理性。（2）《Slotomania》虽与《House of Fun》、《Caesars Slots》核心玩法相似，但是其平台属性、绝对领先的行业地位以及更多资源的投入，这些差异使得《Slotomania》较《House of Fun》、《Caesars Slots》拥有更长的生命周期。（3）棋牌类游戏本身就拥有极长的生命周期，其他游戏的流水未出现下降趋势，且未有迹象表明主要游戏经营流水在评估基准日后会立刻下降，其他已有游戏按照 10 年预测，未来推出的游戏生命周期按照 8 年进行测算具有合理性。（4）Playtika 收购 Jelly Button 后，积极对其两款游戏进行改造，且 2018 年以来，该两款游戏流水上升趋势明显，预测这 2 款游戏未来流水上升具有合理性。（5）Playtika 未来销售收入的预测是基于公司当前运营的产品和新开发游戏上线及推广计划，具有合理性。

三十六、申请文件显示，1) 除《Slotomania》外，Playtika 目前几款主要游戏《House of Fun》、《Bingo Blitz》、《WSOP》和《Caesars Slots》等预测生命周期均在 2022 年左右结束。2) 从前次申报情况来看，Playtika 原来预计在 2017 年左右新推出三款新游戏《Dice Legends》、《PokerFriends》和《Save an Alien》。从本次申报情况来看，本次交易报告期上述新游戏并未推出。3) 本次申报时，预测 Playtika 未来新游戏在 2019 年陆续推出，预测期各新游戏预计的收入均大幅增长。请你公司结合前次申报相关新游戏至目前仍未推出、Playtika 目前的主要游戏除《Slotomania》外均在 2022 年左右到期的实际情况，补充披露 Playtika 是否具备相关新游戏的研发和发行能力，新游戏收入预测的主要依据及可实现性；如未来相关新游戏研发和发行情况低于预期，对 Playtika 持续经营能力是否存在重大不利影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）前次申报中，预计在 2017 年左右新推出三款新游戏《Dice Legends》、《PokerFriends》和《Save an Alien》未按时推出的原因

标的公司除了自主研发之外，也会通过外部收购获取具备潜在大幅提升业绩的中小游戏公司。标的公司在不断研发新游戏的过程中，也时刻关注行业内的并购整合机会。2017 年，Playtika 已运营游戏表现良好，《Dice Legends》、《PokerFriends》和《Save an Alien》三款游戏基本研发完毕时正逢 Playtika 于 2017 年 10 月完成对 Jelly Button 的收购。在对 Jelly Button 的收购完成后，标的公司将研发及运营资源投入了 Jelly Button 拥有的 2 款游戏（《Pirate Kings》及《Board Kings》）的研发改造中。2018 年 1-9 月的业务数据显示，《Pirate Kings》及《Board Kings》2 款游戏的实际游戏运营指标及充值流水在 Playtika 的改造和运营下，运营情况均获得了大幅提升。标的公司本着精品游戏路线运营，为利益最大化，将有限的资源继续投入已运营游戏及并购游戏中，暂缓将上述《Dice Legends》、《PokerFriends》和《Save an Alien》全面投入市场。

故虽然上述 3 款自研游戏项目暂停，但 Playtika 同期并购了 2 款游戏，不影响未来盈利预测。

（二）未来新游戏的预测思路

对于未来上线新游戏，本次预测通过对管理层访谈，并结合历史年度游戏运营情况和行业发展趋势，结合游戏产品本身的特点，并从谨慎的角度考虑未来游戏研发的成功情况，对 Playtika 新游戏的流水进行预测。新游戏主要来源于自研及外购。Playtika 已有主要游戏中有一半来自于自研，一半来自于收购。具体情况如下：

序号	游戏名称	游戏来源	推出时间
1	《Slotomania》	自研	2010 年
2	《Bingo Blitz》	收购	2012 年
3	《Caesars Slots》	自研	2012 年
4	《World Series of Poker》	收购	2013 年
5	《House Of Fun》	收购	2014 年
6	《Vegas Downtown Slots》	自研	2015 年

