

**DETERMINAZIONE DEL VALORE ECONOMICO DEL CAPITALE
SOCIALE**

DI

SERI INDUSTRIAL S.p.A.

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



1. INTRODUZIONE	3
1.1 Oggetto della relazione e termini dell'incarico. Requisiti soggettivi dell'esperto	3
1.2 Data di riferimento	4
1.3 Documentazione utilizzata	4
1.4 Ipotesi e limitazioni del lavoro svolto	5
1.5 Restrizioni all'uso della presente Relazione	7
1.6 Principali temi affrontati in sede di analisi del valore economico	7
2. DESCRIZIONE DELLA SOCIETÀ	8
2.1 Dati societari di SERI	8
2.2 Dati informativi di sintesi delle società controllate da SERI	11
2.2.1 <i>Repiombo S.r.l.</i>	11
2.2.2 <i>SERI Plant Division S.r.l.</i>	11
2.2.3 <i>SERI Plast S.r.l.</i>	12
2.2.4 <i>Industrie Composizione Stampati S.r.l.</i>	13
2.2.5 <i>FIB S.r.l.</i>	14
2.3 Mercato di riferimento	19
2.3.1 <i>Panoramica del mercato</i>	19
2.3.2 <i>Posizionamento competitivo-grado di concentrazione della clientela</i>	25
2.4 Dati storici di SERI	27
2.5 Dati Prospettici di SERI	32
3. METODOLOGIE DI VALUTAZIONE	38
3.1 <i>Discounted Cash Flow</i>	38
3.2 Multipli di Borsa	40
4. VALUTAZIONE DI SERI	41
4.1 Applicazione del DCF	41
4.2 L'applicazione del metodo dei multipli di Borsa	43
5. CONCLUSIONI	45
6. Allegati	46
6.1 Calcolo del WACC	46
6.2 Calcolo dei multipli di Borsa	47
6.3 Dettagli DCF	47

1. INTRODUZIONE

1.1 Oggetto della relazione e termini dell'incarico. Requisiti soggettivi dell'esperto

"Seri Industrial S.p.A." (di seguito, "SERI" o la "Società"), azienda controllata al 76,92% da "INDUSTRIAL S.p.A." (di seguito "INDUSTRIAL" o la "Controllante"), è una *subholding* che detiene partecipazioni in aziende industriali fortemente integrate su tutta la filiera degli accumulatori elettrici, che svolge l'attività di recupero e smaltimento di batterie esauste, la progettazione e costruzione di impianti completi o parte di essi per la produzione di piombo secondario recuperato da batterie esauste, la produzione di copolimero di polipropilene rigenerato, la produzione, mediante stampaggio, di cassette, coperchi ed accessori in plastica per la produzione di batterie per uso *automotive* e industriale e la produzione di accumulatori elettrici al piombo o al litio per uso *automotive*, industriale e *storage*.

La Società ha di recente concluso il percorso "Elite" di Borsa Italiana, ottenendo la certificazione; tale progetto si rivolge alle migliori aziende italiane e, con un programma in tre fasi, le aiuta a tracciare la rotta verso il successo, perché le affianca in un processo di cambiamento culturale e organizzativo, le avvicina ai mercati dei capitali, migliora i rapporti col sistema bancario e con la *community* finanziaria, facilita l'internazionalizzazione.

L'Organo Amministrativo di INDUSTRIAL (l' "Organo Amministrativo") ci ha informato che sta valutando la possibilità di conferire la partecipazione detenuta in SERI in una società terza indipendente (la "Prospettata Operazione").

Nell'ambito della Prospettata Operazione, l'Organo Amministrativo ci ha comunicato la necessità di far redigere una relazione di stima, da parte di un esperto indipendente, avente ad oggetto il valore economico di SERI.

In tale contesto, quindi, l'Organo Amministrativo ci ha incaricato di predisporre un parere indipendente in relazione alla determinazione del valore economico di SERI, ai sensi del disposto dell'articolo 2343-ter, lettera b), del Codice Civile (i "Servizi").

I risultati dei Servizi saranno utilizzati dall'Organo Amministrativo come una delle informazioni di supporto nell'ambito della Prospettata Operazione.

Lo svolgimento dei Servizi non determina alcun nostro coinvolgimento nella decisione e nell'attività della Società, né nelle decisioni in merito alla convenienza o fattibilità della Prospettata Operazione.



Precisiamo che per "valore economico" deve intendersi quello definito dall'articolo 2343-ter del codice civile, comma 2° lettera b, e quindi il valore che, in normali condizioni di mercato, può essere considerato congruo per il capitale di un'azienda, trascurando la natura delle parti, la loro forza contrattuale e gli specifici interessi per eventuali negoziazioni. Tale valore, pertanto, non tiene conto di aspettative soggettive, di eventuali sinergie, della forza contrattuale delle parti, dei loro interessi che possono influire nella definizione del prezzo nell'ambito di una trattativa tra soggetti indipendenti.

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) e nell'ipotesi di continuità aziendale.

Confermiamo 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.

Confermiamo, inoltre, che 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.

1.2 Data di riferimento

La data di riferimento dei dati contabili storici sui quali si fonda, in parte, il processo di valutazione è il 30 giugno 2016 ed è rappresentata dall'ultima situazione economico-patrimoniale approvata dall'Organo Amministrativo della Società (di seguito la "Data di Riferimento").

Non sono stati portati a nostra conoscenza eventi successivi alla Data di Riferimento che abbiano un impatto rilevante sulle conclusioni del nostro lavoro.

1.3 Documentazione utilizzata

Ai fini della presente Relazione abbiamo ricevuto dalla Società ed esaminato, in particolare, i seguenti documenti:



- Il Bilancio d'esercizio di SERI al 31 dicembre 2013, 2014 e 2015 redatto in conformità ai principi contabili nazionali;
- Il Bilancio consolidato di SERI al 31 dicembre 2013, 2014 e 2015 redatto in conformità ai principi contabili internazionali;
- Il Bilancio d'esercizio e consolidato delle controllate di SERI al 31 dicembre 2013, 2014 e 2015 redatti in conformità ai principi contabili nazionali;
- la situazione economico - patrimoniale consolidata al 30 giugno 2016 di SERI, approvata dall'Organo Amministrativo della Società in data 26/09/2016;
- il file xls dal titolo "Bplan 2016-2020 INDUSTRIAL" contenente le proiezioni economico-patrimoniali consolidate 2016 - 2020 di INDUSTRIAL e delle sue controllate, approvato dall'Organo Amministrativo di INDUSTRIAL in data 18/11/2016;
- l'information memorandum di INDUSTRIAL, contenente le suddette proiezioni economico-patrimoniali consolidate 2016-2020;
- Report Analitico Rating di INDUSTRIAL emesso in data 02/03/2016 da "Cerved Rating Agency S.p.A."

Sono stati utilizzati ulteriori documenti e informazioni, di provenienza interna ed esterna, necessari allo sviluppo del processo valutativo.

Abbiamo, infine, ottenuto una dichiarazione dagli Amministratori nella quale viene evidenziato che, per quanto a loro conoscenza, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi dalla Data di Riferimento alla data odierna.

1.4 Ipotesi e limitazioni del lavoro svolto

La valutazione è stata sviluppata sulla base delle ipotesi e limitazioni di seguito riportate:

- lo svolgimento dei Servizi non determina alcun coinvolgimento dello Studio Fiordiliso & Associati nella gestione e nell'attività di SERI né nelle decisioni aziendali a supporto delle quali i Servizi sono svolti;
- per sua natura, la valutazione non rappresenta una mera applicazione di criteri e di formule ma è il risultato di un complesso processo di analisi e di stime in cui sono riflessi anche elementi di soggettività: è quindi prassi presentare le conclusioni come un intervallo di valori;
- nel corso del lavoro sono state svolte analisi di sensitività con riferimento ad alcuni *drivers* di valore: tali sensitività non rappresentano l'applicazione di



metodologie valutative, ma esclusivamente esercizi utili a verificare l'impatto sui risultati al variare di alcuni parametri;

- la valutazione è stata effettuata alla luce di elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e, pertanto, non tiene conto di eventi esterni ed interni futuri straordinari o inattesi;
- le nostre analisi sono state svolte nell'ipotesi di mantenimento dell'attuale direzione e gestione del *business*: dovrebbero, dunque, essere riviste in caso di variazioni;
- la data di riferimento della valutazione, per quanto attiene ai dati contabili storici, è il 30 giugno 2016: in ogni caso, abbiamo tenuto conto di eventi significativi portati alla nostra attenzione accaduti dopo tale data e fino all'emissione della nostra Relazione. I dati economici, patrimoniali e finanziari prospettici ci sono stati forniti dagli Amministratori della Società;
- l'analisi è basata su informazioni economiche e finanziarie e su documenti forniti dagli Amministratori nel corso del lavoro; considerando la natura del nostro incarico, la responsabilità sulla qualità e correttezza dei dati e delle informazioni ricevute compete agli Amministratori; tali dati ed informazioni sono stati da noi analizzati solo per ragionevolezza complessiva. In particolare, non abbiamo svolto alcuna analisi o alcuna verifica indipendente, o controlli di altro tipo e, pertanto, non esprimiamo alcuna opinione o altra forma di giudizio sulla loro veridicità, accuratezza, correttezza o completezza;
- l'analisi del valore economico di SERI è stata effettuata anche sulla base delle proiezioni economico-patrimoniali consolidate 2016 – 2020 della Società. Il presupposto delle analisi è che la Società implementi, nelle prospettate tempistiche, le proiezioni forniteci (i "Dati Prospettici") coerentemente con le ipotesi sottostanti. I Dati Prospettici, essendo basati su ipotesi di eventi futuri ed azioni di SERI, sono caratterizzati da connotati elementi di soggettività ed incertezza e, in particolare, dal rischio che eventi preventivati ed azioni dai quali essi traggono origine possano non verificarsi ovvero possano verificarsi in misura e in tempi diversi da quelli prospettati, mentre potrebbero verificarsi eventi ed azioni non prevedibili alla data nella quale si licenzia la presente valutazione. Pertanto gli scostamenti tra valori consuntivi e valori preventivati potrebbero essere significativi. Data la natura dell'incarico e la finalità del nostro lavoro, compete agli Amministratori di SERI la responsabilità della preparazione dei Dati Prospettici e della formulazione delle ipotesi poste alla base della redazione degli stessi;
- l'incarico non prevede lo svolgimento di procedure di revisione contabile come definite dagli statuti principi di revisione generalmente accettati, né un esame dei controlli interni o altre procedure di verifica: di conseguenza, lo Studio Fiordiliso & Associati non esprime alcun parere né alcuna altra forma di certificazione sui bilanci consuntivi e previsionali di SERI o su qualsiasi altra informazione finanziaria, o sui controlli operativi o interni della Società;
- I Servizi non comprendono assistenza e/o consulenza di natura legale e/o fiscale, con la conseguenza che lo Studio Fiordiliso & Associati non assume



alcuna responsabilità riguardante aspetti legali e/o fiscali o di interpretazione contrattuale;

- gli allegati costituiscono parte integrante della presente Relazione.

1.5 Restrizioni all'uso della presente Relazione

La presente Relazione è stata predisposta ad esclusivo beneficio dell'Organo Amministrativo di INDUSTRIAL e non è destinata ad essere utilizzata per scopi diversi da quelli indicati al paragrafo 1.1.

Pertanto, non assumiamo alcuna responsabilità in relazione ad altri scopi o nei confronti di altri soggetti cui la Relazione sia consegnata o che ne siano venuti in possesso in altro modo, salvo nei casi in cui sia stato espresso il nostro preventivo consenso per iscritto.

Fermo restando quanto sopra, accettiamo espressamente che la Relazione, in connessione con le finalità per cui è stata preparata, possa essere allegata quale elemento informativo ai fini degli adempimenti previsti dalle normative applicabili.

1.6 Principali temi affrontati in sede di analisi del valore economico

L'analisi del valore economico di SERI e le conclusioni alle quali siamo giunti devono essere interpretate alla luce delle seguenti tematiche affrontate nel corso dei nostri approfondimenti:

- Complessità delle metodologie e discrezionalità nella scelta dei parametri di valutazione applicati: i metodi di valutazione utilizzati hanno richiesto l'adozione di un processo valutativo articolato e complesso, che ha comportato, in particolare, la scelta di una pluralità di parametri finanziari di mercato che, per loro natura, sono soggetti a fluttuazioni, anche significative;
- Limiti insiti nei dati previsionali: il valore economico di SERI è stato determinato utilizzando anche dati economico - finanziari prospettici che presentano, per loro natura, profili di incertezza; in particolare, mutamenti dello scenario macroeconomico potrebbero modificare in maniera significativa gli assunti ed i presupposti alla base dei dati economico-finanziari prospettici ed i risultati potrebbero risultare fortemente influenzati.

