

PROF. DOTT. ANGELO PALMA

**PROFESSORE DI ECONOMIA AZIENDALE ALL'UNIVERSITA' CATTOLICA DI MILANO
DOTTORE COMMERCIALISTA E REVISORE LEGALE**

Riservato

Spettabile

K.R. Energy s.p.a.

via Verri, 8

20121 – Milano

*Alla cortese attenzione del Presidente del Consiglio
di Amministrazione di K.R. Energy s.p.a.*

Milano, 26 luglio 2017

**PARERE IN MERITO ALLA RAGIONEVOLEZZA DEL PROCESSO DI STIMA
DI SERI INDUSTRIAL S.P.A.**

In data 25.05.2017 l'assemblea di K.R. Energy S.p.A. (di seguito "KREnergy" o la "Società") ha deliberato un aumento del capitale sociale a pagamento in via inscindibile con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441 co. 4 primo periodo e co. 6 del Codice Civile, per un importo complessivo pari ad euro 190.269.499,68 comprensivo di sovrapprezzo, mediante emissione di azioni speciali prive di valore nominale riservate in sottoscrizione ai soci Industrial S.p.A. ("Industrial") e IMI Fondi Chiusi Sgr S.p.A. ("IMI Fondi Chiusi") e da liberarsi mediante conferimento in KREnergy delle partecipazioni rappresentanti l'intero capitale sociale di Seri Industrial S.p.A. ("Seri Industrial"). In data 29.06.2017 è stato stipulato l'atto di conferimento delle partecipazioni azionarie rappresentative del 100% del capitale sociale di Seri Industrial, con la sottoscrizione ed integrale liberazione da parte di Industrial e di IMI Fondi Chiusi dell'aumento di capitale in natura, deliberato dall'assemblea di KREnergy in data 25.05.2017.

Nell'ambito dell'operazione sopra descritta (di seguito, la "Operazione") gli amministratori di KREnergy hanno rappresentato allo scrivente che:

- a) in data 16.12.2016 è stata predisposta dal dott. Fiordiliso la "Determinazione del valore economico del capitale sociale di Seri Industrial S.p.A." ai sensi dell'art. 2343 *ter* cod. civ. Dalla perizia risulta che *"il valore della partecipazione detenuta da Industrial Spa e da Imi Fondi Chiusi Sgr Spa in Seri Industrial è almeno pari a 279,3 euro/mln"*;
- b) in data 24.03.2017 è stato effettuato un aggiornamento da parte del dott. Fiordiliso della "Determinazione del valore economico del capitale sociale di Seri Industrial S.p.A.". Dal documento aggiornato risulta che *"il valore della partecipazione detenuta da Industrial Spa e da Imi Fondi Chiusi Sgr Spa in Seri Industrial è almeno pari a 294,1 euro/mln"*;
- c) in data 12.04.2017 è stata predisposta da parte di EnVent S.p.A. ("EnVent") la "Relazione di stima del rapporto di scambio fra le azioni di K.R. Energy S.p.A. e SERI Industrial S.p.A." (di seguito "Relazione EnVent" o "Relazione"). Nella Relazione EnVent ha rappresentato che un valore di 190,3 euro/mln *"rappresenta un riferimento di equilibrio all'interno dell'intervallo [di valori] indicato e [...] congruo per l'Operazione"* di conferimento della totalità delle azioni di Seri Industrial;
- d) l'Operazione, essendo funzionale alla riorganizzazione societaria del gruppo KREnergy e tra parti correlate, verrà qualificata ai fini contabili come un'operazione di "Reverse Merger". La partecipazione in Seri Industrial verrà, dunque, conferita in continuità rispetto ai valori di iscrizione nel bilancio dei soci conferenti e verrà iscritta nel bilancio d'esercizio di KREnergy per un ammontare complessivo pari a euro 65.311.362,04.

Nel contesto delineato, in relazione alla dichiarazione che gli amministratori di KREnergy sono tenuti a presentare, ai sensi dell'art. 2343-*quater* del Codice Civile¹, il

¹ Ai sensi del quarto comma dell'art. 2343-*quater* la dichiarazione degli amministratori deve contenere le seguenti informazioni:

- a) *"la descrizione dei beni [...] conferiti per i quali non si è fatto luogo alla relazione di cui all'art. 2343, primo comma;*
- b) *il valore ad essi attribuito, la fonte di tale valutazione e, se del caso, il metodo di valutazione;*

Presidente del Consiglio di Amministrazione ha incaricato lo scrivente prof. Angelo Palma di predisporre un parere ("Parere"), a supporto delle autonome decisioni degli amministratori di KREnergy, avente per oggetto la verifica del processo di stima condotto da EnVent e dei valori risultanti da tale processo, limitatamente a SERI Industrial. Il Parere dovrà essere sviluppato assumendo, per le ragioni di seguito illustrate, quale fonte della valutazione la "Relazione di stima del rapporto di scambio fra le azioni di K.R. Energy S.p.A. e SERI Industrial S.p.A."