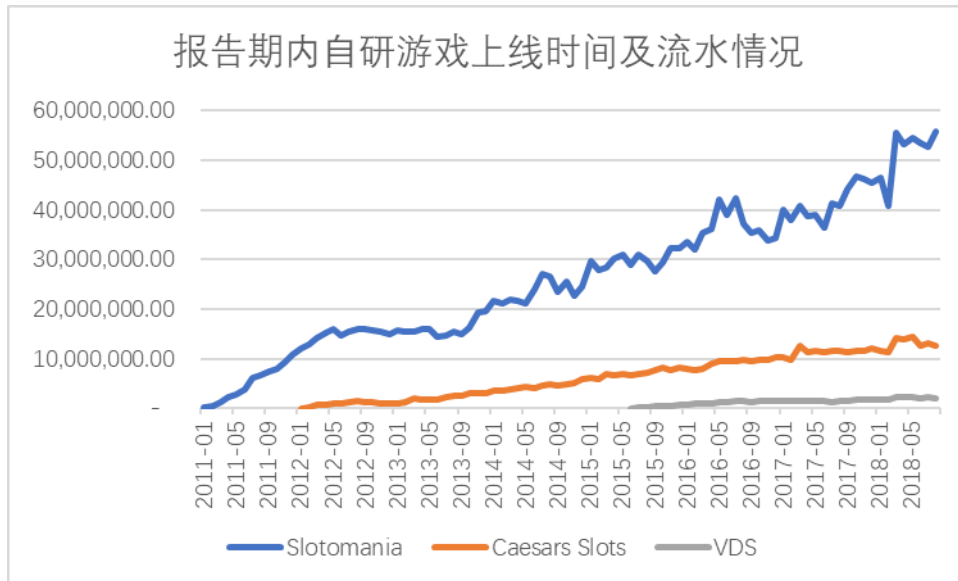
在新游戏的生命周期上考虑已有游戏的生命周期，并谨慎缩短生命周期计算；在单款流水的预测上以历史年度游戏产品或同行业类似产品运营数据为依据进行预测；在新游戏的上线计划上考虑历史游戏上线规律。本次预测中，未来新游戏的生命周期小于现有游戏；单款游戏流水参考已有游戏流水趋势及平均参数；在上线计划上，未来新游戏的预测主要是老游戏生命周期到期的替换游戏及自研/外购的新游戏。预测 2019 年至 2024 年每年新增一款自研/外购的新游戏，共计 6 款。发行数量及流水符合历史发行规律，预测是合理且谨慎的。

(三) Playtika 具备相关新游戏的研发和发行能力

Playtika 新游戏的研发和发行能力体现在自研游戏及并购游戏的改造。

1、Playtika 具有可持续开发产品的能力

Playtika 集团自设立以来非常重视研发人才的培养和储备。通过多年的游戏研发，已经建立了多个成熟的研发及发行团队。截至评估基准日，Playtika 集团总员工人数约为 2000 人，研发及运营人员占比超过 80%，其中大多数成员拥有多款成功产品的研发及改造经验，负责游戏开发的高级管理人员及项目总监则在策划、数据挖掘及分析等综合领域经验丰富，对于互联网行业内公司生命力持久的成长模式具有全面的认知和理解，并联合研发团队打造出数款生命周期长、客户留存率高的畅销网络游戏。Playtika 集团的研发及发行团队是一支具有竞争力和创造力的研发团队，其价值体现为其具有持续开发出优秀产品的能力。此外，Playtika 每年的研发费用约占主营业务收入的 10%左右，充足的资源保证游戏团队的积极性。截至评估基准日，Playtika 集团每年均推出了优质游戏。标的公司报告期内游戏的上线时间及主要流水情况如下：



历史 3 款自研游戏的优异表现证明 Playtika 有能力研发并发行新游戏。

2、Playtika 拥有丰富的行业并购整合经验和改造能力

Playtika 拥有丰富的行业并购整合经验和深厚的技术积累，其管理团队多年专注深耕全球网络游戏市场，对全球游戏市场具有足够的敏感性，能够准确把握行业的风向和脉动。Playtika 历史上曾进行多次同行业横向企业兼并。在收购完成后，Playtika 凭借自身优势对所收购游戏产品进行再改造，通过制定针对性的精准的营销和运营策略，明确产品的定位和目标群体、丰富游戏玩法多样性、完善用户需求的功能，以提升游戏产品的市场占有率及用户流量变现能力，推动新收购游戏产品的收入和盈利增长。《Bingo Blitz》、《WSOP》、《House of Fun》、《Pirate Kings》和《Board Kings》等游戏在被 Playtika 收购后，游戏数据指标及盈利能力得到显著提升。

