

DETERMINAZIONE DEL VALORE ECONOMICO DEL CAPITALE SOCIALE
DI

SERI INDUSTRIAL S.p.A.

Redatta ai sensi dell'art. 2343 *ter* c.c.

Aggiornamento della relazione ultimata in data 12/12/2016

1. INTRODUZIONE

Il presente lavoro rappresenta l'aggiornamento della relazione redatta dallo scrivente ai sensi dell'art. 2343ter c.c. ed avente ad oggetto la determinazione del valore economico del capitale sociale di SERI INDUSTRIAL S.p.A. (di seguito "SERI" o la "Società"), ultimata in data 12 dicembre 2016.

La data di riferimento dei dati contabili storici sui quali detta relazione ha fondato, in parte, il processo di valutazione è il 30 giugno 2016, contenuti nella situazione economico - patrimoniale approvata dall'Organo Amministrativo della Società.

La "Prospettata Operazione" descritta nella relazione ultimata in data 12 dicembre 2016, da intendersi confermata nella sua struttura, non è stata ad oggi ancora perfezionata.

Tuttavia, nei conferimenti in natura ai quali si applica il regime ordinario delle S.p.A., in virtù dell'orientamento interpretativo maggioritario in merito alla data di riferimento della perizia di stima, risulta necessario aggiornare la relazione medesima, richiesta dall'art. 2343 ter c.c., ad una data non antecedente il termine di sei mesi rispetto al perfezionamento del conferimento.

All'uopo, la Società ha fornito dati contabili storici aggiornati alla data del 31 dicembre 2016, contenuti nella situazione economico - patrimoniale approvata dall'Organo Amministrativo della Società in data 15/03/2017.

Pertanto, nel prosieguo del presente lavoro vengono illustrate le risultanze della valutazione di SERI mediante l'applicazione del metodo DCF e di quello dei multipli di Borsa.

Va ribadito che:

- i risultati espressi dal parere indipendente (e dal presente aggiornamento dello stesso) saranno utilizzati dall'Organo Amministrativo come una delle informazioni di supporto nell'ambito della Prospettata Operazione;
- lo svolgimento dei servizi di cui al mandato conferito non determina alcun coinvolgimento nella decisione e nell'attività della Società, né nelle decisioni in merito alla convenienza o fattibilità della Prospettata Operazione;
- SERI è stata esaminata e valutata nelle condizioni "normali" di funzionamento (non sono stati considerati, pertanto, eventi straordinari e non ricorrenti di gestione che non sono prevedibili né eventi significativi diversi da quelli illustrati nel piano industriale approvato dall'Organo Amministrativo di SERI la cui validità è stata confermata in data recente) e nell'ipotesi di continuità aziendale.

Va confermato che:

- lo Studio Fiordiliso & Associati ed il sottoscritto sono abilitati a svolgere l'attività di valutazione e che, in tale ambito, hanno maturato una significativa esperienza nel trattare incarichi di natura simile ai sensi dell'articolo 2343-ter del codice civile;

- il sottoscritto, quale responsabile dell'incarico, nonché i soggetti direttamente coinvolti nello svolgimento del lavoro, non hanno acquistato o venduto azioni, obbligazioni o strumenti finanziari di qualsiasi tipo e genere di SERI, né hanno instaurato o hanno in corso rapporti di lavoro autonomo o subordinato o relazioni d'affari con la suddetta Società e/o con le società del Gruppo SERI che non siano regolate a condizioni di mercato normalmente praticate o che comunque abbiano una rilevanza economica tale da compromettere l'indipendenza.

Va precisato che:

- la documentazione utilizzata dallo scrivente rimane la medesima elencata nella relazione ultimata in data 12 dicembre 2016, a meno della situazione economico - patrimoniale al 31 dicembre 2016, approvata dall'Organo Amministrativo della Società.

In particolare, come comunicatoci dall'Organo Amministrativo, non si registrano cambiamenti significativi nell'assetto del Gruppo oggetto di valutazione, né tanto meno, ancor più in dettaglio, sono stati approvati nuovamente i dati previsionali.