2. DESCRIZIONE DELLA SOCIETÀ

2.1 Dati societari di SERI

SERI S.p.A. è una subholding del "Gruppo SERI", controllata dalla holding INDUSTRIAL S.p.A., costituita in data 02/12/2011 con rogito del notaio Michele Iannucci, avente rep. n. 303.

Essa ha attualmente sede in San Potito Sannitico (CE), Centro Aziendale Quercete.

SERI ha per oggetto "lo svolgimento in via prevalente, ma non nei confronti del pubblico, di assunzione di partecipazioni mediante acquisto di azioni, quote ed interessenze in società od enti, costituiti e costituendi, in Italia o all'estero, il tutto allo scopo di stabile investimento e non di collocamento o intermediazione nei confronti del pubblico, e nei limiti e con le autorizzazioni previste dalle disposizioni normative e regolamentari vigenti in materia", potendo altresì svolgere "l'attività di supporto alla consulenza tecnico-legale, amministrativo-gestionale e finanziaria nonché alla consulenza per la qualità ed il Management aziendale, nei limiti e con le autorizzazioni previsti dalle disposizioni normative e regolamentari vigenti in materia" nonché "l'attività di centrale acquisti per conto e nell'interesse delle aziende partecipate o facenti parte dello stesso gruppo, nei limiti e con le autorizzazioni previsti dalle disposizioni normative e regolamentari vigenti in materia".

In concreto, essa eroga molteplici servizi alle imprese controllate, con particolare riferimento all'attività di controllo di gestione, attività amministrativa e consulenza a supporto del Management aziendale.

Il capitale sociale, interamente versato, è pari a Euro 65.000.000,00, ed è costituito da n. 65 milioni di azioni del valore nominale di Euro 1,00 ciascuna.

Esso è divenuto di tale entità a seguito dell'ultimo aumento di capitale deliberato dai soci in data 19/04/2013, che ha visto l'ingresso di un nuovo socio rappresentato da un investitore istituzionale.

La compagine sociale risulta essere la seguente:

- "INDUSTRIAL S.p.A.", con sede in Milano alla via Pietro Verri n. 8, PIVA 03962030619, proprietaria di n. 50.000.000 azioni ordinarie, pari a nominali Euro 50.000.000,00, pari al 76,92% del capitale sociale;
- "IMI FONDI CHIUSI S.G.R. S.p.A.", con sede in Bologna alla via Calzolerie n. 1, PIVA 03576840288, proprietaria di n. 15.000.000 azioni ordinarie, pari a nominali Euro 15.000.000,00, pari al 23,08% del capitale sociale.

La Società è amministrata da un organo collegiale composto da cinque consiglieri, nominato il 29/04/2015 con durata della carica sino all'approvazione del bilancio al 31/12/2017.

In dettaglio, il Consiglio di Amministrazione è composto da:

- Ing. Vittorio Civitillo, Presidente e Amministratore Delegato, cui spettano "tutti i poteri relativi alla gestione ordinaria e straordinaria della Società, ad

eccezione dei poteri riservati ai sensi di legge e/o di statuto al Consiglio di Amministrazione*;

- Sig. Andrea Civitillo, Amministratore Delegato cui spettano "i poteri per il coordinamento della struttura commerciale delle società del gruppo Serl Industrial S.p.A.";
- Sig. Marco Civitillo, Consigliere;
- Sig. Fabio Borsoi, Consigliere;
- Sig. Antonio Riccio, Consigliere.

SERI è dotata di un Organo di Controllo nominato il 29/04/2015, con durata della carica sino all'approvazione del bilancio al 31/12/2017.

In dettaglio, il Collegio Sindacale è composto da:

- Fabio Antonello Pacelli, Presidente;
- Claudio Ferone, Sindaco Effettivo;
- Massimo De Angelis, Sindaco Effettivo.

La revisione legale dei conti è affidata alla società PricewaterhouseCoopers S.p.A., sino all'approvazione del bilancio al 31/12/2017.

Dal 25/01/2013 SERI ha aperto un ufficio amministrativo in Pioltello (MI) alla via Caduti del Lavoro n. 9/A.

La controllante INDUSTRIAL S.p.A. è la *holding* del "Gruppo SERI", capogruppo delle società che svolgono attività industriali.

Quest'ultima, per il tramite della *subholding* SERI, gestisce tutte le attività della filiera degli accumulatori elettrici, che vanno dalla progettazione degli impianti per il recupero e riciclo di batterie esauste sino alla produzione e commercializzazione di batterie da avviamento, trazione ed accumulo, che rappresenta una soluzione di continuità nel ciclo di vita del prodotto, essendo in grado di convertire i rifiuti e gli esausti in nuova materia prima da reinserire nei processi produttivi a monte (o in nuove filiere) e dare vita a nuovi prodotti.

Le società controllate svolgono, o si apprestano a farlo, una specifica attività della filiera, e sono tutte molle correlate tra loro in virtù (I) dei rapporti con comuni clienti/fornitori, (II) della integrazione dei processi produttivi, (III) dell'implementazione di R&S.

In appresso vengono riportati un partecipogramma ed un grafico che, nello specifico, illustra la correlazione tra le varie attività svolte dalle società controllate da SERI.



2.2 Dati Informativi di sintesi delle società controllate da SERI

2.2.1 Repiombo S.r.l.

Repiombo S.r.l. ("Repiombo") è stata costituita in data 05/12/2014 con rogito del notaio Michele Iannucci, avente rep. n. 2235.

Essa ha attualmente sede in San Potito Sannitico (CE), Centro Aziendale Quercete.

Repiombo ha per oggetto, tra le varie, l'attività di produzione di piombo secondario recuperato da batterie esauste; l'attività non è ancora iniziata in quanto l'impianto produttivo sito in Calitri (AV), realizzato dalla consociata SERI PLANT, è in via di ultimazione.

Il capitale sociale, interamente versato, pari a Euro 10.000,00, è così ripartito:

- SERI INDUSTRIAL, già descritta, proprietaria di una quota del valore di nominali Euro 6.000,00, pari al 60% del capitale sociale;
- ECOPIOMBO S.r.l, con sede in Calitri (AV) alla via Contrada Isca Zona Industriale sn, PIVA 02091970646, proprietaria di una quota del valore di nominali Euro 4.000,00, pari al 40% del capitale sociale.

Repiombo è amministrata da un organo monocratico, nella persona dell'ing. Vittorio Civitilo, nominato il 05/12/2014 con durata della carica sino alla revoca.

In data 27/10/2016 Repiombo ha definitivamente perfezionato l'acquisto da ECOPIOMBO del ramo di azienda cui pertiene lo stabilimento industriale sito in Calitri (AV).

L'entrata in funzione dell'impianto coinciderà con l'inizio dell'attività, prevista entro i primi mesi del 2017.

Essa è destinata a fornire esclusivamente le società del gruppo SERI PLAST, cui venderà gli scarti della plastica, e FIB S.r.l., cui venderà il piombo recuperato da batterie esauste.

2.2.2 SERI Plant Division S.r.l.

SERI Plant Division S.r.l. ("SERI Plant") è stata costituita in data 28/01/2010 con rogito del notaio Alberto Criscuolo, avente rep. n. 53145.

Essa ha attualmente sede in San Potito Sannitico (CE), Centro Aziendale Quercete.

SERI Plant ha per oggetto, tra le varie, l'attività di progettazione e costruzione, su commessa, di impianti "chiavi in mano" per la produzione di piombo secondario recuperato da batterie esauste, e fornisce anche servizi di formazione del personale, di manutenzione programmata e straordinaria.

Il capitale sociale interamente versato, pari a Euro 1.739.000,00, è di proprietà di SERI al 100%.

Detta quota è sottoposta a pegno irrevocabile di primo grado a favore di Banca IMI, a garanzia di un finanziamento da quest'ultima concesso alla SERI.

SERI Plant è amministrata da un organo collegiale, composto da due componenti che costituiscono il Consiglio di Amministrazione, nominato il 01/02/2011 con durata della carica a tempo indeterminato. In particolare, i consiglieri sono:

- Ing. Vittorio Civitillo, Presidente ed Amministratore Delegato;
- Sig. Giacomo Civitillo, Amministratore Delegato.

Ad entrambi, disgiuntamente, sono stati conferiti i più ampi poteri di ordinaria e straordinaria amministrazione,

SERI Plant è dotata di un Organo di Controllo monocratico, nominato il 02/03/2015, con durata della carica per tre esercizi che scadono con l'approvazione del bilancio al 31/12/2017. Il Sindaco Unico è Vincenzo Bernardo.

SERI Plant svolge la propria attività presso l'unità locale di Alife (CE), ove occupa uno stabilimento industriale sito presso la Strada Provinciale 246 snc.

Essa opera nell'area EMEA, con un forte posizionamento nell'Est Europa, in Oceania ed in Asia, ed i suoi clienti sono stati sino ad oggi SMELTER ed enti specializzati nel riciclaggio del piombo da batterie esauste: tuttavia, nel 2016 è stata implementata una nuova linea di produzione di raccordi in ottone destinata quasi esclusivamente a società del Gruppo SERI, attiva in un'altra filiera industriale, controllata da una diversa subholding.

2.2.3 SERI Plast S.r.l.

SERI Plast S.r.l. ("SERI Plast") è stata costituita in data 28/01/2010 con rogito del notaio Alberto Criscuolo, avente rep. n. 53144.

Essa ha attualmente sede in San Potito Sannitico (CE), Centro Aziendale Quercete.

SERI Plast ha per oggetto, tra le varie, l'attività di produzione di polipropilene rigenerato da batterie esauste.

Il capitale sociale interamente versato è pari ad Euro 1.945.000,00 ed appartiene interamente alla SERI.

Detta quota è sottoposta a pegno irrevocabile di primo grado a favore di Banca IMI, a garanzia di un finanziamento da quest'ultima concesso alla SERI.

SERI Plast è amministrata da un organo collegiale, composto da due componenti che costituiscono il Consiglio di Amministrazione, nominato il 05/01/2015 con durata della carica sino alla revoca. In particolare, i consiglieri sono:

- Sig. Andrea Civitillo, Presidente ed Amministratore Delegato;
- Sig. Giuseppe Magliulo, Amministratore Delegato.

Al primo sono stati conferiti i più ampi poteri di ordinaria e straordinaria amministrazione; al secondo, poteri di "datore di lavoro" ai sensi del d.lgs. n. 81/2008, procedendo all'applicazione di tutte le norme di legge, all'attuazione delle misure necessarie per la sicurezza, la prevenzione infortuni e le malattie professionali.

SERI Plast è dotata di un Organo di Controllo monocratico, nominato il 02/03/2015, con durata della carica per tre esercizi che scadono con l'approvazione del bilancio al 31/12/2017. Il Sindaco Unico è Luciano Bloisi.

SERI Plast svolge la propria attività presso l'unità locale di Alife (CE), ove occupa uno stabilimento industriale sito presso la Strada Provinciale 246 snc.

Essa utilizza quale materia prima per la sua attività produttiva lo scarto plastico della frantumazione delle batterie esauste, che acquisisce in tutto il mondo, in prevalenza da clienti di SERI Plant.

Il polimero che viene prodotto, identificato come "Copo Seri", viene poi rivenduto a ICS, altra società del Gruppo facente parte della medesima filiera ed in appresso meglio descritta, e ad altri clienti italiani prevalentemente attivi nel settore dell'*automotive*.

2.2.4 Industrie Composizione Stampati S.r.l.

Industrie Composizione Stampati S.r.l. ("ICS") è stata costituita in data 14/06/2010 con rogito del notaio Alberto Criscuolo, avente rep. n. 53468.

Essa ha attualmente sede in San Potito Sannitico (CE), Centro Aziendale Quercete.

ICS ha per oggetto, tra le varie, l'attività di stampaggio di complessi per batterie, e realizza monoblocchi ed accessori per complessi per batterie.

Il capitale sociale interamente versato, pari a Euro 1.000.000,00, è interamente di proprietà di SERI.

Detta quota è sottoposta a pegno irrevocabile di primo grado a favore di Banca IMI, a garanzia di un finanziamento da quest'ultima concesso alla SERI.