（四）如未来相关新游戏研发和发行情况低于预期，对 Playtika 持续经营能力是否存在重大不利影响

Playtika 的核心竞争力在于游戏的研发及改造能力。研发和改造是 Playtika 未来持续发展和规模扩张的两种手段，两者互为补充。如果未来 Playtika 研发进度低于预期，也可依靠收购并改造游戏，保证持续运营的能力。目前，Playtika 持续关注游戏并购市场，并与多个游戏团队保持联系，积极寻找并购机会。因此其持续经营能力不会因为研发和发行情况变化而受到影响。

（五）中介机构核查意见

评估师核查意见：前次评估预计推出的 3 款游戏未按时推出是管理层根据 Playtika 运营的实际情况作出的经营策略合理调整； Playtika 具有研发新游戏及外购再研的能力，且预测中新游戏发行数量符合历史发行游戏的数量及规律，预测是谨慎且合理的。 Playtika 的游戏的自主研发及并购再研能力保障了企业的持续运营能力。

三十七、申请文件显示，1) 本次交易收益法评估中，预测期 2018 年 7-12 月至 2026 年，Playtika 预测毛利率在 98.3%至 98.6%之间。2) 预测期 Playtika 预测期间费用率 65.2%至 67.8%之间。请你公司结合 Playtika 报告期毛利率和期间费用率的情况，补充披露 Playtika 预测期毛利率和期间费用率的具体预测依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）Playtika 预测期的主营业务毛利率预测过程及预测情况

1、标的公司毛利率预测过程

Playtika 的主营业务成本主要为折旧费用及服务器托管费等。对于折旧费用主要根据 Playtika 一贯执行的会计政策和存续及新增固定资产的情况进行预测，即折旧按照未来上线游戏数量及经营规模，在现有固定资产基础上考虑后续新增资产，测算出预测期内折旧金额；对于变动趋势与主营业务收入相一致的服务器托管费等，参考历年情况，确定该项成本占主营业务收入的比例，将该比例乘以预测的主营业务收入，预测未来服务器托管费。

2、标的公司毛利率预测情况及合理性

标的公司报告期及预测期主营业务成本明细及毛利率情况如下：

单位：万美元

项目	2014-2018年1-6月平均	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
服务器及	437.39	707.13	847.34	671.03	558.20	618.13	735.40	455.84	458.10	581.12

其他设备折旧										
服务器托管费及其他	857.67	1,698.51	1,822.81	1,913.84	1,993.62	1,916.09	2,030.63	2,402.70	2,658.22	2,814.02
营业成本合计	1,295.06	2,405.63	2,670.15	2,584.87	2,551.83	2,534.21	2,766.02	2,858.54	3,116.31	3,395.14
毛利率	98.45%	98.38%	98.27%	98.40%	98.49%	98.44%	98.39%	98.59%	98.61%	98.57%

报告期内，标的公司的毛利率水平较高，主要原因系标的公司采用总额法确认收入且把渠道费计入销售费用，若将渠道费计入营业成本而非销售费用，毛利率将有大幅下降。标的公司预测期毛利率稳定，与标的公司报告期毛利率相近，故毛利率预测是合理的。

（二）Playtika 预测期的期间费用预测过程及预测情况

1、Playtika 销售费用的预测过程

销售费用主要是在游戏上线后推广过程中产生的平台渠道费、广告费、差旅费以及与市场人员相关的人工成本、技术服务费、办公费等。

对于变动趋势与主营业务收入相一致的销售费用，参考历年情况，结合同行业类似企业的经验，确定该项费用占主营业务收入的比例，将该比例乘以预测的主营业务收入，预测未来这部分销售费用，如平台渠道费及广告费等。

对于变动趋势与主营业务收入变动不相关的项目，则按个别情况具体分析预测。如：职工薪酬等，职工薪酬则依据 Playtika 提供的未来用工计划及职工薪酬规划体系进行预测。