1. La documentazione esaminata

Ai fini dello svolgimento dell'incarico, lo scrivente si è basato sulle seguenti informazioni:

1. i Bilanci d'esercizio di Seri Industrial al 31 dicembre 2014, 2015 e 2016;
2. i Bilanci consolidati di Seri Industrial al 31 dicembre 2014, 2015 e 2016;
3. i Bilanci d'esercizio delle società controllate di Seri Industrial al 31 dicembre 2014, 2015 e 2016;
4. la documentazione relativa agli *impairment test* ai fini del bilancio separato e del bilancio consolidato di Seri Industrial al 31 dicembre 2016;
5. l'Information Memorandum e il Business Plan consolidato 2016-2020 di Seri Industrial;
6. le situazioni economico patrimoniali al 30.06.2017 non ancora approvate dai relativi organi sociali di FIB Srl, ICS srl e di Seri Plast Srl;
7. la Relazione di stima di Seri Industrial ex art 2343-ter cod. civ. redatta dal prof. Fabrizio Fiordiliso in data 12 dicembre 2016;
8. l'aggiornamento della Relazione di stima di Seri Industrial ex art. 2343-ter cod. civ. predisposto dal prof. Fabrizio Fiordiliso in data 24 marzo 2017;
9. l'Accordo Quadro sottoscritto tra Industrial S.p.A., IMI Fondi Chiusi SGR S.p.A. e KREnergy in data 21 aprile 2017;

-
- c) *la dichiarazione che tale valore è almeno pari a quello loro attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo;*
 - d) *la dichiarazione che non sono intervenuti fatti eccezionali o rilevanti che incidono sulla valutazione di cui alla lettera b);*
 - e) *la dichiarazione di idoneità dei requisiti di professionalità e indipendenza dell'esperto di cui all'art. 2343-ter, secondo comma, lettera b)".*

10. il Memorandum avente per oggetto "Disciplina tributaria del conferimento in natura ricevuto da K.R. Energy S.p.A." predisposto dallo Studio Legale Clifford Chance in data 18 aprile 2017;
11. il Report "Red Flag" redatto dallo Studio Legale Gianni Origoni Grippo Cappelli & Partners in data 11 aprile 2017, ad esito della Due Diligence legale svolta con riguardo alle società italiane del gruppo Seri Industrial;
12. l'Independent Business Review svolta sul piano industriale del gruppo Seri Industrial e sul piano combinato di Seri Industrial e KREnergy predisposta da EY S.p.A. nel mese di marzo 2017;
13. la Relazione di stima del valore di KREnergy, con la relativa Presentazione di dettaglio, predisposta da EY S.p.A. in data 5 aprile 2017;
14. la Relazione di stima del rapporto di scambio fra le azioni di K.R. Energy e Seri Industrial emessa da EnVent in data 12 aprile 2017;
15. il Documento informativo del 20 aprile 2017 relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate (redatto ai sensi dall'articolo 5, Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato), predisposto da KREnergy e inerente all'"Accordo quadro e aumento di capitale sociale di K.R. Energy S.p.A. con esclusione del diritto d'opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, codice civile, da liberarsi tramite il conferimento da parte di Industrial S.p.A. e IMI Fondi Chiusi SGR S.p.A. delle rispettive partecipazioni in Seri Industrial S.p.A.";
16. il Parere del Comitato Parti Correlate di KREnergy ai sensi dell'art. 8 del regolamento adottato dalla Consob predisposto in data 12 aprile 2017;
17. la Relazione illustrativa predisposta dal C.d.A. di KREnergy in data 13 aprile 2017, ai sensi dell'art. 2441, commi 4 e 6, del codice civile e degli artt. 70 e 72 del Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999;
18. la Relazione della Società di Revisione sul prezzo di emissione delle azioni relative all'aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, commi 4 (primo periodo) e 6, cod. civ., e dell'art. 158, comma 1, TUF, predisposta da BDO Italia S.p.A. in data 4 maggio 2017;
19. il verbale dell'assemblea ordinaria di KREnergy del 25 maggio 2017;

20. l'atto di sottoscrizione di aumento di capitale sociale di KREnergy con conferimento in natura di azioni Seri Industrial del 29 giugno 2017.

Nel concreto svolgimento dell'incarico sono stati, inoltre, considerati dati di mercato e informazioni pubblicamente disponibili sino alla data di rilascio del presente Parere.

2. La finalità del Parere, la fonte della valutazione e i relativi metodi

Nell'ambito dell'Operazione, il Consiglio di Amministrazione di KREnergy, a esito degli elementi emersi dall'esame: a) delle attività svolte da EY sul piano industriale di Seri Industrial; b) delle valutazioni svolte da EnVent; c) delle negoziazioni avvenute tra le parti, ha attribuito a Seri Industrial un valore di euro 190.269.499,68. In ottica prudenziale gli amministratori di KREnergy hanno assunto, ai fini della definizione dell'ammontare dell'aumento di capitale a pagamento in oggetto, un valore economico di Seri Industrial:

- a) inferiore a quello risultante dalla perizia di conferimento ex. art 2343 *ter* aggiornata dal prof. Fiordiliso in data 24.03.2017;
- b) compreso nell'intervallo di valori risultante dalla "Relazione di stima del rapporto di scambio fra le azioni di K.R. Energy Spa e SERI Industrial Spa" predisposta da EnVent in data 12.04.2017.

Nel contesto delineato, in relazione alla dichiarazione che gli amministratori di KREnergy sono tenuti a presentare ai sensi dell'art 2343-*quater*, è stato richiesto allo scrivente un Parere avente per oggetto l'esame del processo di stima del valore di Seri Industrial e dei risultati discesi da tale processo. L'obiettivo del presente Parere, ordinato a fornire al Consiglio di Amministrazione di KREnergy riferimenti ed elementi informativi utili in tale prospettiva, non è, dunque, la stima del valore di Seri Industrial, bensì la verifica della ragionevolezza del percorso valutativo sviluppato nella Relazione EnVent e del risultato disceso da tale processo.