ICS è amministrata da un organo collegiale, composto da quattro componenti che costituiscono il Consiglio di Amministrazione, nominato il 07/04/2015 con durata della carica sino alla revoca. In particolare, i consiglieri sono:

- Ing. Vittorio Civitillo, Presidente ed Amministratore Delegato;
- Sig. Andrea Civitillo, Amministratore Delegato;
- Sig. Fabio Vannacci, Consigliere;
- Sig. Marco Macrelli, Consigliere.

Al due Amministratori Delegati sono stati conferiti i più ampi poteri di ordinaria e straordinaria amministrazione; al terzo componente del Consiglio di Amministrazione sono state assegnate le deleghe al coordinamento ed alla supervisione degli

stabilimenti italiani e francesi; al quarto, i poteri di "datore di lavoro" ai sensi del d.lgs. n. 81/2008, procedendo all'applicazione di tutte le norme di legge, all'attuazione delle misure necessarie per la sicurezza, la prevenzione infortuni e le malattie professionali.

ICS è dotata di un Organo di Controllo monocratico, nominato il 07/04/2014, con durata della carica per tre esercizi che scadono con l'approvazione del bilancio al 31/12/2016. Il Sindaco Unico è Antonello Pacelli.

In data 28/10/2010 ICS ha perfezionato l'acquisto da EXIDE Technologies Plastics S.p.A. del ramo di azienda cui pertiene lo stabilimento industriale sito in Canonica d'Adda (BG) e quello sito in Avellino.

ICS svolge la propria attività presso l'unità locale di Avellino, ove occupa uno stabilimento industriale sito presso la Zona Industriale Pianodardine s.n.c., e presso l'unità locale di Canonica d'Adda (BG) ove gestisce altro stabilimento industriale sito in Via Bergamo n. 3.

Per l'attività produttiva ICS utilizza quale materia prima il polimero, che acquista da SERI Plast; uno dei principali clienti è FIB, altra società del Gruppo facente parte della medesima filiera ed in appresso meglio descritta, e l'altro è la multinazionale Exide (dalla quale ha acquisito gli stabilimenti italiani ed uno francese); vi sono, poi, altri clienti internazionali.

ICS detiene, direttamente, due partecipazioni totalitarie nelle società francesi "ICS EU sas" e "Plastam Europe sas", entrambe attive nel medesimo settore produttivo.

La prima è stata costituita nel 2013, ha sede a Peronne, ha un capitale sociale di Euro 10.000,00 e, stando ai dati dell'ultimo bilancio approvato al 31/12/2015, presenta un patrimonio netto negativo per Euro 432.010.

La seconda è stata acquisita nel 2014 ha sede a Monchy Le Preux, ha un capitale sociale di Euro 2.378.000,00 e, stando ai dati dell'ultimo bilancio approvato al 31/12/2015, presenta un patrimonio netto positivo per Euro 3.431.875.

2.2.5 FIB S.r.l.

FIB S.r.l. ("FIB") è stata costituita in data 08/02/2013 con rogito del notaio Michele Iannucci, avente rep. n. 1054.

Essa ha attualmente sede in San Potito Sannitico (CE), Centro Aziendale Quercete.

FIB ha per oggetto, tra le varie, la produzione di batterie da avviamento, trazione, stazionarie e al litio.

Il capitale sociale interamente versato, pari a Euro 8.000.000,00, è interamente di proprietà di SERI.

FIB è amministrata da un organo collegiale, composto da cinque componenti che costituiscono il Consiglio di Amministrazione, nominato il 27/03/2014 con durata della carica sino alla revoca. In particolare, i consiglieri sono:

- Sig. Federico Vitali, Presidente
- Ing. Vittorio Civitillo, Amministratore Delegato;
- Sig. Andrea Civitillo, Amministratore Delegato;
- Sig. Francesco Pagliarini, Consigliere;
- Sig. Alberto Fina, Consigliere.

Al due Amministratori Delegati sono stati conferiti i più ampi poteri di ordinaria e straordinaria amministrazione; al terzo, i poteri di "datore di lavoro" ai sensi del d.lgs. n. 81/2008, procedendo all'applicazione di tutte le norme di legge, all'attuazione delle misure necessarie per la sicurezza, la prevenzione infortuni e le malattie professionali.

FIB è dotata di un Organo di Controllo monocratico, nominato il 04/2016, con durata della carica per tre esercizi che scadono con all'approvazione del bilancio al 31/12/2018. Il Sindaco Unico è Vincenzo Bernardo.

In data 04/02/2015 FIB ha definitivamente perfezionato l'acquisto da FAAM S.r.l. in liquidazione del ramo di azienda cui pertiene lo stabilimento industriale sito in Monterubbiano (FM) sino ad allora condotto in affitto.

Allo stesso modo, in data 09/10/2015 ha definitivamente perfezionato l'acquisto da IBF S.p.A. in liquidazione del ramo di azienda cui pertiene lo stabilimento industriale sito in Manfredonia (FG) sino ad allora condotto in affitto.

FIB svolge la propria attività presso l'unità locale di Monte Sant'Angelo (FG), ove occupa uno stabilimento industriale sito in località Macchia snc, e presso l'unità locale di Monterubbiano (FM) nello stabilimento industriale sito in Via Monti n. 13.

Essa utilizza i complessi per batterie acquistati da ICS e li assembla nella produzione di accumulatori per rivenderli ad un portafoglio clienti molto frammentato, che differisce in base al segmento di riferimento.

Inoltre, FIB detiene direttamente quattro partecipazioni totalitarie in società italiane e direttamente una partecipazione totalitaria in una società cinese, che a sua volta detiene altra partecipazione totalitaria in un'altra società, sempre cinese.

2.2.5.1 Fib Sud S.r.l.

La prima partecipata fra quelle italiane è la "FIB Sud S.r.l.", costituita in data 24/06/2014 con rogito del notaio Michele Iannucci, avente rep. n. 1937.

Essa ha attualmente sede in San Potito Sannitico (CE), Centro Aziendale Quercete.

FIB Sud ha il medesimo oggetto sociale della sua controllante, ovvero la produzione di batterie da avviamento, trazione, stazionarie e al litio.

Il capitale sociale, interamente versato, pari a Euro 10.000,00, è di proprietà della FIB al 100%.

FIB Sud è amministrata da un organo collegiale, composto da tre componenti che costituiscono il Consiglio di Amministrazione, nominato il 01/08/2014 con durata della carica sino alla revoca. In particolare, i consiglieri sono:

- Ing. Vittorio Civitillo, Presidente e Amministratore Delegato;
- Sig. Andrea Civitillo, Consigliere;
- Sig. Alberto Fina, Amministratore Delegato.

Al primo ed al terzo componente sono stati conferiti i più ampi poteri di ordinaria e straordinaria amministrazione.

In data 01/08/2014 ha definitivamente perfezionato l'affitto da MP S.r.l. in liquidazione del ramo di azienda cui pertiene lo stabilimento industriale sito in Nusco (AV).

FIB Sud svolge la propria attività presso l'unità locale di Nusco (AV), ove occupa uno stabilimento industriale sito in Zona Industriale Fiorentina snc.

2.2.5.2 FS S.r.l.

La seconda partecipata fra quelle italiane è la "FS S.r.l.", costituita in data 18/03/2014 con rogito del notaio Michele Iannucci, avente rep. n. 1761.

Essa ha attualmente sede in San Potito Sannitico (CE), Centro Aziendale Quercete.

FS ha per oggetto l'attività di manutenzione ed installazione di qualsiasi tipo di batteria.

Il capitale sociale, interamente versato, pari a Euro 10.000,00, è di proprietà di FIB al 100%.

FS è amministrata da un organo collegiale, composto da quattro componenti che costituiscono il Consiglio di Amministrazione, nominato l'08/05/2015 con durata della carica sino alla revoca. In particolare, i consiglieri sono:

- Sig. Luciano Orsini, Presidente;
- Sig. Luca Tomassini, Amministratore Delegato;
- Sig. Alberto Fina, Consigliere;
- Sig. Federico Vitali, Consigliere.

All'Amministratore Delegato sono stati conferiti i poteri per la gestione del sistema di raccolta, trasporto ed eventuale stoccaggio di batterie esauste, unitamente alla gestione di tutti gli adempimenti amministrativi previsti dall'attuale normativa per la raccolta, trasporto ed eventuale stoccaggio.

FS svolge la propria attività presso le seguenti unità locali:

- 1) Castenaso (BO), via Toscanini n. 17, quale centro servizio, sede operativa;
- 2) Monte Sant'Angelo (FG), località Macchia n. 6, quale centro servizio;
- 3) Monterubbiano (FG), via Monte n. 11, centro servizio, sede operativa e amministrativa;
- 4) Misero (MI), via Mattel n. 5, centro servizio e sede operativa;
- 5) Roma, via Roccabernarda n. 45, deposito;
- 6) Bolzano Vicentino (VI), via Marosticana n. 7, centro servizio e sede operativa.

2.2.5.3 FL S.r.l.

La terza partecipata fra quelle italiane è la "FL S.r.l.", costituita in data 18/03/2014 con rogito del notaio Michele Iannucci, avente rep. n. 1760.

Essa ha attualmente sede in San Potito Sannitico (CE), Centro Aziendale Quercete.

FL ha il medesimo oggetto sociale della sua controllante, ovvero la produzione di batterie da avviamento, trazione, stazionarie e al litio.

Il capitale sociale, interamente versato, pari a Euro 10.000,00, è di proprietà di FIB al 100%.

FL è amministrata da un organo collegiale, composto da tre componenti che costituiscono il Consiglio di Amministrazione, nominato il 28/04/2015 con durata della carica sino alla revoca. In particolare, i consiglieri sono:

- Sig. Federico Vitali, Presidente;
- Sig. Luciano Orsini, Amministratore Delegato;
- Sig. Francesco Pagliarini, Consigliere.

All'Amministratore Delegato sono stati conferiti i più ampi poteri di ordinaria e straordinaria amministrazione.

FL svolge la propria attività presso l'unità locale di Monterubbiano (FM), ove occupa uno stabilimento industriale sito in Via Monti n. 13.

2.2.5.4 Lithops S.r.l.

La quarta partecipata fra quelle italiane è la "Lithops S.r.l.", costituita in data 18/12/2015 con rogito del notaio Michele Iannucci, avente rep. n. 2955.

Essa ha attualmente sede in San Potito Sannitico (CE), Centro Aziendale Quercete.

Lithops ha il medesimo oggetto della sua controllante, ovvero la produzione di batterie da avviamento, trazione, stazionarie e al litio.

Come meglio vedremo nel prosieguo, il Gruppo SERI ha improntato il piano industriale 2016-2020, in misura pregnante, sullo sviluppo del "progetto Litio", con significativi investimenti da completare entro il 2018 che dovrebbero, da subito,

consentire una rilevante crescita del fatturato e della marginalità, in virtù delle enormi potenzialità del mercato di riferimento e della intraveduta connessa possibilità di conquistare una quota di mercato abbastanza significativa.

Il capitale sociale, interamente versato, pari a Euro 10.000,00, è suddiviso tra:

- FIB, che detiene una quota di nominali Euro 6.000,00, pari al 60% del capitale sociale;
- S.I.R.E.F. S.p.A., con domicilio in Milano alla via Stelvio n. 55, C.F. 01840910150, che detiene una quota di nominali Euro 4.000,00, pari al 40% del capitale sociale.

Lithops è amministrata da un organo collegiale, composto da tre componenti che costituiscono il Consiglio di Amministrazione, nominato il 26/01/2016 con durata della carica sino alla revoca. In particolare, i consiglieri sono:

- Sig. Federico Vitali, Presidente,
- Sig. Luciano Orsini, Amministratore Delegato,
- Sig. Carlo Novarese, Consigliere.

All'Amministratore Delegato sono stati conferiti i più ampi poteri di ordinaria e straordinaria amministrazione.

In data 29/01/2015 Lithops ha perfezionato l'acquisto da Lithops S.r.l. in liquidazione del ramo di azienda condotto presso lo stabilimento industriale di Torino e costituito dai beni mobili organizzati per l'esercizio dell'attività di ricerca e sviluppo nel campo dell'ingegneria nonché di fabbricazione di batterie, pile ed accumulatori elettrici.

Lithops svolge la propria attività presso l'unità locale di Torino, ove occupa un ufficio/sede operativa sito in Strada del Portone n. 61.

Come meglio descritto nei paragrafi che seguono, il progetto di investimento del Gruppo SERI nel mercato del Litio, proprio in virtù di quest'ultima acquisizione, dovrebbe consentire il raggiungimento di livelli di fatturato e di marginalità ragguardevoli, tali dunque da modificare significativamente la determinazione del valore economico di SERI rispetto a quella *as is*.