销售费用未来预测明细情况如下：

单位：万美元

项目	2018年7-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
广告费	11,838.23	23,447.03	24,617.90	25,644.21	24,646.82	26,120.18	30,906.24	34,192.93	36,197.02
奖金	50.44	74.05	79.89	85.70	91.61	98.58	106.94	115.51	124.37
工资	2,229.88	3,273.20	3,531.70	3,788.44	4,049.46	4,357.85	4,727.43	5,105.93	5,497.74
福利费	146.39	214.89	231.86	248.71	265.85	286.09	310.36	335.21	360.93
业务宣传费	544.39	1,078.24	1,132.08	1,179.28	1,133.41	1,201.17	1,421.26	1,572.40	1,664.56
差旅费	22.40	44.37	46.59	48.53	46.64	49.43	58.49	64.71	68.50
折旧费	60.09	121.61	96.30	80.11	88.71	105.54	65.42	65.74	83.40

物业费	100.29	198.64	208.56	217.25	208.80	221.28	261.83	289.67	306.65
中介费	20.52	40.64	42.67	44.45	42.72	45.27	53.57	59.26	62.74
技术服务费	7.89	15.63	16.41	17.10	16.43	17.41	20.60	22.79	24.13
特许权使用费	365.33	723.58	759.71	791.38	760.60	806.07	953.77	1,055.20	1,117.05
平台费用	21,833.92	43,244.68	45,404.19	47,297.07	45,457.53	48,174.93	57,002.13	63,063.94	66,760.21
其他	204.98	405.99	426.26	444.04	426.77	452.28	535.15	592.06	626.76
销售费用合计	37,424.77	72,882.53	76,594.12	79,886.27	77,235.35	81,936.09	96,423.19	106,535.35	112,894.06

2、Playtika 管理费用的预测过程

管理费用主要包括技术服务费、差旅费、办公费用、办公设施费用以及与管理人员相关的折旧及摊销费、人工成本等其他费用。评估师根据费用的实际情况分别对各项管理费用进行单独测算。

对于变动趋势与主营业务收入相一致的管理费用，参考历年情况，结合同行业类似企业的经验，确定该项费用占主营业务收入的比例，将该比例乘以预测的主营业务收入，预测未来这部分管理费用，如技术服务费、差旅费等。

对于变动趋势与主营业务收入变动不相关的项目，则按个别情况具体分析预测。如：折旧及摊销费用和办公设施费等，折旧及摊销费用则根据 Playtika 一贯执行的会计政策和存续及新增固定资产、无形资产的情况进行预测，即折旧摊销按照未来上线游戏数量及经营规模，在现有固定资产基础上考虑后续新增资产，测算出预测期内折旧摊销数额；办公设施费主要为租赁费用，根据目前的租赁合同以及考虑未来一定的增幅进行预测；职工薪酬则依据 Playtika 提供的未来用工计划及职工薪酬规划体系进行预测。

管理费用未来预测明细情况如下：

单位：万美元

项目	2018年 7-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
工资	4,201.08	7,840.01	8,404.17	8,592.42	8,490.68	8,877.75	9,981.21	10,785.41	11,335.61
社保	23.10	43.11	46.21	47.25	46.69	48.81	54.88	59.30	62.33
职工教育经费	0.48	0.90	0.96	0.98	0.97	1.01	1.14	1.23	1.29
通讯费	0.55	1.09	1.15	1.19	1.15	1.22	1.44	1.59	1.69
差旅费	188.21	372.77	391.38	407.70	391.84	415.27	491.36	543.61	575.47
交通费	1.46	2.89	3.03	3.16	3.04	3.22	3.81	4.21	4.46
业务招待费	3.39	6.71	7.05	7.34	7.06	7.48	8.85	9.79	10.36

办公费	79.92	158.28	166.19	173.12	166.38	176.33	208.64	230.83	244.36
低值易耗品	0.89	1.76	1.85	1.93	1.85	1.96	2.32	2.57	2.72
租赁费	332.39	823.16	836.79	857.38	882.02	912.05	946.04	984.88	1,030.12
折旧费	400.56	810.58	641.92	533.99	591.31	703.49	436.06	438.22	555.91
修理费	0.41	0.82	0.86	0.90	0.86	0.91	1.08	1.20	1.27
物业费	164.91	408.40	415.17	425.38	437.61	452.51	469.37	488.64	511.08
税费	-8.30	-16.43	-17.25	-17.97	-17.27	-18.30	-21.66	-23.96	-25.37
中介费	1,125.73	1,041.28	1,093.28	1,138.85	1,094.56	1,159.99	1,372.54	1,518.50	1,607.50
寄送运输费	0.06	0.12	0.12	0.13	0.12	0.13	0.15	0.17	0.18
劳务费	11.47	22.71	23.84	24.84	23.87	25.30	29.93	33.12	35.06
保险费	37.78	74.84	78.57	81.85	78.67	83.37	98.65	109.14	115.53
工本费手续费	0.16	0.32	0.34	0.35	0.34	0.36	0.42	0.47	0.49
奖金	320.54	634.87	666.57	694.36	667.36	707.25	836.84	925.83	980.10
其他	974.76	1,063.23	1,125.20	1,190.78	1,260.18	1,333.63	1,411.35	1,493.61	1,580.66
管理费用合计	7,859.55	13,291.42	13,887.40	14,165.92	14,129.28	14,893.73	16,334.44	17,608.37	18,630.84