Al riguardo, lo scrivente rileva anzitutto che il bene oggetto del conferimento è rappresentato dalla partecipazione pari al 100% del capitale sociale di Seri Industrial. Il

valore attribuito al bene dal Consiglio di Amministrazione ai fini dell'operazione di aumento del capitale è pari a 190,3 euro/mln.

Tale valore si colloca nell'intervallo di valori 158,2 euro/mln - 222,6 euro/mln determinato da EnVent: si tratta di valori qualificati da EnVent come "*valore in atto / intrinseco*", secondo la definizione di valore fornita dai Principi Italiani di Valutazione emessi nel 2015 dall'Organismo italiano di Valutazione ("PIV"),.

Tale valore differisce da quello attribuito a Seri Industrial dall'esperto indipendente che ha predisposto la relazione di stima ex art. 2343-ter in quanto si basa su grandezze giudicate normali, in funzione degli andamenti storici e di settore. Nella propria relazione EnVent riferisce che il valore individuato dall'esperto indipendente si basava "*su un piano industriale con crescita obiettivo e su un investimento che deve essere ancora in larga parte sviluppato (progetto litio)*" (cfr. Relazione EnVent pag. 9).

Secondo la definizione dei PIV "*il valore intrinseco esprime l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi*" (PIV., § 1.6.8.). I PIV precisano che in un mercato razionale "*... operante in modo ordinato e in condizioni di trasparenza informativa (cioè efficiente in senso fondamentale) il valore intrinseco dovrebbe essere riflesso nei prezzi, e dunque nel valore di mercato*"².

Tenuto conto delle osservazioni esposte nella Relazione EnVent, il processo di stima di Seri Industrial definito da EnVent può, dunque, essere considerato espressivo di valori assoluti. La Relazione EnVent è stata, di conseguenza, utilizzata, in aderenza al mandato conferito allo scrivente, quale fonte della valutazione.

² In merito, i PIV precisano che: a) "*il valore intrinseco ... è frutto dell'analisi fondamentale poiché .. richiede la stima di benefici economici e ... l'apprezzamento del quadro di rischio ad essi associato*"; b) "*il valore intrinseco riflette la realtà operativa dell'azienda .. nelle sue condizioni correnti*"; c) "*il valore intrinseco è funzione della capacità di reddito corrente dell'azienda ... e delle opportunità di crescita concretamente realizzabili sulla base delle azioni o progetti in cui l'impresa si è già impegnata*" (PIV, § 1.6.8).

Infine, con riferimento ai metodi di valutazione, la stima del valore intrinseco di Seri Industrial è stata sviluppata da EnVent adottando il metodo *discounted cash flow* nella versione *unlevered* (“DCF *unlevered*”) e il metodo dei multipli di mercato.

3. Le ipotesi e le limitazioni

Il presente Parere, non previsto sul piano normativo³, costituisce un elemento a supporto del processo decisionale del Consiglio di Amministrazione di KREnergy. Esso riassume, nei lineamenti essenziali, il percorso metodologico, le principali scelte di ordine tecnico e le modalità di calcolo dei parametri utilizzati nello svolgimento del processo valutativo di SERI Industrial operato da EnVent.

Nella predisposizione del presente Parere lo scrivente ha fatto pieno affidamento, senza effettuare alcuna verifica indipendente, sulla veridicità, accuratezza e completezza dei dati e delle informazioni forniti dalla Società. Nello specifico, non ho eseguito alcun riscontro sulla correttezza e completezza dei bilanci di Seri Industrial e non ho svolto indagini e approfondimenti sulle proiezioni riflesse nel piano economico della predetta società. Inoltre nessuna verifica è stata effettuata sulla perizia del prof. Fiordiliso e sull'aggiornamento della medesima.

Lo scrivente ha assunto che:

- a) la valutazione delle attività e delle passività siano congrue;
 - b) le previsioni di cash flow operativi ricevute da Seri Industrial siano ragionevoli.
- In particolare, ha supposto che, in relazione alle previsioni economiche e finanziarie fornite da Seri Industrial, le stesse siano state predisposte sulla base di

³ Nella circolare n. 19/2011 Assonime rileva che: “*anche in ordine alla perizia dell’esperto indipendente, il compito degli amministratori si dovrebbe incentrare sulla verifica dell’esatta applicazione del criterio [di valutazione]. Questo comporta che gli amministratori saranno tenuti a controllare: che la perizia abbia il contenuto minimo richiesto dalla legge, che essa sia espressa da un perito indipendente e dotato di adeguata professionalità, che i criteri di valutazione adottati siano quelli generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto di conferimento. Non sembra invece che rientri tra i compiti degli amministratori quello di effettuare una verifica di merito sul contenuto della stima. Tale soluzione, come detto, non è prevista dalle norme in esame e sarebbe contraria alla ratio di semplificazione che ispira l’intera normativa. Essa inoltre imporrebbe agli amministratori un compito che esula dalle loro competenze.*” (Assonime, La nuova disciplina dei conferimenti di beni in natura e crediti, Rivista delle Società, 2011, pag. 986).

ipotesi che riflettono le migliori stime ed i migliori giudizi ad oggi disponibili concernenti i risultati attesi.

Considerata la natura dell'incarico, la responsabilità inerente alla qualità e alla correttezza dei dati e delle informazioni non compete allo scrivente.