Infine, l'Organo Amministrativo ha rilasciato allo scrivente un'apposita dichiarazione nella quale viene evidenziato che non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle analisi dello scrivente dalla "nuova" Data di Riferimento (ovvero il 31 dicembre 2016) alla data odierna;

- le ipotesi e le limitazioni del lavoro svolto, riportate nel paragrafo 1.4 della relazione ultimata in data 12 dicembre 2016, si devono intendere qui integralmente richiamate, con la unica precisazione dell'aggiornamento della data di riferimento dei dati contabili storici, oggi al 31 dicembre 2016.

Pertanto, per tutto quanto dianzi illustrato, la struttura ed i contenuti della relazione ultimata in data 12 dicembre 2016 devono intendersi confermati e non modificati, avuto particolare riguardo a "descrizione della Società" e "metodologie di valutazione".

2. VALUTAZIONE DI SERI


2.1 Applicazione del DCF

L'applicazione del DCF si articola, sostanzialmente, nelle seguenti fasi:

- determinazione del tasso di attualizzazione;
- identificazione dei flussi di cassa operativi lungo l'arco temporale di riferimento;
- calcolo del valore terminale e del valore economico dell'azienda.

Fase 1. Determinazione del tasso di attualizzazione

In relazione all'approccio adottato, nella fattispecie è stato considerato il Wacc. Nella determinazione del tasso di attualizzazione utilizzato per la valutazione di SERI è stata considerata una struttura finanziaria composta per circa l'88,2% (nella versione precedente 87,7%) da capitale



proprio e per circa il 11,8% (nella versione precedente 12,3%) da capitale di terzi, in linea con la struttura finanziaria media di aziende quotate che svolgono attività simili a SERI.

Il costo del capitale proprio (k_e), che corrisponde al tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto dagli investitori/azionisti per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio, è stato calcolato sulla base del *Capital Asset Pricing Model*, secondo la seguente formula:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

dove:

- R_f : rappresenta il “*risk-free rate*”, ovvero il tasso di rendimento di investimenti privi di rischio. Il parametro utilizzato, pari al 1,67% (nella versione precedente 2,11%), è pari alla media a 12 mesi, dal 31 dicembre 2016, dei rendimenti dei *government bond* dei paesi in cui SERI opera ponderati per il contributo ai ricavi dato da ciascun paese;
- β : rappresenta il fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un’azione ed il rendimento complessivo del mercato di riferimento (misurando la volatilità del titolo rispetto al portafoglio di mercato). Il coefficiente Beta utilizzato, pari all’1,06 (nella versione precedente 1,08), è stato determinato in base ai dati storici relativi ad un campione di società quotate il cui business è ritenuto comparabile a quello di SERI. In particolare, il periodo di osservazione per il calcolo del *Beta Adjusted* è di 5 anni dal 31 dicembre 2016 e la frequenza di rilevazione è mensile;
- $R_m - R_f$: rappresenta il “*market premium*”, ovvero il premio per il rischio dell’investimento in azioni rispetto ad un investimento “*risk-free*”. Nel caso di specie, il premio al rischio applicato è pari al 5,5%.

Con riferimento al costo del capitale di debito, pari al 4% (nella versione precedente 4,2%), quest’ultimo è rappresentato dal tasso di interesse medio sui finanziamenti a medio - lungo termine applicato al settore produttivo - società non finanziarie e famiglie produttrici (Fonte: Banca d’Italia, Bollettino Statistico IV-2016; pag. 104).

Infine, è stato considerato un *additional risk premium* pari al 2% allo scopo di scontare eventuali ritardi nella realizzazione degli obiettivi previsti nei Dati Prospettici, alla luce soprattutto delle incertezze legate all’attuale scenario macro – economico internazionale.

A seguito dell’applicazione della metodologia esposta e dei parametri succitati, è stato calcolato un tasso di attualizzazione pari al 8,97% (nella versione precedente 9,47%).

Fase 2. Identificazione dei flussi di cassa operativi lungo l’arco temporale di riferimento

La base di partenza per lo sviluppo del DCF è rappresentata dai Dati Prospettici illustrati nelle pagine precedenti.

La metodologia del DCF nella versione *unlevered* presuppone l’attualizzazione dei flussi di cassa operativi al netto delle imposte figurative.