3、Playtika 研发费用的预测过程

研发费用主要包括低值易耗品以及与游戏研发人员相关的折旧及摊销费、人工成本、差旅费等其他费用。评估师根据费用的实际情况分别对各项研发费用进行单独测算。

对于变动趋势与主营业务收入相一致的研发费用，参考历年情况，结合同行业类似企业的经验，确定该项费用占主营业务收入的比例，将该比例乘以预测的主营业务收入，预测未来这部分研发费用，如通讯费、差旅费等。

对于变动趋势与主营业务收入变动不相关的项目，则按个别情况具体分析预测。如：折旧及摊销费用和办公设施费等，折旧及摊销费用则根据 Playtika 一贯执行的会计政策和存续及新增固定资产、无形资产的情况进行预测，即折旧摊销按照未来上线游戏数量及经营规模，在现有固定资产基础上考虑后续新增资产，测算出预测期内折旧摊销数额；办公设施费主要为租赁费用，根据目前的租赁合同以及考虑未来一定的增幅进行预测；职工薪酬则依据 Playtika 提供的未来用工计划及职工薪酬规划体系进行预测。

研发费用未来预测明细情况如下：

单位：万美元

项目	2018年 7-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
----	----------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

工资	4,917.82	10,049.87	10,844.85	12,019.10	12,867.92	14,293.95	15,493.63	16,733.93	18,028.00
福利费	98.18	200.63	216.50	239.95	256.89	285.36	309.31	334.07	359.90
社保	27.05	55.27	59.64	66.10	70.77	78.61	85.21	92.03	99.15
通讯费	4.78	9.46	9.93	10.35	9.95	10.54	12.47	13.80	14.61
差旅费	78.85	156.18	163.98	170.81	164.17	173.98	205.86	227.75	241.10
业务招待费	1.87	3.70	3.89	4.05	3.89	4.13	4.88	5.40	5.72
办公费	10.44	20.68	21.71	22.62	21.74	23.04	27.26	30.16	31.92
低值易耗品	2.23	4.42	4.64	4.84	4.65	4.93	5.83	6.45	6.83
折旧费	943.61	1,909.48	1,512.17	1,257.91	1,392.95	1,657.21	1,027.23	1,032.32	1,309.56
物业费	122.36	242.35	254.45	265.06	254.75	269.98	319.45	353.42	374.14
服务器托管费	41.71	82.61	86.74	90.35	86.84	92.03	108.89	120.47	127.54
劳务费	39.79	78.82	82.75	86.20	82.85	87.80	103.89	114.94	121.68
工本费手续费	123.60	244.81	257.04	267.75	257.34	272.72	322.70	357.01	377.94
技术服务费	349.33	691.89	726.44	756.73	727.29	770.77	912.00	1,008.99	1,068.12
奖金	189.80	375.92	394.69	411.15	395.16	418.78	495.51	548.21	580.34
其他	422.46	836.73	878.52	915.14	879.55	932.13	1,102.92	1,220.21	1,291.73
研发费用合计	7,373.88	14,962.83	15,517.95	16,588.11	17,476.70	19,375.96	20,537.04	22,199.17	24,038.26

4、Playtika 期间费用预测的合理性

期间费用中销售费用、研发费用和管理费用与主营业务收入变动趋势相一致，其通过参考历年情况及结合同行业企业的经验，确定该项费用占主营业务收入的比例，并将该比例乘以预测的主营业务收入，进而预测未来期间费用。