Il Parere si esprime unicamente riguardo alla ragionevolezza del processo di stima del valore di Seri Industrial condotto da EnVent e dei risultati derivanti da tale processo ed è fornito a beneficio esclusivo del Consiglio di Amministrazione di KREnergy per la finalità sopra illustrata. Il Parere non potrà pertanto essere utilizzato per scopi diversi, quali valutazioni finalizzate a determinazioni di bilancio, ovvero operazioni societarie di diverso tipo (fusioni o conferimenti, ecc.), posto che in tali circostanze i principi di fondo ed i criteri applicativi da adottare potrebbero risultare diversi.

Fatti salvi i casi in cui ciò sia espressamente richiesto da leggi o regolamenti, ovvero oggetto di specifica richiesta da parte di un'autorità competente, il presente Parere non potrà essere riprodotto o consegnato a terzi senza il preventivo consenso dello scrivente.

4. Breve profilo di Seri Industrial

Seri Industrial è una società a capo di un gruppo integrato nella filiera degli accumulatori elettrici, composto dalle cinque seguenti società controllate direttamente: SERI Plant Division S.r.l., SERI Plast S.r.l., Industrie Composizioni Stampati (ICS) S.r.l., FIB S.r.l. e Repiombo S.r.l. Unitamente alle sue controllate, Seri Industrial è caratterizzata da un *business model* che le consente di presidiare tutto il ciclo di vita delle batterie, gestendo le seguenti attività:

- progettazione e costruzione di impianti completi o parte di essi per la produzione di piombo secondario recuperato da batterie esauste (linea di business "Impianti" – SERI Plant Division);
- produzione di copolimero di polipropilene rigenerato (da scarti rinvenienti principalmente da batterie esauste) e di compound speciali (linea di business "Recupero e riciclo materiale plastico" – SERI Plast);

- produzione, mediante stampaggio, di cassette, coperchi ed accessori in plastica per la produzione di batterie per uso automotive e industriale (linea di business “Cassette per batterie” – ICS);
- recupero e smaltimento di batterie esauste (linea di business “Smelter” – Repiombo);
- produzione di accumulatori elettrici al piombo o al litio per uso automotive, industriale e storage (linea di business “Accumulatori elettrici” – FIB).

4.1. Il business model di Seri Industrial

Si provvede a descrivere di seguito le Società attraverso cui il gruppo Seri Industrial pone in atto il suo *business model*, basato sull'integrazione verticale del ciclo di vita delle batterie.

4.1.1. SERI Plant Division S.r.l.

SERI Plant Division opera attraverso uno stabilimento sito in Alife (Caserta), progettando e costruendo su commessa impianti “chiavi in mano” per la produzione di piombo secondario recuperato da batterie esauste, fornendo anche servizi di formazione del personale, di manutenzione programmata e straordinaria. Si riportano di seguito i principali dati economici della società relativi all'ultimo triennio:

<i>Euro milioni</i>	2014	%	2015	%	2016	%
Ricavi	10,4	100,0%	10,1	100,0%	1,1	100,0%
Ebitda	2,7	26,0%	2,6	25,7%	-0,7	-63,6%
Ebit	2,3	22,1%	0,2	2,0%	-0,8	-72,7%
Risultato netto	-0,6	-5,8%	0,1	1,0%	-2,0	-181,8%

Il 2016 ha rappresentato per la società un anno interlocutorio, dedicato all'avvio dei nuovi impianti realizzati nel 2015; l'andamento del fatturato è stato inoltre influenzato negativamente dalla dinamica del prezzo del piombo, che ha raggiunto i minimi storici.

4.1.2. SERI Plast S.r.l.

SERI Plast è una società che produce polipropilene copolimero, ottenuto da batterie al piombo esauste e utilizzato per lo stampaggio di monoblocchi e coperchi per batterie. Lo stabilimento utilizzato dalla società è il medesimo di SERI Plant Division. Le performance economiche di SERI Plast nell'ultimo triennio sono rappresentate di seguito:

<i>Euro milioni</i>	2014	%	2015	%	2016	%
Ricavi	16,4	100,0%	20,0	100,0%	20,2	100,0%
Ebitda	3,4	20,7%	4,1	20,5%	3,9	19,3%
Ebit	2,9	17,7%	3,5	17,5%	3,5	17,3%
Risultato netto	1,8	11,0%	2,3	11,5%	2,2	10,9%

Nel corso del 2016, la Società ha incrementato i volumi di vendita, ma è stata penalizzata dal basso prezzo delle materie prime, a cui è connesso il prezzo di vendita sul mercato.

4.1.3. Industrie Composizioni Stampati (ICS) S.r.l.

ICS opera nella produzione di cassette in materiale plastico per batterie da avviamento (destinate ad automobili e camion) e industriali (per applicazioni storage e trazione). La società è attiva tramite quattro stabilimenti, situati rispettivamente a Canonica d'Adda, Avellino, Arras e Peronne (Francia). I principali aggregati economici della società relativi al triennio 2014 - 2016 sono rappresentati di seguito:

<i>Euro milioni</i>	2014	%	2015	%	2016	%
Ricavi	43,8	100,0%	53,2	100,0%	41,1	100,0%
Ebitda	3,5	8,0%	5,4	10,2%	3,4	8,3%
Ebit	2,7	6,2%	3,6	6,8%	1,6	3,9%
Risultato netto	0,1	0,2%	1,4	2,6%	0,2	0,5%

La contrazione registrata dal fatturato nel 2016 è dovuta: i) alla riduzione dei prezzi delle materie prime, a cui è collegato il prezzo di vendita dei prodotti sul mercato e ii) dalla scelta di riorganizzare il parco clienti, escludendo quelli caratterizzati da margini eccessivamente ridotti. Nel corso del 2016, è stato inoltre ultimato il trasferimento di un'unità produttiva spagnola in Italia, che ha richiesto un notevole dispendio di tempi e risorse per le connesse certificazioni ed omologazioni, comportando la perdita di volumi di vendita a favore dei competitor. A partire dall'ultimo trimestre 2016, la produzione e le vendite sono tornate su valori obiettivo, sia in termini di prezzo che di volumi contrattualizzati.