In particolare, tali flussi sono stati determinati partendo dal *Nopat*, pari all’*Ebit* (“*Earning before interests and taxes*”) al netto delle imposte figurative - quantificate applicando le aliquote correnti per IRES e IRAP - al quale sono stati sommati:

- (+) Gli ammortamenti in immobilizzazioni materiali ed immateriali;
- (+/-) Le variazioni del Capitale Circolante Netto;



- (-) Gli investimenti in immobilizzazioni materiali ed immateriali.

I flussi di cassa così calcolati sono stati attualizzati al Wacc del 8,97%. Il valore attuale dei flussi di cassa operativi per il periodo 2017 - 2020 è pari € 23,4 milioni (nella versione precedente € 20,2 milioni - per maggiori dettagli si rinvia agli Allegati).

Fase 3. Calcolo del Valore Terminale e del valore economico della Società

Con riferimento alla stima del flusso di cassa operativo netto, sostenibile oltre il periodo di previsione esplicita e funzionale alla determinazione del valore terminale, sono state effettuate le seguenti assunzioni:

- Ebitda pari a quello previsto per l'ultimo anno di previsione esplicita;
- Ammortamenti ed investimenti pari agli investimenti previsti per l'ultimo anno di previsione esplicita;
- Assenza di variazioni relative al Capitale Circolante Netto.

Il Valore Terminale è stato determinato applicando al flusso di cassa operativo succitato la formula di Gordon, ipotizzando prudenzialmente un tasso di crescita di lungo periodo pari a zero ed il Wacc del 8,97% sopra menzionato. Il valore attuale del Valore Terminale è stato così stimato pari a € 414,9 milioni (nella versione precedente € 369,3 milioni).

Ai fini della determinazione del valore economico del capitale investito netto della Società ("Enterprise Value"), pari a € 438,3 milioni (nella versione precedente € 389,5 milioni), abbiamo sommato il valore attuale dei flussi di cassa operativi per il periodo 2017 - 2020, pari a € 23,4 milioni (nella versione precedente € 20,2 milioni), ed il valore attuale del valore terminale, pari a € 414,9 milioni (nella versione precedente € 369,3 milioni).

All'Enterprise Value è stata sommata la PFN ("Posizione Finanziaria Netta") alla Data di Riferimento, giungendo al valore economico della Società ("Equity Value") pari a € 412,9 milioni (nella versione precedente € 371,4 milioni - per maggiori dettagli si rinvia agli Allegati).

Infine, all'Equity Value succitato, pari a € 412,9 milioni, è stato applicato uno sconto di liquidità del 16,8% (Fonte: *FMV Restrictked Stock Study, DLOM 2016*) - al fine di riflettere l'illiquidità di SERI rispetto al campione di società quotate prese come riferimento - giungendo al valore economico del 100% del capitale della Società pari a € 343,5 milioni (nella versione precedente € 309,0 milioni).

Il valore così determinato è stato oggetto di analisi di sensitività in relazione a possibili variazioni del Wacc pari a +/-0,10%.

Sulla base dei risultati ottenuti dalle analisi di sensitività, il valore economico dell'intero capitale sociale di SERI è compreso tra un minimo di € 333,3 milioni (nella versione precedente € 300,0 milioni) ed un massimo di € 354,2 milioni (prima 318,4 milioni) con un valore centrale di € 343,5 milioni (nella versione precedente € 309 milioni - per maggiori dettagli si rinvia agli Allegati).

2.2 Applicazione del metodo dei Multipli di Borsa

Per la determinazione del valore economico di SERI con il metodo dei multipli di Borsa, è stato utilizzato il multiplo *EV/EBITDA* di un campione di società ritenute comparabili (per maggiori dettagli si rinvia agli Allegati).

In particolare, ai fini della determinazione del valore economico della Società, si è ritenuto opportuno utilizzare il multiplo *EV/EBITDA* target al 2018.

Come illustrato nella tabella seguente, l'applicazione di tale metodologia conduce ad un valore economico dell'intero capitale sociale di SERI compreso tra un minimo di € 238,2 milioni (nella versione precedente € 238,9 milioni) ed un massimo di € 251,1 milioni (nella versione precedente € 260,2 milioni), con un valore centrale di € 244,6 milioni (nella versione precedente € 249,6 milioni).