Nel corso del 2015 è stata acquisita la partecipazione nella controllata cinese "FAAM Asia Limited", con sede ad Hong Kong, la quale a sua volta controlla integralmente la "YIBF Ltd", avente sede in Cina, Yixing City.

2.3 Mercato di riferimento

2.3.1 Panoramica del mercato

Le considerazioni di seguito riportate sono state tratte dal Report Analitico Rating di INDUSTRIAL emesso in data 02/03/2016 da "Cerved Rating Agency S.p.A.", documento più aggiornato messo a disposizione dagli Amministratori della Società e dagli stessi in gran parte utilizzato anche nella stesura dell'Information Memorandum.

Settore degli accumulatori elettrici

Nel 2015 il valore del mercato nazionale di accumulatori e batterie ha evidenziato una crescita del 6,5% confermando l'andamento positivo dell'esercizio 2014, dopo il biennio 2012/2013 contrassegnato da rilevanti difficoltà scaturite dalla crisi finanziaria.

Il rilancio della produzione nazionale dell'auto, dovuta sostanzialmente alla ripresa del Gruppo FCA, ha registrato performance migliorative soprattutto per quanto concerne il segmento batterie per autovetture; variazioni positive sono previste anche per il business dei veicoli commerciali, che ha beneficiato sia delle vendite effettuate sul mercato del nuovo che dell'usato.

I mercati più interessanti sono rappresentati dall'Estremo Oriente e subcontinente indiano per le batterie industriali, Est Europa per le batterie avviamento, Europa Occidentale e Paesi industrializzati in genere per le batterie per apparecchi portatili e per gli accumulatori ad erogazione controllata.

L'attuale ripresa industriale e la capacità di innovare (relativamente a materiali e potenzialità d'uso delle batterie) garantiscono, pertanto, lo sviluppo dimensionale del settore, per il quale è previsto un valore della produzione in crescita del 3/4% nell'esercizio 2016.

IL SETTORE DEGLI ACCUMULATORI E BATTERIE IN ITALIA

Dati in milioni di euro, variazioni percentuali

	Produzione					Var. % 12/12	Var. % 14/11	Var. % 12/11	Var. % 12/10
	2012	2013	2014	2015	2016				
Produzione	1.225	1.220	1.270	1.335	1.380	-0,4	4,3	5,1	3,4
Export	609	619	653	687	710	1,6	5,5	4,4	4,1
Import	648	686	786	798	845	5,9	8,7	7,0	5,9
Saldo commerciale	-39	-67	-93	-116	-135				
Mercato Interno	1.264	1.287	1363	1.451	1.515	1,8	5,9	6,5	4,4
Export/Produzione (%)	49,7	50,7	51,4	51,1	51,4				
Import/Mercato (%)	51,3	51,3	54,7	55,0	55,8				

Fonte: elaborazione Cerved - Databank su fonti varie

La domanda di accumulatori di trazione e di avviamento è ciclica e fortemente correlata ai settori dell'auto, dei veicoli commerciali, delle macchine agricole, macchine movimento terra e dei carrelli trasportatori.

Risulta, pertanto, caratterizzata da diversi fattori:

- evoluzione di prodotto, soprattutto nel segmento dell'alimentazione per motorini di avviamento dei veicoli, con un'innovazione resa necessaria dalle sempre maggiori richieste di assorbimento di energia sui veicoli (es. per motori "start & stop" e per la serie di applicazioni di origine non automobilistica);
- innovazione legata all'utilizzo su veicoli ibridi e/o elettrici;
- ricerca di nuove tecnologie di produzione, indirizzate all'uso di materiali eco-compatibili (anche per interventi legislativi) e più facilmente smaltibili;
- ricerca ed applicazioni per batterie di stazionamento "energy back up" e per batterie al sodio cloruro di nichel utilizzate per "energy storage", fondamentale per la distribuzione dell'energia accumulata (nel fotovoltaico consente di utilizzare di notte l'energia accumulata durante il giorno);
- buon andamento dei flussi commerciali da/per l'estero.

Negli ultimi anni gli operatori settoriali hanno effettuato notevoli investimenti per soddisfare la domanda di batterie di nuova generazione destinate a veicoli di nuovo tipo. Le maggiori opportunità di crescita sono individuabili nello sviluppo delle batterie al litio per autoveicoli, data la lenta ma costante diffusione di veicoli elettrici ed ibridi, che porterà ad un incremento del consumo di accumulatori per trazione leggera.

L'offerta, a livello mondiale, è molto concentrata e vede la presenza di pochi grandi gruppi multinazionali (Exide, Johnson Controls ed EnerSys), soprattutto nel segmento degli accumulatori per avviamento.

In Italia i maggiori *players* del settore sono: Gruppo Dofin (Fiamm, Sapra), il Gruppo Matrotto-Midac ed il Gruppo SERI, i quali sono presenti su tutti i segmenti di mercato relativi alle diverse tipologie di accumulatori, sia nell' *Original Equipment* sia nell' *After Market*.

SUDDIVISIONE E ANDAMENTO DEL MERCATO EUROPEO DELLE BATTERIE PER AUTOTRAZIONE

Dati in volume ('000)

	Produzione				Consumo		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
Original Equipment	17.427	18.511	19.944	20.389	6,2	7,7	7,2
Aftermarket	44.970	45.309	45.782	46.464	6,8	1,0	1,5
Totale	62.397	63.820	65.726	66.853	1,4	3,9	3,0

Fonte: Eurobat

Nel complesso, la produzione di accumulatori, ad eccezione di quelli stazionari dove i prodotti vengono tarati sulle grandi commesse di aziende industriali o di enti pubblici, risulta caratterizzata da elevate economie di scala e da una consistente automazione dei processi, al fine di razionalizzare l'iter operativo ed i costi gestionali.

Rilevanti, inoltre, risultano essere i costi di approvvigionamento della materia prima, in particolare del piombo (che incide per il 30% dei costi di struttura) il cui prezzo è fortemente correlato alla volatilità delle relative quotazioni al LME.



Settore dei manufatti in plastica per l'edilizia

Nel 2015 il valore monetario del mercato italiano dei manufatti in plastica si è attestato sui 6,3 miliardi di euro circa, con una crescita del 3,3% rispetto al 2014.

Per il 2016 è stata prevista una ulteriore evoluzione della domanda interna sostenuta dalla ripresa del mercato delle costruzioni e dalla crescita del mercato dell'*automotive*, in termini sia di produzione sia di immatricolazioni.

Il clima generale di incertezza sul contesto economico, l'estrema volatilità del mercato borsistico, il momento di transizione sul mercato del lavoro e l'esigenza da parte delle famiglie di ricostruire parte della ricchezza erosa nel corso degli anni di crisi, limiteranno tuttavia le prospettive di crescita dei consumi.

IL SETTORE DEI MANUFATTI IN PLASTICA PER EDILIZIA E INDUSTRIA INTALIA

Dati in milioni di euro, variazioni percentuali

	2013	2014	2015	2016	2017	2013	2014	2015	2016
Produzione	8.280	8.380	8.600	8.900	9.200	1,2	2,6	3,3	3,4
Export	4.925	5.120	5.310	5.500	5.680	4,0	3,7	3,8	3,3
Import	2.648	2.800	2.970	3.130	3.300	5,7	6,1	5,4	5,4
Saldo commerciale	2.277	2.320	2.540	2.370	2.380				
Mercato interno	6.009	6.060	6.390	6.530	6.820	0,9	3,3	4,3	4,4
Export/ Produzione (%)	59,5	61,1	61,7	61,8	61,7				
Import/Mercato (%)	44,1	46,2	47,4	47,9	48,4				

Fonte: elaborazione DataBank su dati fonti varie

Le migliori opportunità, soprattutto in termini di marginalità, si concentrano sulle produzioni innovative: tecnologie ad alto livello di innovazione (R&S orientata a nuovi *compound*), stampa di prodotti in serie ridotte, stampa di prodotti con forme complesse oppure prodotti coperti da brevetti o protezioni normative.

Importanti risultano essere le partnership con la clientela ed il *codesign* di prodotto in numerose applicazioni: il produttore di manufatti lavora, di solito, a stretto contatto con il cliente per accelerare la soluzione di eventuali problemi tecnico/economici, affiancandolo sin dalla fase di progettazione dei suoi prodotti; ciò determina anche una spinta agli investimenti per il rinnovo/ampliamento degli impianti produttivi.

In Italia opera un elevato di numero di imprese (più di 1.000 unità produttive), per lo più di piccole dimensioni con un'elevata specializzazione produttiva nei singoli comparti; i principali *players* producono prevalentemente manufatti destinati all'industria dell'auto, degli elettrodomestici e dell'elettronica di consumo, dove sono determinanti la saturazione degli impianti ed il pieno sfruttamento delle economie di scala.

Non trascurabili, infine, le normative in materia di riciclo di materiale plastico che spingono le aziende clienti a richiedere manufatti totalmente riciclabili o prodotti con

materiali riciclati, che garantiscono un risparmio in termini di approvvigionamento rispetto ai polimeri vergini.

Progetto LITIO

Discorso a parte merita il progetto di investimento del Gruppo SERI nel mercato del Litio, in base al quale dovrà essere avviata una Business Unit ad hoc per la produzione delle celle a Litio e di batterie a Litio.

Il primo investimento strategico in tale settore, da parte del Gruppo SERI, è stato perfezionato sul finire del 2015, con l'acquisto dell'azienda Lithops, fondata nel 2010, primo produttore in Italia di celle Litio-ione per applicazioni speciali.

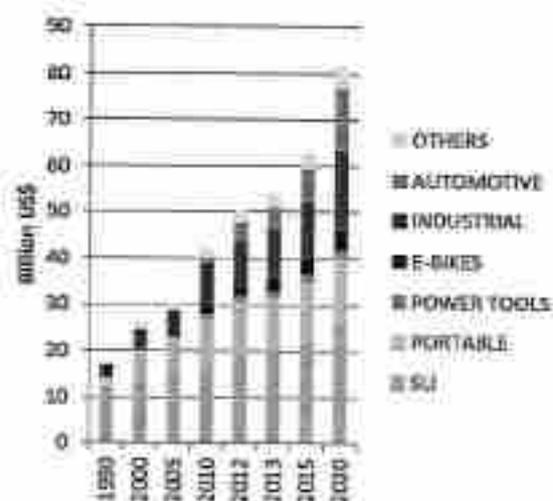
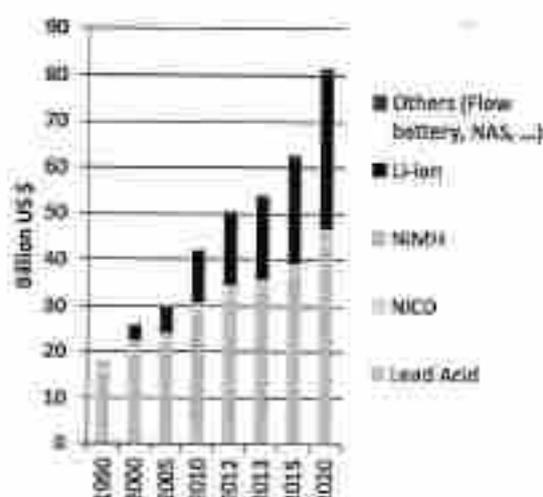
I sistemi basati sul litio vantano caratteristiche in termini di densità di energia e di potenza superiori alle tradizionali tecnologie di accumulo elettrochimico (basate sul piombo e sul Nickel), rendendoli interessanti per uno svariato numero di applicazioni.

La commercializzazione delle prime batterie al litio è avvenuta nel 1991, da parte della Sony; la loro produzione è cresciuta rapidamente nel corso dell'ultimo ventennio, in particolar modo per far fronte alle richieste dell'elettronica di consumo (cellulari, computer, telecomunicazioni, ecc.).

Tuttavia, come dimostrano gli studi dei maggiori esperti del settore, descritti in appresso, nel prossimo futuro si presenteranno favorevoli scenari a livello mondiale, legati al settore dell'accumulo stazionario domestico, industriale e *automotive*, nonché in sostituzione degli attuali accumulatori al piombo (avviamento), al fine di soddisfare le esigenze costruttive dei veicoli in ottica di riduzione dei consumi e delle emissioni.