4.1.4. FIB S.r.l.

FIB produce batterie da avviamento e industriali con marchio FAAM e tecnologia a piombo, presso i siti produttivi di Monterubbiano (Fermo), Monte Sant'Angelo (Foggia),

Nusco (Avellino) e Yixing (Cina). I risultati economici della società per il triennio 2014-2016 sono riportati di seguito:

<i>Euro milioni</i>	2014	%	2015	%	2016	%
Ricavi	25,5	100,0%	32,5	100,0%	37,9	100,0%
Ebitda	-0,4	-1,6%	1,1	3,4%	6,5	17,2%
Ebit	-0,8	-3,1%	0,7	2,2%	6,4	16,9%
Risultato netto	-1,2	-4,7%	-0,1	-0,3%	4,4	11,6%

La crescita registrata dai ricavi e dai margini nel periodo considerato è dovuta agli effetti della ristrutturazione aziendale operata, che ha visto, tra l'altro, l'avvio di nuovi stabilimenti e la dismissione di attività *non core*. Nel corso del 2016 FIB ha intrapreso lo sviluppo del business Litio, a seguito dell'acquisizione della società Lithops Srl, che prevede la realizzazione del primo impianto italiano per la produzione di batterie al litio per applicazioni storage e trazioni.

4.1.5. Repiombo S.r.l.

Repiombo è la società destinata alla produzione di piombo secondario recuperato da batterie esauste, all'interno di uno stabilimento in fase di ultimazione, sito nel comune di Calitri (Avellino). Considerato che la società ha recentemente avviato la sua attività, non si dispone dei relativi dati economici storici.

4.2. L'assetto patrimoniale-finanziario e l'andamento economico consolidato di Seri Industrial al 31.12.2016

Lo stato patrimoniale riclassificato del Gruppo Seri Industrial al 31.12.2016 è riportato nella tabella seguente.

TABELLA 1 - *Stato patrimoniale consolidato riclassificato al 31.12.2016 di Seri Industrial*

ATTIVO (Valori in Euro)	31.12.2016
Immobilizzazioni immateriali	4.513.369
Avviamento	54.338.642
Immobilizzazioni materiali	21.630.268
Investimenti finanziari	886.000
Altre attività non correnti	317.833
Attività per imposte anticipate	352.539
Totale attività non correnti	82.038.651

Rimanenze	27.307.272
Crediti commerciali	26.580.759
Crediti verso parti correlate	8.348.476
Crediti tributari	1.961.002
Altre attività correnti	1.731.238
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	3.371.403
Totale attività correnti	69.300.150
TOTALE ATTIVITA'	151.338.801
PASSIVO	31.12.2016
Totale patrimonio netto di Gruppo	81.518.188
Totale patrimonio netto di Terzi	177.491
TOTALE PATRIMONIO NETTO	81.695.679
Debiti verso banche ed altri finanziatori	1.223.825
Fondi per rischi e oneri	365.174
TFR e altri benefici ai dipendenti	3.058.904
Imposte differite	1.109.630
Altre passività non correnti	397.255
Totale passività non correnti	6.154.788
Debiti verso fornitori e altri debiti	21.032.795
Debiti verso parti correlate	12.824.273
Debiti tributari e previdenziali	4.885.077
Debiti verso banche ed altri finanziatori	24.576.622
Strumenti derivati	84.437
Altre passività correnti	85.130
Totale passività correnti	63.488.334
TOTALE PASSIVITA' E PATRIMONIO NETTO	151.338.801

La posizione finanziaria netta consolidata al 31.12.2016 evidenzia un indebitamento pari a 24.794 euro/mgl, in aumento rispetto ai 18.383 euro/mgl registrati al 31.12.2015, in conseguenza degli investimenti realizzati e delle necessità di finanziamento del capitale circolante di FIB manifestatesi nel corso dell'esercizio 2016.

I risultati economici consolidati conseguiti da Seri Industrial nell'esercizio 2016 sono illustrati nella tabella riportata di seguito.

TABELLA 2 - *Conto economico consolidato riclassificato di Seri Industrial al 31.12.2016*

<i>(Valori in euro)</i>	31.12.2016	%
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	101.891.834	100,00%

Altri ricavi e proventi	5.048.307	4,95%
Variatz. riman. di prodotti in corso di lav., semilav. e finiti	3.499.861	3,43%
Costi per acquisti	-79.431.816	-77,96%
Costo del personale	-16.165.696	-15,87%
Altri costi operativi	-334.437	-0,33%
MARGINE OPERATIVO LORDO	14.508.053	14,24%
Ammortamenti e svalutazioni	-7.520.957	-7,38%
RISULTATO OPERATIVO	6.987.096	6,86%
Totale proventi e oneri finanziari	-2.120.228	-2,08%
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	4.866.868	4,78%
Imposte sul reddito dell'esercizio	-3.078.331	-3,02%
UTILE (PERDITA) DELL'ESERCIZIO	1.788.537	1,76%
RISULTATO DI PERTINENZA DELLE MINORANZE	173.491	0,17%
RISULTATO DI GRUPPO	1.615.046	1,59%

4.3. Il Piano economico di Seri Industrial

Il Consiglio di Amministrazione di Seri Industrial ha predisposto il piano economico pluriennale (il "Piano") "aggregando" due piani economici distinti, il primo relativo al business corrente di Seri Industrial ("Piano business corrente"), il secondo relativo al business litio in fase di start up ("Piano business litio"). Il piano economico aggregato per il periodo 2017 - 2020 è riportato di seguito.