预测期间费用占主营业务收入的比例情况如下：

项目	2014-2018年1-6月平均	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
销售费用占收入比	46.49%	46.95%	47.29%	47.33%	47.39%	47.67%	47.72%	47.46%	47.40%	47.45%
管理费用占收入比	9.81%	10.39%	8.62%	8.58%	8.40%	8.72%	8.67%	8.04%	7.83%	7.83%
研发费用占收入比	10.47%	9.57%	9.71%	9.59%	9.84%	10.79%	11.29%	10.11%	9.88%	10.10%
期间费用占收入比	66.77%	66.91%	65.62%	65.50%	65.64%	67.18%	67.68%	65.61%	65.11%	65.38%

标的公司预测期期间费用总体占收入比例稳定、且与报告期相近，其中管理费用占比略有降低，是因为收入增长摊薄了变动趋势与主营业务收入变动不相关项目的单位费用。

(三) 中介机构核查意见

评估师核查意见：标的公司预测期毛利率及期间费用率稳定，预测口径与会

计政策保持一致，与报告期毛利率及期间费用率相近，预测合理。

三十八、申请文件显示，本次交易收益法评估时预测 Playtika 永续期资本性支出为1,433.58万元，低于永续期折旧及摊销金额2,529.99万元。请你公司补充披露永续期资本性支出低于折旧及摊销金额的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）永续期资本性支出与折旧及摊销金额的计算及合理性分析

标的公司永续期资本性支出及折旧明细情况如下：

单位：万美元

项目	永续期折旧及摊销	永续期资本性支出
新增资产投资合计	747.58	293.55
其中：新游戏相关投入	370.50	-
新增办公设备及服务器等	377.08	293.55
存续资产更新合计	1,070.71	993.97
合计	1,818.30	1,287.52

永续期资本性支出及折旧差异主要来自新增游戏相关投入，包括收购游戏的资本性支出项及自研游戏资本化的费用。根据评估假设标的公司于 2026 年后达到稳定状态，公司规模不再增长，无需在永续期进行团队收购。生命周期到期的游戏更新，全部依赖于公司自研，相对应的永续期资本性支出包含在存续资产更新中。而根据预测期内规划，标的公司 2019 年至 2024 年每年新增一款自研/外购的新游戏，共计 6 款。根据会计准则，对收购游戏及自研游戏所形成的无形资产需根据游戏生命周期进行摊销。对于截至 2026 年末尚未摊销的部分，进行年金化处理，计算永续年化摊销额。即由于新游戏投入形成的无形资产需在永续期每年摊销 370.50 万美元。因此，本次交易收益法评估时预测 Playtika 永续期资本性支出低于永续期折旧及摊销金额具有合理性。

（二）中介机构核查意见

评估师核查意见：永续期标的公司的资本性资产低于永续期的折旧及摊销金额主要因为没有新游戏相关投入，符合 Playtika 实际情况，具有合理性。

三十九、申请文件显示，本次交易收益法评估时预测折现率为 11.74%。请你公司：1) 结合同行业可比交易、《Slotomania》充值流水预测为永续预测的实际情况，进一步补充披露本次交易收益法预测折现率各项参数选取的合理性。2) 补充披露本次交易标的资产评估值对主要参数如营业收入、毛利率、期间费用率、折现率等参数的敏感性分析。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

(一) 折现率参数选取的合理性

1、折现率相关参数测算依据

本次评估收益额口径为企业净现金流量，则折现率选取加权平均资本成本。

公式：

$$WACC = K_e \times \frac{E}{E + D} + K_d \times (1 - t) \times \frac{D}{E + D}$$

其中：ke：权益资本成本；

kd：付息债务资本成本；

E：权益的市场价值；

D：付息债务的市场价值；

t：所得税率。

权益资本成本按国际通常使用的 CAPM 模型进行求取：

$$K_e = r_f + MRP \times \beta + r_c$$

其中：rf：无风险利率；

MRP：市场风险溢价；

β：权益的系统风险系数；

rc: 企业特定风险调整系数。

(1) 无风险报酬率

无风险报酬率是市场上无违约风险的投资回报率。十年期国债的收益率通常被认为是无风险的，因为持有该债权到期不能兑付的风险很小，可以忽略不计。通过查询 Wind 资讯获得于评估基准日的 Alpha 各主要收入来源国家的 10 年期国债的收益率，以各收入来源子公司的主营业务收入为权重，加权平均得到综合无风险报酬率，为 2.19%。如下表所示：