In dettaglio, gli studi sul mercato delle batterie al litio più recenti ed attendibili messi a nostra disposizione (quelli della società francese di consulenza AVICENNE, aggiornati alla data di gennaio del 2015) mostrano come il mercato mondiale passerà da un valore di 54 Billion US\$ nel 2013 a 80 Billion US\$ nel 2020, con una crescita media annuale di circa il 7% per ogni tipologia.

I grafici riportati nel seguito evidenziano detta crescita del mercato delle batterie sia per tipologia di tecnologia utilizzata che per andamento del mercato per applicazioni.



Li-I: Start light and ignition batteries for cars, truck, boats, boats etc.

PORTABLE: consumer electronics (mobile, portable PC, tablet, Camera, ...) data collector & handy terminals.

POWER Tools: power tools but also grinding tool.

INDUSTRIAL:

- MOTIVE: Forklift (SERI), others
- STATIONARY: Telecom, UPS, Energy Storage System, Medical, Others (Emergency Lighting, Security, Railroad Signaling, Diesel Generator Starting, Control & Switchgear).

AUTOMOTIVE: HEV, P-HEV, EV

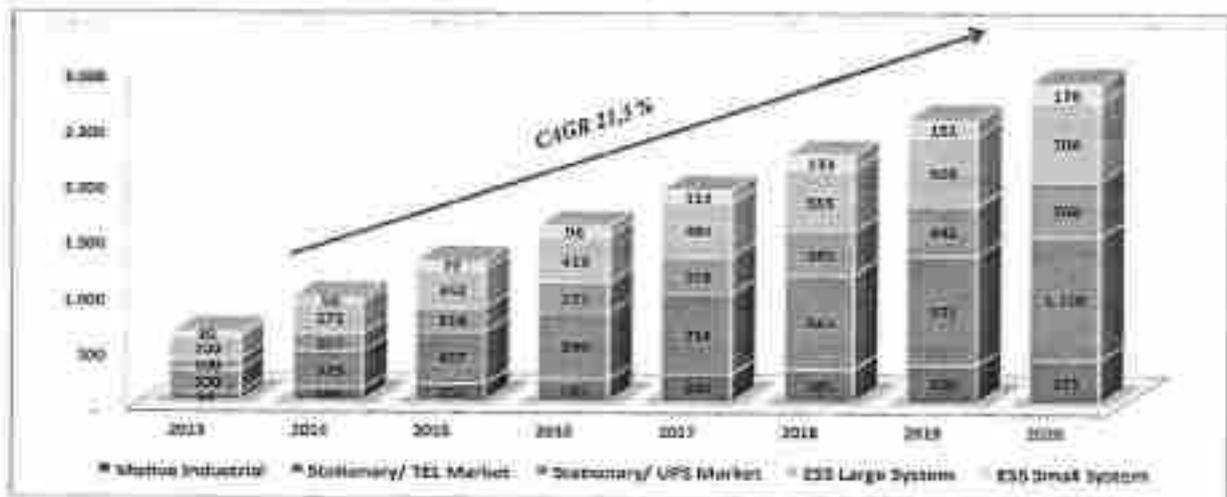
OTHERS: Medical: wheelchair, medical carts, medical devices (surgical power tools, mobile instrumentation (e-cis, ultrasound, ENDOSCO, large oxygen concentrators)

In particolare, il Gruppo SERI intende concentrarsi nello sviluppo delle seguenti linee di business:

- *Motivo Industrial* (Trazione pesante e leggera)
- *Stationary / Tel Market* (Stazionario - mercato delle telecomunicazioni)
- *Stationary / UPS Market* (Stazionario - mercato UPS)
- *Energy Storage System (ESS) – Large System*
- *Energy Storage System (ESS) – Small System*

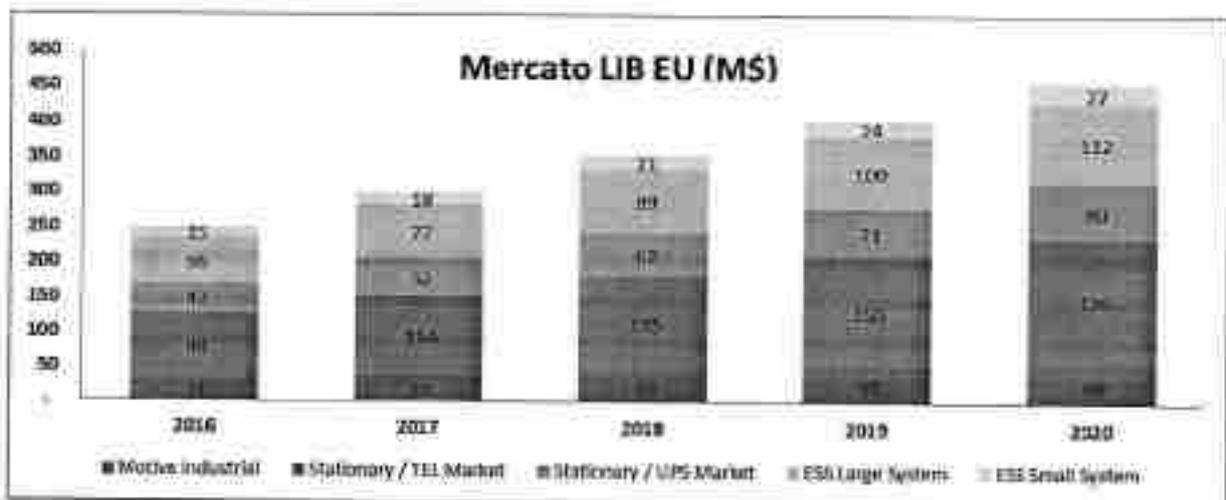
In relazione a tali linee di business il mercato delle batterie Litio a livello mondiale è previsto in rapida crescita nei prossimi anni, raggiungendo un valore di circa 2.845 milioni di USD\$ nel 2020, come evidenziato nel grafico e nella tabella di seguito rispettivamente riportati.





MERCATO DI RIFERIMENTO - WORLD MARKET LIB - USD MLN	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Motive Industrial	60	105	150	195	240	285	330	375
Stationary / TEL Market	200	329	457	586	714	843	971	1,100
Stationary / UPS Market	100	157	214	271	328	385	442	500
ESS (Energy Storage System) Large System	200	271	342	413	484	555	626	700
ESS (Energy Storage System) Small System	40	68	77	85	115	133	152	170
Totale	600	820	1,240	1,560	1,881	2,201	2,521	2,848

A livello europeo, il mercato delle batterie Litio dovrebbe toccare quota 455 M\$, presentando la crescita evidenziata nel grafico e nella tabella rispettivamente di seguito riportati.



UE MARKET LIB USD MLN	2016	2017	2018	2019	2020
Motive Industrial	31	38	48	53	60
Stationary / TEL Market	54	114	135	155	175
Stationary / UPS Market	43	52	62	71	80
ESS Large System	66	77	89	100	112
ESS Small System	15	10	21	24	27
Totale	249	299	353	403	455

2.3.2 Posizionamento competitivo-grado di concentrazione della clientela

Anche le considerazioni di seguito riportate sono state tratte dal Report Analitico Rating di INDUSTRIAL emesso in data 02/03/2016 da "Cerved Rating Agency S.p.A.", documento più aggiornato messo a disposizione dagli Amministratori della Società e dagli stessi in gran parte utilizzato anche nella stesura dell'Information Memorandum.

Le numerose acquisizioni effettuate nel corso degli ultimi anni hanno consentito al Gruppo INDUSTRIAL, del quale fa parte SERI, di raggiungere un livello di integrazione verticale che gli consente di coprire tutta la filiera produttiva del settore accumulatori elettrici e dello stampaggio di materie plastiche, nonché di diversificare in settori di nicchia altamente tecnologici.

La BU batterie si posiziona come realtà di medie dimensioni, con vantaggi competitivi difendibili, in ragione di *i) accordi commerciali con i clienti della divisione impianti ii) forte integrazione su ogni fase del processo produttivo iii) riconoscibilità del brand FAAM.*

SERI PLANT è una delle poche realtà industriali, a livello mondiale, in grado di progettare e costruire impianti o moduli per il recupero del piombo.

SERI PLAST dispone di un *know how* qualificato per la produzione di granulo da riciclato e di *compound*.

ICS ha il pieno controllo dell'approvvigionamento di materia prima (granulo di SERI PLAST) e della materia prima vergine acquisibile da fornitori multinazionali che hanno rapporti privilegiati con la centrale acquisti di Gruppo.

FIB GROUP è presente nel mercato con tutta la gamma di batterie-trazione, avviamento, stazionario e litio, e possiede, inoltre, un canale agevolato di approvvigionamento, in quanto i complessi in plastica vengono forniti da ICS, mentre il piombo dagli *smelter* clienti di SERI PLAST.

La tabella di seguito riportata mostra i principali competitors del Gruppo.



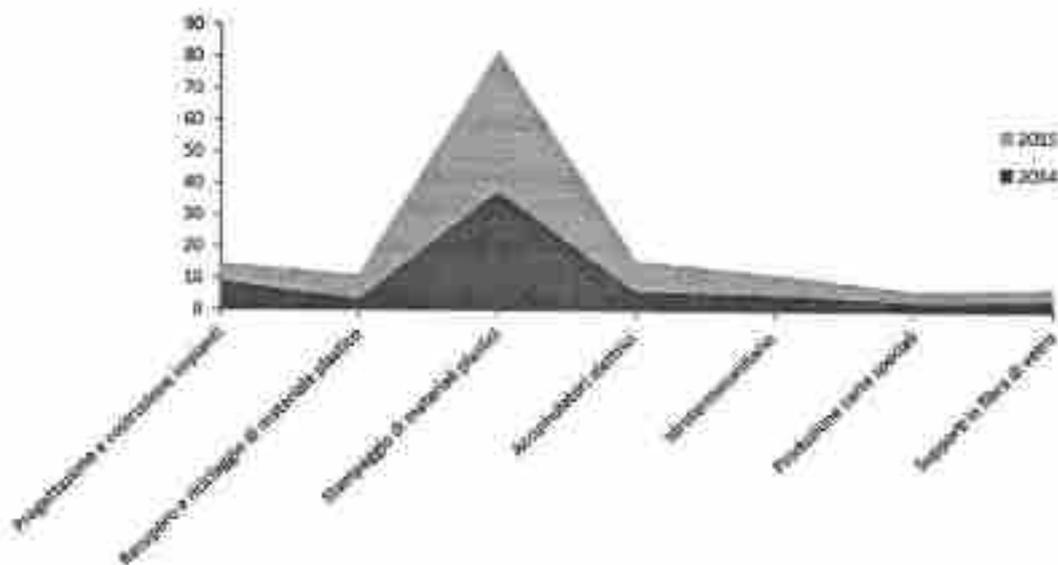
Competitor	Ricavi	Exide	Exide/Ricavi	Exide/CF
<i>Progettazione e costruzione impianti</i>				
Engitec Technologies SpA	20.390	7.104	25,11%	23,29
<i>Stampaggio materiali plastici</i>				
Assima SpA con Socio Unico	51.218	5.898	11,52%	8,51
<i>Accumulatori elettrici</i>				
F.i.a.m.m. SpA	431.819	7.594	1,75%	0,83
Milac SpA	147.078	13.339	9,07%	22,61
Johnson Controls Autobatterie SpA*	84.905	5.904	6,95%	15,09
EnerSys Srl**	74.389	2.529	3,40%	15,52
Viepiemme SpA	39.024	1.702	4,32%	2,09
S.I.A. Industria Accumulatori SpA	28.198	1.059	4,10%	8,24

Al 31/12/2015 il Gruppo INDUSTRIAL presenta un buon grado di diversificazione del portafoglio clienti, sia a livello settoriale che di mercati geografici presidiati; tuttavia, circa il 23% del fatturato è stato realizzato col Gruppo Exide, multinazionale francese specializzata nella progettazione, produzione e commercializzazione di batterie per il settore automobilistico, nonché di batterie stazionarie e a trazione per il settore industriale.

Nel complesso il portafoglio clienti 2015 denota una sostanziale stabilità nella composizione dei volumi movimentati rispetto ai dati riscontrati nell'esercizio precedente.

L'incremento delle vendite al Gruppo Exide, in valore assoluto, è stato allineato all'ampliamento complessivo dei ricavi, pertanto si è mantenuto, in termini percentuali, su un livello analogo a quello del 2014.

Differenti risultano, invece, essere le composizioni delle singole realtà che presentano una clientela e/o aree di mercato presidiate ben delineate, come mostra il grafico di seguito riportato.