TABELLA 3 - Gruppo Seri Industrial - Piano economico 2017 - 2020

(Valori in Euro milioni)	2017	2018	2019	2020
Ricavi aggregati	169,5	227,9	321,6	358,0
Gross margin	74,0	100,8	152,4	171,4
<i>Gross margin ratio</i>	<i>51%</i>	<i>50%</i>	<i>52%</i>	<i>52%</i>
Contribution margin	53,1	75,6	120,6	137,6
EBITDA	25,8	42,6	75,1	88,3
<i>Ebitda Ratio</i>	<i>18%</i>	<i>21%</i>	<i>25%</i>	<i>27%</i>
EBIT	20,2	35,4	63,1	73,4
Gestione finanziaria e straordinaria	-4,5	-4,5	-5,4	-5,4
EBT	15,7	30,9	57,7	68,1
Imposte	-5,5	-9,9	-18,0	-21,0
Risultato netto	10,2	21,1	40,0	47,2

Di seguito sono riportate le grandezze principali del Piano business corrente e del Piano business litio.

TABELLA 4 - Gruppo Seri Industrial - Piano business corrente 2017 - 2020

(Valori in Euro milioni)	2017	2018	2019	2020
Ricavi aggregati	169,3	191,3	212,3	212,3
EBITDA	25,9	31,4	35,9	35,9
Risultato netto	10,7	14,6	17,8	18,1

TABELLA 5 - Gruppo Seri Industrial - Piano business litio 2017 - 2020

(Valori in Euro milioni)	2017	2018	2019	2020
Ricavi aggregati	0,2	36,6	109,3	145,7
EBITDA	-0,1	11,3	39,3	52,3
Risultato netto	-0,5	6,5	22,2	29,2

5. I profili valutativi di Seri Industrial

Come riferito nel § 2., la stima del valore di Seri Industrial è stata condotta da EnVent sviluppando le seguenti metodologie di valutazione:

- a) il metodo *discounted cash flow* nella versione *unlevered*;
- b) il metodo dei multipli di mercato.

5.1 Metodo *discounted cash flow*

Il metodo DCF *unlevered* conduce a stimare il valore del capitale di una società in funzione dei flussi di cassa operativi attesi. Nella sua comune formulazione *asset side* (o *unlevered*), il metodo DCF prevede che il valore economico (“W” o “*Equity Value*”) sia determinato attraverso la somma algebrica di due componenti:

- 1) il valore attribuibile al complesso delle attività dell’impresa (“*Enterprise Value*”);
- 2) il valore della posizione finanziaria netta (“PFN”).

In presenza di previsioni economiche di medio termine, come nella fattispecie, l’*Enterprise Value* è pari alla somma fra il valore attuale dei flussi riferiti alla gestione operativa (“flussi *unlevered*”) attesi lungo il periodo di previsione esplicita e quello del cd. “valore terminale”. L’algoritmo di calcolo è il seguente:

$$EV = (FCFO)_v + (VT)_v$$

in cui si ha:

(FCFO)_v = Valore attuale dei flussi di cassa operativi, al netto delle imposte, nel periodo di previsione esplicita (2017-2020);

(VT)_v = Valore terminale, determinato capitalizzando all'infinito il flusso di cassa operativo normalizzato, incrementato di un tasso di crescita perpetua "g", ad un saggio pari al costo medio ponderato del capitale.

Come già osservato al paragrafo precedente, il Consiglio di Amministrazione di Seri Industrial ha predisposto il piano economico pluriennale "aggregando" il Piano business corrente e il Piano business litio. La società EnVent ha determinato il valore economico di Seri Industrial valutando, secondo un approccio *Sum of the Parts* (SOP), i due business in via autonoma (secondo il metodo DCF) e sottraendo la posizione finanziaria netta sulla base della seguente formula:

$$W = EV \text{ business corrente} + EV \text{ business litio} - PFN$$

Per la stima dell'EV "business corrente" EnVent: a) ha assunto i flussi di cassa operativi attesi come da Piano business corrente; b) ha determinato il valore terminale capitalizzando, secondo la formula della rendita perpetua, il flusso di cassa operativo normalizzato ("FCFO") incrementato di un tasso di crescita perpetua "g" in misura pari al 2,0%. Il FCFO è stato determinato applicando alle vendite attese per l'ultimo anno del piano un EBIT margin nella misura del 12% (pari alla media degli EBIT margin di Seri Industrial nel periodo 2015-2020).

I flussi di cassa operativi, al netto delle imposte, sono stati attualizzati utilizzando un tasso di sconto pari all'11,7%, determinato sulla base dell'analisi del costo medio ponderato del capitale ("WACC") di società produttrici di accumulatori elettrici quotate in mercati finanziari. Il medesimo tasso è stato adottato anche per la capitalizzazione del FCFO ai fini della determinazione del valore terminale.

L'*enterprise value* del "business corrente", determinato considerando i "parametri base" (WACC pari all'11,7% e tasso di crescita "g" del 2 %), è stato stimato da EnVent pari a 168,6 €/mln, all'interno dell'intervallo compreso tra 157,0 euro/mln e 183,0 euro/mln.