SERI - Metodo dei Multipli di Borsa - € mln			
	Min	Mean	Max
Ebitda 18	42,6	42,6	42,6
Multiplo EV/Ebitda 2018	7,31x	7,49x	7,67x
Enterprise Value	311,7	319,4	327,2
(PFN)/Cassa al 31.12.16	-25,4	-25,4	-25,4
Equity Value	286,3	294,0	301,8
Sconto di liquidità	16,8%	16,8%	16,8%
Equity Value netto DLOM	238,2	244,6	251,1

3. CONCLUSIONI

La tabella seguente riepiloga gli intervalli di valore economico dell'intero capitale sociale di SERI ottenuti attraverso l'applicazione delle metodologie illustrate nella relazione ultimata in data 12 dicembre 2016, cui si rimanda, aggiornati alla nuova Data di Riferimento del 31 dicembre 2016.

SERI - Valori in € mln	Min	Mean	Max
Metodo DCF	333,3	343,5	354,2
Metodo dei Multipli di Borsa	238,2	244,6	251,1
Equity Value	285,8	294,1	302,6

Fonte: Analisi Studio Fiordiliso & Associati.

(*) Media dei valori Min, Mean e Max ottenuti mediante le 2 metodologie

Tenuto conto delle finalità dell'incarico riportate al paragrafo 1.1 della relazione ultimata in data 12 dicembre 2016 e qui integralmente richiamata, delle ipotesi e limitazioni di cui al paragrafo 1.4 della relazione ultimata in data 12 dicembre 2016 e qui integralmente richiamata, ed in considerazione dei risultati raggiunti con l'applicazione dei metodi sopra illustrati aggiornati alla Data di Riferimento al **31 dicembre 2016**, il valore economico del 100% del capitale sociale di SERI si colloca in un *range* di valori che oscilla tra un minimo di € 285,8 milioni ed un massimo di € 302,6 milioni con un **valore centrale di € 294,1 milioni**.

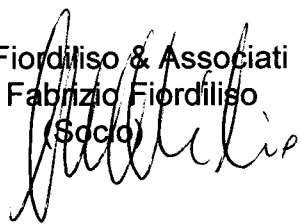
Con Data di Riferimento al **30 giugno 2016**, il medesimo valore si collocava in un *range* di valori che oscillava tra un minimo di € 269,5 milioni ed un massimo di € 289,3 milioni con un **valore centrale di € 279,3 milioni**.

Il valore minimo e quello massimo sono stati determinati sulla scorta di una analisi di sensitività, motivo per il quale il valore da prendere in considerazione, in condizioni di normalità, resta quello centrale di € 294,1 milioni.

Pertanto, il sottoscritto perito, a conclusione della propria relazione di stima ed in esito a quanto sin qui descritto e valutato, attesta che il valore della partecipazione detenuta da INDUSTRIAL S.p.A. e da IMI FONDI CHIUSI SGR S.p.A. in SERI INDUSTRIAL S.p.A. è almeno pari ad € 294,1 milioni.

Napoli, 24 marzo 2017

Studio Fiordiliso & Associati
Prof. Fabrizio Fiordiliso
(Socio)



4. Allegati

4.1 Calcolo del WACC

Ticker	Nome	Mkt Cap (€ mln)	Firm Value (€ mln)	E/ (D+E)	D/ (D+E)	Gearing	Beta Levered	Beta Unlevered
AZZ Equity	AZZ INC	1.514	1.812	83,57%	16,43%	19,7%	1,307	1,09
ENS Equity	ENERSYS	2.727	2.901	94,17%	5,83%	6,2%	1,456	1,37
6674 JT Equity	GS YUASA CORP	182.630	266.766	77,56%	22,44%	28,9%	0,820	0,64
JCI Equity	JOHNSON CONTROLS INTERNATION	40.992	54.317	76,98%	23,02%	29,9%	0,939	0,72
ALV US Equity	AUTOLIV INC	9.672	10.238	96,91%	3,09%	3,2%	1,100	1,07
AMRJ Equity	AMARA RAJA BATTERIES LTD	155.894	155.351	100,00%	0,00%	0,0%	0,725	0,73
Max		182.630	266.766	100%	23%	30%	1,456	1,37
Min		1.514	1.812	77%	0%	0%	0,725	0,64
Median		25.332	32.277	89%	11%	13%	1,020	0,90