Discorso a parte merita, anche in questo caso, il **Progetto LITIO** in quanto, come ampiamente illustrato, si tratta di un mercato nel quale bisogna ancora entrare, seppure dalle enormi potenzialità prospettiche.

In funzione delle diverse linee di business, i principali competitors, a livello mondiale, sono Enersys, Exide, Panasonic, Samsung, LG, A123, Johnson Controls, Yuasa, SAFT, Tesla, Altairmano; a livello europeo, ad oggi esiste un unico produttore di celle Litio-ione e sistemi completi, SAFT, che detiene una quota del mercato globale inferiore all'1%.

2.4 Dati storici di SERI

SERI redige il proprio bilancio d'esercizio in base ai principi contabili nazionali statuiti dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili e dai Documenti emanati dall'Organismo Italiano di Contabilità (OIC), sottoponendolo a revisione legale affidata alla società PricewaterhouseCoopers S.p.A.

Tuttavia, SERI è obbligata anche alla redazione del bilancio consolidato che, avvalendosi della facoltà di cui agli artt. 2 e segg. del D.Lgs. n. 38/2005, sin dal 2013 redige in base ai principi contabili internazionali *International Financial Reporting Standards (IFRS)*, emanati dall'*International Standards Board (IASB)* ed omologati dall'Unione Europea, sottoponendo anch'esso a revisione legale affidata alla società PricewaterhouseCoopers S.p.A.

Ribadiamo quanto riportato nel paragrafo 1.4 della presente relazione, ovvero che la nostra analisi è basata su informazioni economiche e finanziarie e su documenti forniti dagli Amministratori, cui compete la responsabilità sulla qualità e correttezza dei dati e delle informazioni ricevuti.

Tali dati ed informazioni, infatti, sono stati da noi analizzati solo per ragionevolezza complessiva: in particolare, non abbiamo svolto alcuna analisi o alcuna verifica indipendente, o controlli di altro tipo e, pertanto, non esprimiamo alcuna opinione o altra forma di giudizio sulla loro accuratezza, correttezza o completezza.

Opinione e giudizio che, ribadiamo, sono stati espressi nel corso del triennio in esame dalla società di revisione PricewaterhouseCoopers S.p.A., sempre senza alcuna eccezione/riserva, in merito sia al bilancio civilistico che a quello consolidato di SERI, non anche delle sue controllate.

Nel corso del periodo esaminato SERI ha ulteriormente contribuito alla crescita del Gruppo, perfezionando alcune acquisizioni che le hanno consentito di raggiungere un livello di integrazione verticale che oggi riesce a coprire tutta la filiera del settore accumulatori elettrici e dello stampaggio di materie plastiche: tali operazioni straordinarie sono state spesso di *turn around*, avendo rilevato aziende in crisi nell'ambito di procedure concorsuali o preconcorsuali, riorganizzandole e rilanciandole.

Riorganizzazione che ha subito lo stesso Gruppo SERI, in virtù di un perimetro di consolidamento che è mutato nel corso del triennio in esame.

Basti pensare che nel corso del 2015:

- FIB ha perfezionato l'acquisto, dalla società FAAM S.p.A. in liquidazione, del ramo di azienda prima condotto in affitto; detto acquisto ricomprende anche l'intero capitale sociale della FAAM Asia Ltd, a sua volta controllante della società cinese YIBF;
- Repiombo ha perfezionato l'acquisto, dalla società Ecopiombo S.r.l., del ramo di azienda prima condotto in fitto;
- ICS ha acquistato un ulteriore 15% della partecipazione nella Plastam EU, raggiungendo il 100% del capitale sociale;
- sempre FIB ha perfezionato l'acquisto, dalla società IBF S.p.A. in liquidazione, del ramo di azienda fino ad allora condotto in fitto;
- sempre FIB ha costituito la LITHOPS S.r.l., che di lì a poco ha perfezionato l'acquisto del ramo di azienda cui pertiene lo stabilimento industriale sito in Torino.

Nel perimetro di consolidamento del bilancio al 31/12/2015 non sono rientrate né REPIOMBO né LITHOPS in quanto l'inizio di attività era previsto a partire dall'esercizio 2016.

Fatte queste doverose premesse, la tabella sottostante riporta i dati economici consolidati della Società relativamente al periodo 2013 - 2015.

Conto Economico - €k	2013	2014	2015	CAGR 2013-15
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	102.568,7	96.937,8	117.852,3	7,2%
Altri Ricavi e proventi	1.756,3	5.601,8	3.062,4	32,0%
Variazioni delle riman. prodotti finiti e sei	7.154,8	69,3	2.204,7	-44,5%
Costo del venduto	(58.889,0)	(51.387,0)	(76.097,0)	13,7%
Gross Margin	52.590,8	51.221,9	47.022,5	-5,4%
<i>Gross Margin (%)</i>	<i>50,4%</i>	<i>50,0%</i>	<i>38,9%</i>	
Servizi	(20.217,3)	(18.706,7)	(11.281,1)	-25,3%
Godimento Beni di Terzi	(1.807,0)	(1.304,7)	(1.873,1)	1,8%
Costi del personale	(18.668,6)	(14.179,6)	(16.069,2)	-7,2%
Altri costi operativi	(1.547,1)	(5.048,1)	(605,7)	37,4%
EBITDA	10.350,8	11.782,7	17.193,4	28,9%
<i>EBITDA Margin (%)</i>	<i>9,9%</i>	<i>11,5%</i>	<i>14,2%</i>	
Ammo.ni Imm. Materiali	(3.784,0)	(2.838,0)	(3.286,0)	-6,8%
Altre Svalutazioni delle Immobilizzazioni	(516,0)	(83,4)	-	-100,0%
Altri accantonamenti e svalutazioni	(1.988,0)	(1.752,4)	(1.650,0)	-8,9%
Ammo.ni Imm. Immateriali	(136,0)	(140,0)	(1.136,0)	189,0%
EBIT	3.926,8	6.968,9	11.121,4	68,3%
<i>EBIT Margin (%)</i>	<i>3,5%</i>	<i>6,8%</i>	<i>9,2%</i>	
Proventi/(Oneri) Finanziari	(1.179,9)	(1.639,2)	(2.048,8)	31,8%
EBT	2.746,9	5.329,7	9.072,5	81,7%
<i>EBT Margin (%)</i>	<i>2,6%</i>	<i>5,2%</i>	<i>7,3%</i>	
Imposte	(1.867,7)	(1.784,1)	(2.838,4)	25,3%
Utile/(Perdita d'esercizio)	879,2	3.545,6	6.234,2	166,3%
Utile di pertinenza di terzi	406	(54,6)	-	-100,0%
Utile/(Perdita) di Gruppo (%)	473,4	3.600,2	6.234,2	262,9%
<i>Utile/(Perdita) di Gruppo (%)</i>	<i>0,3%</i>	<i>3,5%</i>	<i>5,2%</i>	

Fonte: Bilanci storici approvati dalla Società.

Nel corso del periodo esaminato 2013 - 2015, osserviamo quanto segue:

- Il *Gross Margin* registra un decremento sia in valore assoluto (da €k 52.590,0 nel 2013 a €k 47.022,5 nel 2015) sia in termini percentuali sui ricavi (dal 50,4% nel 2013 al 38,9% nel 2015) causato esclusivamente dalla riorganizzazione della attività realizzata nel corso del 2014, in virtù della quale i *business* dell'idrotermosanitario e la BU della produzione delle carte speciali sono stati riallocati in altra *subholding*. Tuttavia, nonostante i ricavi delle vendite abbiano segnato un notevole aumento nel corso del 2015, il *Gross Margin* non ha ripreso a crescere in relazione al combinato effetto:

- a) dell'aumento del costo del venduto più che proporzionale rispetto a quello del ricavi delle vendite, in virtù della maggiore incidenza del costo delle materie prime nel *business* dello stampaggio e degli accumulatori elettrici;

b) della flessione degli altri ricavi di vendita;

- l'EBITDA registra un incremento sia in valore assoluto (da €k 10.350,8 nel 2013 a €k 17.193,4 nel 2015) sia in termini percentuali sui ricavi (dal 9,9% nel 2013 al 14,2% nel 2015), nonostante la riorganizzazione delle attività realizzata nel corso del 2014 dianzi sinteticamente illustrata. Il suddetto incremento è ascrivibile alla significativa contrazione dei costi per servizi, di quelli per il personale e degli altri costi operativi;
- l'EBIT registra un incremento sia in valore assoluto (da €k 3.926,8 nel 2013 a €k 11.121,4 nel 2015) che in termini percentuali sui ricavi (dal 3,8% nel 2013 al 9,2% nel 2015), maggiore rispetto a quello realizzato dall'EBITDA. Il suddetto incremento è ascrivibile alla contrazione dei costi per ammortamenti e svalutazioni;
- l'utile di esercizio registra un incremento sia in valore assoluto (da €k 473,4 nel 2013 a €k 6.234,2 nel 2015) che in termini percentuali sui ricavi (dallo 0,5% nel 2013 al 5,2% nel 2015), ascrivibile principalmente alle dinamiche sopra esposte.

La tabella sottostante illustra i dati patrimoniali consolidati della Società relativamente al periodo 2013 - 2015.

Stato Patrimoniale - €k	2013	2014	2015
Immobilizzazioni Materiali	19.177,2	16.848,2	20.847,7
Immobilizzazioni Immateriali	64.650,5	35.641,4	58.122,4
Immobilizzazioni Finanziarie	22,4	124,2	1.137,2
Totale Attivo Immobilizzato	83.856,1	72.613,7	80.107,4
Rimanenze	30.899,7	25.698,3	23.411,0
Crediti Commerciali	35.465,0	44.718,0	31.886,3
Debiti Commerciali	(33.260,2)	(23.357,6)	(24.623,8)
Capitale Circolante Commerciale	33.104,5	47.063,7	30.673,5
Crediti fiscali e Imposte Anticipate	1.224,0	737,2	1.041,1
Passività fiscali	(8.068,3)	(5.529,1)	(6.178,9)
Altre attività	3.661,6	1.638,3	1.960,6
Strumenti Derivati	(39,4)	(147)	(127)
Altre passività	(5.299,8)	(13.367,2)	(5.193,3)
Capitale Circolante Netto	24.582,3	30.395,6	22.174,2
Fondo per rischi e oneri	(5,3)	(3.146,5)	(372,4)
Fondo IFR	(2.233,3)	(2.310,3)	(3.009,2)
Capitale Investito Netto	106.199,8	97.552,4	98.899,9
Disponibilità liquide	(695)	(1.256,8)	(1.447,3)
Crediti finanziari vs parti correlate	(411)	(15.124)	(5.657)
Debiti finanziari vs controllati	-	-	682
Debiti verso banche	33.782,0	40.039,8	24.206,0
Posizione Finanziaria Netta	32.676,1	23.679,0	18.383,7
Capitale Sociale	65.000,0	65.000,0	65.000,0
Riserve	787,4	(1.433,3)	1.126,3
Utili/(Perdite) portati a nuovo	4.098,2	4.911,8	8.133,8
Utili/(Perdite) dell'esercizio	473,4	3.600,2	6.234,2
Patrimonio Netto di Gruppo	70.359,0	72.056,5	80.516,2
Patrimonio netto di terzi	3.164,6	1.816,9	-
Totale Patrimonio Netto	73.523,6	73.873,4	80.516,2
Fonti di Finanziamento	106.199,8	97.552,4	98.899,9

Fonte: Bilanci storici approvati della Società.

Nel corso del periodo esaminato 2013 - 2015, osserviamo quanto segue:

- rispetto al 2014, il totale attivo immobilizzato registra un incremento in ragione di maggiori investimenti in immobilizzazioni immateriali e materiali, con particolare riguardo agli acquisti di rami di azienda perfezionati dalla FIB;
- rispetto al 2014, il capitale circolante netto si riduce significativamente in virtù:

- a) del consolidamento della linea di business "accumulatori", che negli esercizi precedenti aveva richiesto ingenti investimenti;
- b) della riduzione dei crediti commerciali a seguito delle cessioni pro-soluto realizzate;
- la Posizione Finanziaria Netta migliora nell'arco del triennio in ragione di un incremento della liquidità, da ricondurre ad una miglior gestione del circolante e ad una riduzione dei debiti verso le banche.

2.5 Dati Prospettici di SERI

La valutazione di SERI è stata effettuata utilizzando i Dati Prospettici formalmente approvati dall'Organo Amministrativo di INDUSTRIAL.