Per la stima dell'EV "business litio" EnVent: a) ha assunto i flussi di cassa operativi attesi come da Piano business litio; b) ha determinato il valore terminale capitalizzando, secondo la formula della rendita perpetua, il flusso di cassa operativo normalizzato incrementato di un tasso di crescita perpetua "g" in misura pari al 3,0%. Il FCFO è stato determinato applicando alle vendite attese per l'ultimo anno del Piano business litio un EBIT margin pari al 14% (*"in linea con l'Ebit margin delle principali società del settore e con i livelli di marginalità riscontrabili nel medio/lungo periodo in settori industriali a elevato valore aggiunto"*).

I flussi di cassa operativi, al netto delle imposte, ed il valore terminale sono stati attualizzati utilizzando un tasso di sconto pari all'11,7%. Il medesimo tasso è stato adottato anche per la capitalizzazione del FCFO ai fini della determinazione del valore terminale.

L'*enterprise value* del "business litio", determinato considerando i "parametri base" (WACC pari all'11,7% e tasso di crescita "g" del 3%), è stato stimato da EnVent pari a 51,5 euro/mln, all'interno dell'intervallo compreso tra 41,4 euro /mln. e 64,4 euro /mln.

Il valore economico di Seri Industrial risultante dalla somma dell'EV business corrente e dell'EV business litio, al netto della posizione finanziaria netta al 31.12.2016 pari a 24,8 euro/mln, è stato complessivamente stimato da EnVent pari a 195,4 euro/mln. L'intervallo di valori economici di Seri Industrial individuato da EnVent applicando la metodologia DCF è risultato compreso tra 158,2 euro/mln e 222,6 euro/mln. Il valore minimo dell'intervallo è pari al valore massimo stimato con il metodo DCF relativo al solo business corrente (il valore economico del business litio è stato assunto implicitamente pari a zero). Viceversa, il valore massimo dell'intervallo è pari alla somma del valore massimo stimato per il business corrente e del valore massimo stimato per il business litio.

5.2 Metodo dei multipli di mercato

L'applicazione del metodo dei multipli di mercato richiede: (i) la definizione del campione di società comparabili; (ii) la scelta del multiplo o dei multipli ritenuti più significativi e la loro determinazione; (iii) il calcolo del valore economico di Seri Industrial oggetto di stima sulla base dei multipli calcolati.

La società EnVent ha operato come segue:

- a) ha utilizzato, per quanto attiene al campione, il seguente gruppo di società comparabili: Exide Industries, Enersys, GS Yuasa Co, Amara Raja Batteries Ltd, Furukawa Battery Co. Ltd, Sebang Global Battery Co. Ltd, Johnson Controls International e Samsung SDI Co.;
- b) ha privilegiato, in ordine al multiplo di mercato, il riferimento al multiplo EV/EBITDA;
- c) ha rettificato il multiplo EV/EBITDA del 15% per tener conto della minor liquidabilità di Seri Industrial rispetto alle società facenti parte del campione;
- d) ha determinato il valore minimo di Seri Industrial moltiplicando l'Ebitda atteso per il 2017 per il multiplo medio di mercato EV/Ebitda 2017 e sottraendo i capex attesi per lo stesso anno e la posizione finanziaria netta al 31.12.2016;
- e) ha determinato il valore massimo di Seri Industrial moltiplicando l'Ebitda atteso per il 2018 per il multiplo medio di mercato EV/Ebitda 2018 e sottraendo i capex attesi per il periodo 2017-2018 e la posizione finanziaria netta al 31.12.2016.

Applicando il metodo dei multipli di mercato secondo le logiche sopra illustrate, Envent ha individuato un intervallo di valori di Seri Industrial compreso tra 186,2 euro/mln e 240,0 euro/mln.

5.3 Il valore economico di Seri Industrial

A esito del percorso valutativo EnVent ha assunto l'intervallo di valori economici individuato secondo il metodo DCF (158,2 euro/mln – 222,6 euro/mln) come valori di riferimento di Seri Industrial per il calcolo del rapporto di scambio. I valori economici dell'intervallo - pur essendo impiegati come valori di riferimento per la stima del rapporto di scambio – esprimono nell'ambito della Relazione EnVent, per le ragioni illustrate al precedente paragrafo 2, il valore intrinseco di Seri Industrial.

6. Le verifiche effettuate

Allo scrivente è stato richiesto, come sopra già osservato, di verificare la ragionevolezza del processo di stima del valore di Seri Industrial condotto da EnVent e dei valori ottenuti. Al proposito, lo scrivente ha operato come segue:

- a) ha esaminato la documentazione riportata nel § 1;
- b) ha discusso con i responsabili di EnVent il lavoro dagli stessi svolto per individuare l'intervallo di valori attribuito a Seri Industrial;
- c) ha verificato che le metodologie valutative adottate fossero idonee a determinare il valore economico di Seri Industrial;
- d) ha verificato la ragionevolezza e la coerenza dei parametri impiegati nello sviluppo del modello valutativo;
- e) ha ripercorso in via autonoma il processo valutativo per verificare la correttezza dei calcoli;
- f) ha svolto l'analisi di sensitività delle stime effettuate da EnVent, al variare dei principali parametri.