国别	基准日长期国债收益率	主营业务收入权重
以色列	2.22%	76.96%
英国	1.38%	11.79%
美国	2.85%	11.24%
加权平均值		2.19%

(2) 企业风险系数

企业风险系数系根据被评估单位的业务特点，参照境外同行业上市公司股票于评估基准日前 100 周（2016.6.30-2018.6.30）的参数估计值计算确定，具体确定过程如下：

根据公布的境外同行业上市公司的 β 系数，计算出各公司有财务杠杆的企业风险系数值，即 0.8983。 β 系数具体数值见下表：

序号	股票代码	公司简称	β_u 值
1	EA.O	电子艺界公司	0.7670
2	ATVI.O	暴雪股份	0.9620
3	TTWO.O	Take-Two Interactive	0.9660
β 系数平均值			0.8983

鉴于 Alpha 无有息负债，其目标资本结构(D/E)确定为 0.00%，由此计算出 Alpha 的有财务杠杆的企业风险系数为 0.8983。

(3) 市场风险溢价

市场风险溢价是对于一个充分风险分散的市场投资组合，投资者所要求的高于无风险利率的回报率，首先根据 Alpha 各子公司所在国家的国家风险补偿额，计算出各国市场风险溢价。然后，以各子公司的主营业务收入为权重，加

权平均计算得到 Alpha 的综合市场风险溢价，为 7.07%。

(4) 企业个别风险调整系数

企业个别风险调整系数是根据 Alpha 与可比公司在企业特殊经营环境、企业规模、经营管理、产品多样性、融资能力所形成的优劣势等方面的差异的调整系数。Alpha 是跨国企业，规模较大，在细分行业内属龙头企业，经营经验比较丰富，其经营风险及财务风险较小，但因所处行业竞争较为激烈，在客户维护以及市场竞争方面存有一定风险，故取其个别风险调整系数为 3.20%。

(5) 折现率的计算结果

$$WACC = K_e \times [E/(E + D)] + K_d \times (1 - T) \times [D/(E + D)]$$

式中，E：权益的市场价值

D：债务的市场价值

K_e ：权益资本成本

K_d ：债务资本成本

T：被评估企业的所得税率

加权平均资本成本 WACC 为 11.74%。

2、折现率取值合理性分析

游戏行业近期相关并购案例资产评估收益法选取的折现率及其主要参数情况如下：

收购方	被收购方	评估基准日	折现率	无风险报酬率	β_u : 无财务杠杆时的风险系数	企业个别风险系数	市场风险溢价
号百控股	炫彩互动	2016年3月31日	13.46%	2.84%	1.0716	3.00%	7.11%
迅游科技	狮之吼	2016年12月31日	13.08%	3.01%	1.100	3.00%	6.45%
完美世界	完美世界	2015年9月30日	13.10%	3.24%	0.9541	3.00%	7.15%
泰亚股份	恺英网络	2015年2月28日	13.43%	4.08%	0.9072	3.00%	11.24%

收购方	被收购方	评估基准日	折现率	无风险报酬率	β ：无财务杠杆时的风险系数	企业个别风险系数	市场风险溢价
天神娱乐	幻想悦游	2015年12月31日	12.98%	3.60%	0.6898	4.50%	7.08%
平均值			13.21%	3.35%	0.9445	3.30%	7.81%
中位数			13.10%	3.24%	0.9541	3.00%	7.11%
巨人网络	Alpha	2018年6月30日	11.74%	2.19%	0.8983	3.20%	7.07%

注：掌趣科技收购天马时空采用的是市场法评估，因此不纳入比较范围。

通过对比近期游戏行业相关并购的评估情况，本次 Alpha 评估选取的折现率略低于行业平均值，主要原因系 Alpha 及其子公司注册于境外，其业务经营在境外开展，游戏产品全部面向海外市场，而折现率主要反映海外市场区域的风险性与限制性，Alpha 的主要经营所在地以色列、美国和英国的国家无风险报酬率及市场风险溢价水平较低。