8

Wacc Calculation

Risk free rate	1,67%
Market Risk Premium	5,5%
Beta Unlevered	0,94
Gearing	13,4%
Beta Levered	1,06
Risk premium	5,83%
Ke (Levered)	7,50%
Gross cost of debt (Kd) (*)	4,0%
Corporate Tax Rate	24,00%
Tax shield	(1,0%)
Kd after-tax	3,03%
D/(D+E)	11,8%
E/(D+E)	88,2%
WACC	6,97%
Additional risk premium	2,00%
WACC + Execution Risk	8,97%

Fonte: Data Provider e Analisi Studio Fiordiliso & Associati

4.2 Calcolo del WACC

Il multiplo EV/EBITDA è stato calcolato considerando la media dei prezzi a 12 delle società quotate comparabili selezionate. La tabella allegata riepiloga i conteggi eseguiti:

Società	EV / EBITDA				
	2016	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
AZZ INC	10,35x	9,39x	8,67x	n.a.	n.a.
ENERSYS	8,27x	7,78x	7,31x	n.a.	n.a.
GS YUASA CORP	6,34x	5,95x	5,59x	n.a.	n.a.
JOHNSON CONTROLS INTERNA	12,77x	11,41x	10,49x	9,55x	9,05x
AUTOLIV INC	7,96x	7,22x	6,30x	5,80x	n.a.
AMARA RAJA BATTERIES LTD	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Media	9,14x	8,35x	7,67x	7,67x	9,05x
Mediana	8,27x	7,78x	7,31x	7,67x	9,05x
Media Adjusted	8,86x	8,13x	7,43x	n.a.	9,05x

Fonte: Analisi Studio Fiordiliso & Associati

4.3 Dettagli DCF

SERI - DCF - €mln	2017F	2018F	2019F	2020F	T+1
Ricavi	146,3	203,2	295,9	332,2	332,2
yoy (%)		38,8%	45,6%	12,3%	
Ebitda	25,9	42,6	75,2	88,3	88,3
Ebitda Margin (%)	17,7%	21,0%	25,4%	26,6%	26,6%
Ammortamenti	(5,6)	(7,3)	(12,0)	(14,8)	(14,8)
Ebit	20,2	35,4	63,2	73,4	73,4
Ebit Margin (%)	13,8%	17,4%	21,3%	22,1%	22,1%
Imposte figurative	(5,8)	(10,1)	(18,0)	(20,9)	(20,9)
Nopat	14,5	25,3	45,2	52,5	52,5
Ammortamenti	5,6	7,3	12,0	14,8	14,8
Gross Cash Flow	20,1	32,6	57,2	67,3	67,3
Variazioni del CCN	(0,3)	(15,7)	(27,0)	(12,0)	
Variazioni Fondi	0,1	0,0	0,3	0,5	
Capex	(16,3)	(40,3)	(28,4)	(2,0)	(14,8)
Unlevered Free Cash Flow	3,6	(23,4)	2,1	53,8	52,5

SERI - DCF - €mln	2017F	2018F	2019F	2020F
Unlevered Free Cash Flow	-	3,6	(23,4)	2,1
Periodo	-	1,0	2,0	3,0
Wacc		8,97%		
Tasso di crescita (g)		0,00%		
Fattore di sconto	100,00%	91,76%	84,21%	77,27%
		70,91%		
UFCF Attualizzati	-	3,3	(19,7)	1,6
				38,2

Somma UFCF Attualizzati 2017 - 2020 **23,4**

SERI - Terminal Value - €mln	
UCFC T+1	52,5
Tasso di crescita (g)	0,00%
Wacc	8,97%
Terminal Value	585,1
Fattore di sconto	70,91%
Terminal Value Attualizzato	414,9
Enterprise Value	438,3
(PFN)/Cassa al 31.12.16	(25,4)
Equity Value SERI	412,9
DLOM	16,80%
Equity Value SERI netto DLOM	343,5

Fonte: Analisi Studio Fiordiliso & Associati