Ribadiamo quanto abbiamo asserito nel paragrafo 1.4 della presente relazione, già riportato anche in commento ai Dati Storici, ovvero che la nostra analisi è basata su informazioni economiche e finanziarie e su documenti forniti dagli Amministratori, cui compete la responsabilità sulla attendibilità dei dati prospettici e sulla correttezza delle informazioni ricevute.

Tali dati ed informazioni, infatti, sono stati da noi analizzati solo per ragionevolezza complessiva: in particolare, non abbiamo svolto alcuna analisi o alcuna verifica indipendente, o controlli di altro tipo e, pertanto, non esprimiamo alcuna opinione o altra forma di giudizio sulla loro accuratezza, correttezza o completezza.

Il presupposto delle nostre analisi è che la Società implementi, nelle prospettate tempistiche, le proiezioni forniteci in coerenza con le ipotesi sottostanti.

Compete agli Amministratori la responsabilità della preparazione dei Dati Prospettici e della formulazione delle ipotesi poste alla base della redazione degli stessi.

In tale ottica evidenziamo che le proiezioni economiche 2016-2020 tengono conto di attività della filiera degli accumulatori elettrici non ancora iniziate, per le quali sono in corso e/o devono ancora essere avviati ingenti investimenti, parte dei quali peraltro da realizzarsi grazie all'ausilio di "finanza straordinaria".

Con particolare riferimento a dette attività da intraprendere, le linee di sviluppo strategico del Gruppo contempiano quelle di:

- 1) **Repiombo**, a partire dal 2017, nell'ambito del recupero delle batterie esauste e per la produzione di piombo da batterie esauste;
- 2) **ICS**, società già attiva, che a partire dal 2017 prevede la realizzazione di uno stabilimento in Polonia e di uno in Marocco per la produzione/stampaggio di cassette "avviamento";
- 3) **Lithops**, a partire dal 2018, nell'ambito del "Progetto Litio", che prevede un considerevole sviluppo del fatturato in svariate linee di prodotto, come in appresso specificamente verrà illustrato.

In dettaglio, quanto alle attuali Business Unit, le linee di sviluppo strategico del Gruppo prevedono quanto segue.

SERI PLANT

Grazie (I) alla formazione di un team giovane, predisposto a lunghe trasferte ed in grado di sostituire gli ingegneri capo progetto "storici", nonché (II) allo sviluppo di un sistema di monitoraggio dell'impianto che consente interventi da remoto su PLC, è previsto un fatturato ed un EBITDA in crescita a partire dal 2017, in controtendenza rispetto al 2016 che sta registrando un calo del fatturato rispetto al 2015 in virtù della ultimazione di alcune commesse in corso che hanno richiesto, come sempre, un lungo periodo di affiancamento alla clientela.

SERI PLAST

Grazie (I) alla crescita di ICS nelle attività di stampaggio, essendone l'esclusivo fornitore di propilene rigenerato, nonché (II) alla crescita del mercato compound per il settore *automotive*, è previsto un fatturato ed un EBITDA in crescita già a partire dal 2016.

ICS

Grazie (I) alla penetrazione nel mercato del Nord Europa sul segmento delle batterie trazione/stazionarie, (II) alla penetrazione nel mercato del Nord Africa nel segmento delle batterie avviamento, (III) all'ulteriore sviluppo nel mercato italiano connessa a quello della FIB, è previsto un fatturato ed un EBITDA in crescita a partire dal 2017.

Come in precedenza accennato, sono stimati investimenti per la realizzazione degli stabilimenti in Polonia ed in Marocco, complessivamente per Euro 2,7milioni, che dovrebbero entrare in produzione nel corso del 2017.

FIB

Grazie (I) all'innovativo progetto di assistenza tecnica e di pronto intervento denominato "CARBAT", nonché (II) al recupero delle quote di mercato del marchio FAAM a livelli pre-crisi, è previsto un fatturato ed un EBITDA in crescita già a partire dal 2016.

Prima di trattare, separatamente, il "Progetto Litio" di seguito riportiamo una tabella riepilogativa dei dati prospettici di ricavi, EBITDA e Capex, suddivisi per singola società.



RICAVI

RICAVI	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Valori in Euro milioni						
Ripombo			10,0	10,0	10,0	10,0
Seri Plant	10,1	3,5	10,8	12,0	13,2	13,2
Seri Plast	20,0	21,5	25,0	27,5	30,0	30,0
ICS	53,2	49,0	56,2	63,2	69,2	69,2
FB	48,6	54,1	67,2	78,5	93,8	89,6
Seri Industrial	0,0	1,0	0,1	0,1	0,1	0,1
IC	(13,7)	(11,6)	(23,2)	(24,7)	(25,8)	(26,8)
Consolidato Seri Industrial	120,2	157,3	146,1	186,6	136,6	196,6

EBITDA

EBITDA	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ripombo			3,0	2,0	2,0	2,0
Seri Plant	2,6	0,2	3,0	3,4	3,7	3,8
Seri Plast	4,1	4,3	5,5	6,3	7,2	7,2
ICS	5,4	4,9	6,3	7,9	9,0	9,0
FB	4,7	5,8	9,0	11,6	13,9	13,9
Seri Industrial	0,1	(0,0)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)
IC	0,4	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9
Consolidato Seri Industrial	17,2	16,0	25,9	31,4	35,9	35,9

CAPEX

Investimenti	2016	2017	2018	2019	2020
Ripombo	0,3	2,1	1,5	-	-
Seri Plant	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Seri Plast	0,9	0,3	0,3	0,3	0,3
ICS	1,3	2,7	0,5	0,5	0,5
FB	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Totale capex Seri Industrial Group	3,3	5,7	2,9	1,4	1,4

PROGETTO LITIO

Come accennato nelle pagine che precedono, le linee di sviluppo strategico del Gruppo prevedono ingenti investimenti e significativi immediati ritorni nel mercato del Litio.



Investimenti già iniziati dalla FIB, con la recente acquisizione dell'azienda Lithops, fondata nel 2010, primo produttore in Italia di celle Litio-ione per applicazioni speciali.

Con il "progetto Litio" verranno coperte tutte le aree della filiera produttiva degli accumulatori, dalla ricerca e sviluppo alla produzione di celle litio, fino alla commercializzazione delle batterie.

In dettaglio, per la realizzazione del progetto sono stati stimati investimenti nel periodo 2016-2019 per complessivi Euro 76 milioni, come da tabella di seguito riportata, che consistono, sostanzialmente, nella creazione di due stabilimenti:

TIPOLOGIA INVESTIMENTI - € MILA	2016	2017	2018	2019	2020	TOTALE
Sviluppo BMS e batterie	0,3	0,2	0,2	0,2	-	0,9
Sviluppo Celle Lithops	0,4	0,5	0,5	0,5	-	1,9
Sviluppo Accumulatori e Celle Lithops	0,1	0,3	0,3	0,3	-	0,9
Attrezzature per impianti BMS e Batterie	0,2	0,3	0,3	0,2	-	0,8
Attrezzature Litio per produzione celle e materiali attivi - laboratorio	0,5	0,3	0,4	0,3	-	2,3
Realizzazioni produttive	-	10,0	35,0	35,0	-	79,9
Totale investimenti	1,4	11,3	36,3	35,4	-	79,4

Gli Amministratori del Gruppo intendono reperire parte delle fonti necessarie per detti investimenti mediante ricorso a "finanza straordinaria" in quanto sono in fase avanzata trattative con un primario fondo di investimento.

In definitiva, degli Euro 76 milioni di investimenti stimati, Euro 40 milioni proverrebbero da "finanza straordinaria".

Il "progetto Litio" prevede lo sviluppo del fatturato nelle linee di prodotto di seguito riportate:

IRREANZIONATI RICAVI LITIO - € MILA	Min	2016	2017	2018	2019	2020
Li Power per carrelli elevatori	35%	-	-	12,7	38,2	50,9
Li Power Light	18%	-	-	6,4	18,1	25,5
Li store - UPS	10%	-	-	6,4	19,1	25,5
Storage grandi dimensioni	10%	-	-	3,6	10,9	14,5
Mobilità elettrica pubblica	10%	-	-	3,6	10,9	14,5
Navio/Militare	10%	-	-	3,6	10,9	14,5
Totale ricavi vendita batterie Litio	100%	-	-	36,4	109,1	146,5

Il raggiungimento delle suddette soglie di ricavi si fonda sulle seguenti assunzioni:

- 1) il primo dei due stabilimenti avvierà la produzione nel corso del 2018 ed andrà a pieno regime già a partire dal 2019;
- 2) il secondo dei due stabilimenti avvierà la produzione nel corso del 2019 ed andrà a pieno regime già a partire dal 2020;
- 3) entrambi gli stabilimenti raggiungeranno una capacità installata pari a 200Mwh;
- 4) l'intera produzione verrà venduta;
- 5) il prezzo delle celle è stato stimato in base al prezzo che attualmente viene praticato al Gruppo da un fornitore esterno;
- 6) sulla scorta delle analisi di mercato fornite nel precedente paragrafo 2.3, nel 2020 SERI prevede di raggiungere una quota di mercato a livello globale pari a circa il 6%;
- 7) la marginalità sulla vendita delle celle al litio è inizialmente stimata al 10%, destinata poi ad incrementarsi al 25% grazie ad un *saving* sul *material*;
- 8) la marginalità sulla vendita delle batterie è stata stimata al 33,3%.

Tutto ciò premesso, con particolare riferimento alle considerazioni in merito alle stime afferenti lo sviluppo del "progetto Litio", di seguito riportiamo la tabella che illustra i Dati Prospettici utilizzati per la determinazione del valore economico della Società, comprensivi dei considerevoli risultati che scaturiscono dall'ambizioso "progetto Litio".

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2015	2016	2017	2018	2019	2020		
Ricavi	114,4	124,2%	182,0	159,0%	222,2	105,7%	117,5	100,0%	149,3	127,0%	202,0	172,7%	332,2	180,6%
Costo	(49,3)	(42,2%)	(57,6)	(31,9%)	(61,3)	(27,7%)	(66,8)	(57,3%)	(75,3)	(44,4%)	(112,0)	(50,0%)	(115,0)	(28,2%)
Senza margini	65,1	57,0%	124,4	107,1%	160,9	137,9%	50,7	42,7%	74,0	62,6%	90,0	40,0%	217,0	182,4%
OP	(11,6)	(10,2%)	(8,4)	(5,2%)	(11,6)	(5,1%)	(11,2)	(9,5%)	(4,9)	(4,2%)	(11,3)	(5,1%)	(22,4)	(6,7%)
OP*	(2,0)	(1,7%)	(4,4)	(2,4%)	(2,0)	(1,7%)	(2,0)	(1,7%)	(5,0)	(4,3%)	(8,0)	(3,7%)	(11,3)	(3,4%)
Contributo margini	53,5	46,8%	116,0	101,9%	149,3	127,0%	39,5	33,5%	69,1	58,4%	78,7	34,9%	204,6	174,2%
Costo fisso	(29,0)	(25,3%)	(28,6)	(15,4%)	(22,0)	(9,6%)	(25,0)	(21,3%)	(27,3)	(15,7%)	(22,0)	(9,4%)	(22,4)	(6,7%)
EBITDA	16,4	14,3%	11,4	7,0%	17,2	10,4%	14,7	12,5%	19,4	13,1%	43,4	29,3%	79,2	53,8%
EBE	(2,1)	(1,8%)	(4,8)	(2,6%)	(6,1)	(3,4%)	(7,2)	(6,2%)	(3,8)	(3,3%)	(7,2)	(6,2%)	(14,0)	(9,7%)
EBIT	4,4	3,8%	7,1	5,7%	11,1	6,9%	10,2	8,6%	12,2	10,4%	16,4	13,9%	32,7	22,7%
EBE normalizzato e strutturato	(1,2)	(1,0%)	(1,5)	(0,8%)	(2,9)	(1,7%)	(1,2)	(1,0%)	(4,3)	(3,7%)	(5,0)	(4,3%)	(14,0)	(9,7%)
EBIT*	4,7	4,1%	6,2	5,3%	8,1	6,9%	6,2	5,3%	11,7	10,0%	16,9	14,4%	37,2	26,2%
EBIT**	(1,5)	(1,3%)	(1,8)	(1,0%)	(2,9)	(1,7%)	(2,2)	(1,9%)	(2,2)	(1,9%)	(6,0)	(5,1%)	(11,3)	(8,0%)
Risultato netto	0,2	0,2%	3,1	2,6%	6,2	5,3%	4,4	3,7%	10,2	8,7%	12,4	10,6%	40,8	29,6%

Fonte: bilanci storici e piano previsionale approvati dalla Società.