通过对比近期游戏行业相关并购的评估情况，本次 Alpha 评估选取的折现率略低于行业平均值，主要原因系 Alpha 及其子公司注册于境外，其业务经营在境外开展，游戏产品全部面向海外市场，而折现率主要反映海外市场区域的风险性与限制性，Alpha 的主要经营所在地以色列、美国和英国的国家无风险报酬率及市场风险溢价水平较低。炫彩互动等公司主要经营地在中国，其无风险报酬率选取的是距基准日 10 年期中国国债的平均收益率。Alpha 各主要收入来源中国境外，因此无风险报酬选取的是其各主要收入来源国家的 10 年期国债的收益率，其差异具备合理性。泰亚股份并购的恺英网络，其选取的是 A 股市场的期望报酬率，为 11.24%；Alpha 收入主要来源于美国等中国以外国家，选取的是经营所在国的市场的期望报酬，为 7.07%，其差异是国别不同和资本市场不同造成的，具备合理性。

（二）交易标的资产评估值对营业收入、毛利率、期间费用率、折现率参数的敏感性分析

1、营业收入变动对标的公司评估值影响的敏感性分析如下：

收入变动比率	评估值（万美元）	评估值变动金额（万美元）	评估值变动比率	敏感系数
10%	576,801.06	68,212.42	13.41%	1.34

5%	542,621.76	34,033.11	6.69%	1.34
0%	508,588.65	-		-
-5%	474,564.84	-34,023.80	-6.69%	1.34
-10%	440,384.46	-68,204.19	-13.41%	1.34

当每年营业收入分别上升 5%、10% 将导致标的资产评估值分别增加 6.69%、13.41%；营业收入分别下降 5%、10% 将导致标的资产估值分别减少 6.69%、13.41%，评估值对营业收入敏感系数在 1.34 左右，营业收入变动与评估值正向同比变动。

2、毛利率变动对标的公司评估值影响的敏感性分析如下：

毛利率变动比率	评估值(万美元)	评估值变动金额(万美元)	评估值变动比率	敏感系数
10%	510,592.83	2,004.19	0.39%	0.04
5%	509,590.74	1,002.09	0.20%	0.04
0%	508,588.65	-		-
-5%	507,586.55	-1,002.09	-0.20%	0.04
-10%	506,584.46	-2,004.19	-0.39%	0.04

当每年毛利率分别上升 5%、10% 将导致标的资产评估值分别增加 0.20%、0.39%；毛利率分别下降 5%、10% 将导致标的资产估值分别减少 0.20%、0.39%，评估值对毛利率敏感系数在 0.04 左右，毛利率变动与评估值正向同比变动。

3、期间费用变动对标的公司评估值影响的敏感性分析如下：

期间费用占收入比变动比率	评估值(万美元)	评估值变动金额(万美元)	评估值变动比率	敏感系数
10%	418,668.95	-89,919.70	-17.68%	-1.77
5%	463,628.80	-44,959.85	-8.84%	-1.77
0%	508,588.65	-		-
-5%	553,548.50	44,959.85	8.84%	-1.77
-10%	598,508.35	89,919.70	17.68%	-1.77

当每年期间费用占收入比分别上升 5%、10% 将导致标的资产评估值分别减少 8.84%、17.68%；期间费用占收入分别下降 5%、10% 将导致标的资产估值分别增加 8.84%、17.68%，评估值对毛利率敏感系数在-1.77 左右，毛利率变动与评估值反向同比变动。

4、折现率变动对评估值影响的敏感性分析如下：

折现率变动比率	评估值(万美元)	评估值变动金额(万美元)	评估值变动比率	敏感系数
10%	464,242.94	-44,345.71	-8.72%	-0.87
5%	485,306.66	-23,281.99	-4.58%	-0.92
0%	508,588.65	-		-
-5%	534,414.75	25,826.10	5.08%	-1.02
-10%	563,194.22	54,605.57	10.74%	-1.07

通过上述比较分析，在其他因素不变的情况下，折现率分别上升 5%、10% 将导致标的资产评估值分别下降 4.58%、8.72%；折现率分别下降 5%、10% 将导致标的资产评估值分别增加 5.08%、10.74%，评估值对折现率的敏感系数在-1 左右，折现率与评估值反向同比变动。

（三）中介机构核查意见

评估师核查意见：结合 Alpha 目前实际经营情况及管理层未来的合理规划，本次评估各项参数选取是合理的。

(本页无正文，为《北京中企华资产评估有限责任公司关于证监会<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书>(第 182030 号)及附件的回复说明》之盖章页)

北京中企华资产评估有限责任公司

2019 年 月 日