Per quanto concerne la stima del valore economico di Seri Industrial effettuata secondo il metodo DCF *unlevered*, si osserva quanto segue:

- a) il metodo DCF *unlevered* è accreditato in dottrina; esso, inoltre, costituisce oggetto di diffuso impiego nella prassi professionale;
- b) il piano economico alla base dello sviluppo del modello valutativo è stato redatto dagli amministratori di Seri Industrial;
- c) l'orizzonte temporale di proiezione dei flussi di cassa operativi in funzione dei quali è stimato il valore economico appare ragionevole;
- d) il calcolo del costo medio ponderato del capitale riflette, nella stima del costo del capitale azionario, del costo del debito e della struttura finanziaria, parametri e modalità di calcolo delle grandezze comunemente utilizzati nella prassi;
- e) il tasso di crescita è sostanzialmente allineato alle misure generalmente adottate nella prassi, tenuto conto delle prospettive di sviluppo del business delle batterie al litio;

- f) i valori terminali del business corrente e del business litio sono stati attualizzati per un periodo di cinque anni, ancorchè il periodo coperto dal piano (cd. periodo di previsione esplicita) sia riferito a quattro annualità (2017-2020).

Per quanto concerne la stima del valore economico di Seri Industrial secondo il metodo dei multipli di mercato, si osserva quanto segue:

- a) il metodo dei multipli di mercato è accreditato in dottrina; esso, inoltre, costituisce oggetto di diffuso impiego nella prassi professionale;
- b) il campione di comparabili considerato è composto dalle principali società quotate attive nella produzione di accumulatori elettrici;
- c) il multiplo EV/EBITDA è ampiamente usato nella prassi valutativa per stimare il valore economico delle aziende industriali;
- d) il valore economico di Seri Industrial è stato rettificato dell'ammontare degli investimenti previsti nel Piano economico e necessari per la realizzazione dell'Ebitda atteso per gli anni 2017 e 2018.

In conclusione, in ordine al processo valutativo sviluppato nella Relazione EnVent, lo scrivente osserva anzitutto che i metodi di valutazione ed i parametri adottati risultano adeguati e in linea con la prassi professionale.

Riguardo all'applicazione dei metodi di valutazione, richiamate le considerazioni espresse alla lett. f) del presente paragrafo, lo scrivente precisa che l'assunzione da parte di EnVent – secondo prassi – ai fini dell'attualizzazione del valore terminale, di un parametro coerente con la durata del piano, avrebbe condotto alla definizione di un intervallo di valori più elevato di circa il 10% (+9% circa dell'estremo inferiore dell'intervallo - +10% circa del valore massimo dell'intervallo).

Ciò precisato, lo scrivente rileva che il valore attribuito al bene oggetto del conferimento nell'ambito della operazione di aumento di capitale (pari a euro 190,3 euro/mln) ricade nell'intervallo rideterminato per tener conto di un periodo di attualizzazione del valore terminale coerente con la durata del piano.

7. Le principali difficoltà riscontrate nel corso delle verifiche effettuate

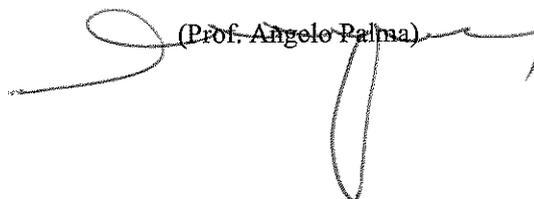
Le principali difficoltà riscontrate in sede di verifica del processo di stima del valore economico di Seri Industrial, peraltro già evidenziate nella Relazione EnVent sono di seguito riportate:

- a) il metodo DCF è stato sviluppato sulla base delle previsioni economiche e finanziarie elaborate dagli amministratori della Società per il periodo 2016-2020. I risultati di Seri Industrial 2016 a consuntivo sono stati inferiori rispetto a quelli previsti nel Piano: il fatturato è risultato pari a 105 euro/mln inferiore del 10% circa rispetto al Piano, mentre il margine operativo è stato pari a 14,5 euro/mln in calo di 1,4 euro/mln rispetto al Piano. Dette variazioni non sono state ritenute da EnVent di dimensioni tali da modificare la valutazione di Seri Industrial;
- b) il business litio è ancora in una fase di start up. Il piano economico del business litio predisposto dagli amministratori prevede: a) investimenti nel polo produttivo per importi rilevanti; b) una forte crescita dei ricavi nel periodo di piano; c) un miglioramento progressivo del margine operativo lordo. Nella stima dei valori effettuata da EnVent il valore del business litio incide per circa il 20% sul valore complessivo di Seri Industrial;
- c) i multipli di mercato sono riferiti a un campione di società quotate produttrici di accumulatori elettrici di dimensioni sensibilmente superiori rispetto a Seri Industrial. Tale considerazione in ordine alla comparabilità di Seri Industrial con i *player* quotati compresi nel campione assume significato anche con riferimento ai parametri di mercato utilizzati per la determinazione del tasso di sconto (WACC), adottato in sede di applicazione del metodo DCF;
- d) il Piano prevede una crescita dei ricavi e dell'Ebitda superiore a quella delle società facenti parte del campione: il differente tasso di crescita prospettica riduce l'indice di comparabilità di tali società, rendendo meno significativi i valori economici restituiti dall'applicazione del metodo dei multipli di mercato.

8. Le conclusioni

In conclusione, in ordine al processo valutativo sviluppato nella Relazione EnVent, lo scrivente ritiene che i metodi di valutazione ed i parametri adottati siano adeguati e in linea con la prassi professionale. Lo scrivente ritiene inoltre che, pur considerando quanto rappresentato nel § 6., le determinazioni sviluppate da EnVent assunte a riferimento dal Consiglio di Amministrazione ai fini della Operazione possono ritenersi sostanzialmente ragionevoli.

Distinti saluti.


(Prof. Angelo Palma)