Nello specifico, le proiezioni economiche 2016 - 2020 evidenziano:

- Ricavi: costante crescita, da €/Mil 117,5 sino ad €/Mil 332,2 nel 2020;
- EBITDA: costante crescita, in termini assoluti ed in rapporto ai ricavi, da €/Mil 15,9 ad €/Mil 88,3 nel 2020.

Scat Industriale Consolidata - Libro	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Stato Patrimoniale - Valori in € Milioni								
Materiali	19,3	16,8	20,8	22,2	35,0	48,0	84,5	72,7
Immateriali	64,7	55,6	58,1	57,8	57,1	57,1	57,1	56,1
Finanziarie	0,0	0,0	1,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Attivo fisso netto	84,0	72,5	80,1	80,1	92,4	125,4	141,8	129,1
CCB	27,4	32,1	23,8	29,5	30,5	48,2	73,3	85,3
% su ricavi	26%	31%	23%	25%	21%	22%	25%	26%
Fondi	(5,2)	(7,0)	(4,7)	(4,7)	(4,7)	(4,8)	(5,1)	(5,6)
Capitale investito netto	106,2	97,6	99,9	104,8	118,2	166,9	210,0	208,7
Posizione Finanziaria Netta	32,7	23,7	18,5	17,3	20,5	48,1	51,2	2,7
Patrimonio Netto	73,5	73,9	80,5	87,5	97,7	118,8	158,8	206,0
Equity + PFI	106,2	97,6	99,0	104,8	118,2	166,9	210,0	208,7

Fonte: Bilanci storici e piano previsionale approvati dalla Società.

Nello specifico, le proiezioni patrimoniali 2016 - 2020 evidenziano:

- Attivo Fisso Netto: costante crescita sino al 2019, in virtù degli ingenti investimenti realizzati;
- Posizione Finanziaria Netta: crescita sino al 2019, poi quasi totale azzeramento;
- Patrimonio Netto: costante crescita sino a tutto il 2020.

3 METODOLOGIE DI VALUTAZIONE

I modelli di valutazione del capitale economico delle aziende si possono ricondurre concettualmente alle seguenti tipologie:

- metodi basati sui flussi di cassa che l'azienda sarà in grado di generare nel futuro (*Discounted Cash-Flows* e Metodo del *Dividend Discount Model*);
- metodi basati sui redditi che l'investimento sarà in grado di produrre nel futuro (metodo reddituale);
- metodi basati sul "valore patrimoniale" odierno (metodo patrimoniale);
- metodologie che uniscono i principi essenziali dei procedimenti reddituali e patrimoniali (metodo misto patrimoniale – reddituale, *Economic Profit*);
- metodi basati sull'analisi comparativa di aziende simili (Metodo dei Multipli di Borsa e dell'analisi di regressione);
- metodi basati sull'analisi dei multipli pagati in occasione di transazioni aventi ad oggetto aziende comparabili (Metodo delle transazioni comparabili).

La dottrina aziendalistica e la prassi professionale concordano nel ritenere che la scelta del criterio valutativo debba scaturire dalla finalità dell'operazione che ha richiesto la valutazione, dalla natura della società, dal settore di attività in cui essa opera e dalla quantità e qualità delle informazioni a disposizione.

Pertanto, ai fini della determinazione del valore economico del capitale sociale di SERI, in considerazione della disponibilità di proiezioni economico - patrimoniali, è stato utilizzato il metodo del *Discounted Cash-Flows* ("DCF"). Tale metodologia risulta quella maggiormente accettata dalla dottrina ed usualmente impiegata nella prassi nazionale ed internazionale per la valutazione di aziende similari.

In aggiunta al DCF, è stato utilizzato il metodo dei Multipli di Borsa.

Le suddette metodologie di valutazione sono, peraltro, quelle comunemente utilizzate nei "Documenti di Valutazione" redatti dalle società che approcciano un processo di valutazione ai fini della quotazione in Borsa, in virtù di quanto raccomandato da Borsa Italiana nella "Guida alla Valutazione".

3.1 *Discounted Cash Flow*

Sulla base del metodo del DCF, il valore economico di un'azienda o di un ramo di essa è dato dalla somma dei seguenti elementi:

- Valore attuale dei flussi di cassa operativi generati nel periodo esplicito;

- Valore attuale del *Terminal Value*, che rappresenta il valore del complesso aziendale oltre il periodo esplicito e viene calcolato sulla base di un flusso di cassa operativo atteso nel lungo periodo.

Nell'approccio che considera i flussi operativi, al fine di ottenere il valore economico del capitale investito operativo ("*Enterprise Value*"), i flussi di cassa considerati sono i *Free Cash Flow* operativi (FCF), i quali vengono scontati al *Wacc* ("*Weighted Average Cost of Capital*").

L'*Enterprise Value* viene successivamente rettificato della posizione finanziaria netta, di eventuali *surplus o minus asset* al fine di pervenire all'*Equity Value*.

La formula generale in base alla quale si procede alla determinazione del valore del capitale economico dell'azienda è così rappresentabile:

$$EquityValue = \sum_{t=1}^n FCF_t / (1+Wacc)^t + TV + SA(-MA) + PFN$$

dove:

- FCF = *free cash flow*, o flusso di cassa prodotto dalla gestione operativa;
- Wacc = *weighted average cost of capital* o costo medio ponderato del capitale;
- n = periodo di previsione esplicita;
- TV = valore attuale del valore residuo (*Terminal Value*), ossia il valore derivante dai flussi finanziari prodotti al di là dell'orizzonte di previsione esplicita;
- SA (MA) = *Surplus o Minus Asset*;
- PFN = Posizione finanziaria netta.

Il *Terminal Value* (o "TV") è calcolato con la seguente formula (formula di *Gordon Shapiro*):

$$TV = FCF_n * (1+g) / (Wacc - g)$$

dove:

- FCF_n = flusso di cassa sostenibile alla fine dell'orizzonte di previsione esplicita;
- g = tasso di crescita del business di lungo termine.

3.2 Multipli di Borsa

Il metodo dei multipli di Borsa si fonda sull'analisi delle quotazioni borsistiche riferite alle società comparabili e sulla successiva applicazione dei multipli di valutazione, evidenziati da tale analisi, ai valori dell'azienda oggetto di valutazione.

I multipli sono ottenuti quale rapporto tra la capitalizzazione di Borsa delle società comparabili e le relative grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie ritenute significative.

In sintesi, le fasi in cui si articola l'applicazione del suddetto metodo sono le seguenti:

a. Identificazione delle società comparabili

L'appropriata selezione del campione di società comparabili rappresenta uno dei passi principali alla base di tale metodologia; la significatività dei risultati è strettamente dipendente dall'omogeneità del campione. Nella selezione delle società comparabili si è soliti tener conto di vari fattori, tra i quali, il settore di riferimento, il rischio dell'attività, la dimensione della società, la diversificazione geografica, la redditività, l'attendibilità dei dati finanziari e l'intensità di scambio dei titoli nel mercato azionario.

b. Determinazione dell'intervallo temporale di riferimento

La determinazione dell'intervallo temporale di riferimento ha solitamente il fine di neutralizzare eventi di carattere eccezionale, fluttuazioni di breve periodo e tensioni speculative; nel contempo, ha il compito di riflettere le informazioni rese disponibili al mercato. Questa fase implica, in particolare, la scelta fra l'utilizzo di una media relativa ad un determinato intervallo temporale e l'applicazione di un valore puntuale.

c. Identificazione dei multipli ritenuti più significativi

Esistono numerosi rapporti che possono essere utilizzati per l'applicazione del criterio dei multipli di mercato. La scelta dei multipli più significativi avviene solitamente sulla base delle caratteristiche del settore e del campione in esame. Nella prassi di settore, il multiplo più utilizzato è il rapporto Enterprise Value/EBITDA (di seguito, "EV/EBITDA").

d. Applicazione dei multipli all'azienda in esame

I multipli ottenuti dall'analisi del campione di confronto sono applicati alle pertinenti grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie dell'azienda oggetto di valutazione.

4 VALUTAZIONE DI SERI

4.1 Applicazione del DCF

Come illustrato nei paragrafi precedenti, 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% da capitale proprio e per circa il 12% da capitale di terzi, in linea con la struttura finanziaria media di aziende quotate che svolgono attività similari a SERI.

Il costo del capitale proprio (k_e), il quale 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 2,11%, è pari alla media a 12 mesi, dal 1 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'1,08, 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 30 novembre 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 4,2%, 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 III-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, abbiamo ottenuto un tasso di attualizzazione pari al 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 9,47%. Il valore attuale dei flussi di cassa operativi per il periodo 2016 - 2020 è pari € 20,2 milioni (per maggiori dettagli si vedano gli 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 zero ed il *Wacc* del 9,47% sopra menzionato. Il valore attuale del Valore Terminale è stato così stimato pari a € 369,3 milioni.

- Ai fini della determinazione del valore economico del capitale investito netto della Società (*Enterprise Value*), pari a € 389,5 milioni, abbiamo sommato il valore attuale dei flussi di cassa operativi per il periodo 2016 - 2020, pari a € 20,2 milioni, ed il valore attuale del valore terminale, pari a € 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 € 371,4 milioni (si rimanda agli Allegati per maggiori dettagli).

Infine, all'*Equity Value* succitato, pari a € 371,4 milioni, è stato applicato uno sconto di liquidità del 16,8% (Fonte: *FMV Restricted 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 € 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 € 300,0 milioni ed un massimo di € 318,4 milioni con un valore centrale di € 309,0 milioni (si rimanda agli Allegati per maggiori dettagli).

4.2 L'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 vedano gli 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 € 238,9 milioni ed un massimo di € 260,2 milioni, con un valore centrale di € 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	7,16x	7,46x	7,76x
Enterprise Value	305,3	316,1	330,9
(PFN)/Cassa al 30.06.18	-18,1	-18,1	-18,1
Equity Value	287,2	300,0	312,8
Sconto di liquidità	16,8%	16,8%	16,8%
Equity Value netto DLOM	238,9	249,6	260,2

Fonte: Analisi Studio Fiordiliso & Associati



5 CONCLUSIONI

La tabella seguente riassume gli intervalli di valore economico dell'intero capitale sociale di SERI ottenuti attraverso l'applicazione delle metodologie spiegate nelle pagine precedenti.

SERI - Valori in € mln	Min	Mean	Max
Metodo DCF	300,0	309,0	318,4
Metodo dei Multipli di Borsa	238,9	249,6	260,2
Equity Value	269,5	279,3	289,3

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, delle ipotesi e limitazioni di cui al paragrafo 1.4 ed in considerazione dei risultati raggiunti con l'applicazione dei metodi sopra illustrati, il valore economico del 100% del capitale sociale di SERI si colloca in un *range* di valori che oscilla tra un minimo di € 269,5 milioni ed un massimo di € 289,5 milioni con un **valore centrale di € 279,3 milioni**.

Precisiamo che 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, è quello centrale di € 279,3 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 € 279,3 milioni.

Napoli, 12 dicembre 2016

Studio Fiordiliso & Associati

Prof. Fabrizio Fiordiliso

(Socio)



6 Allegati

6.1 Calcolo del WACC

Ticker	Nome	Beta Unlevered
AZZ Equity	AZZ INC	1,11
ENS Equity	ENERSYS	1,38
6874 JT Equity	GS YUASA CORP	0,63
JCI Equity	JOHNSON CONTROLS INTERNATION	0,73
ALV US Equity	AUTOLV INC	1,11
AMRJ Equity	AMARA RAJA BATTERIES LTD	0,73
Average		0,95
Max		1,38
Min		0,63
Median		0,92

Wacc Calculation

Risk free rate	2,11%
Market Risk Premium	5,5%
<i>Beta Unlevered</i>	0,95
<i>Gearing</i>	14,0%
Beta Levered	1,08
Risk premium	5,95%
Ke (Levered)	8,06%
Gross cost of debt (Kd) (*)	4,2%
Corporate Tax Rate	24,00%
Tax shield	(1,0%)
Kd after-tax	3,21%
D/(D+E)	12,3%
E/(D+E)	87,7%
WACC	7,47%
Additional risk premium	2,00%
WACC + Execution Risk	9,47%

Fonte: Data Provider e Analisi Studio Fiordiliso & Associati

6.2 Calcolo dei multipli di Borsa

Il multiplo EV/EBITDA è stato calcolato considerando la media dei prezzi a 12 mesi (1 dicembre 2015 - 1 dicembre 2016) 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	10,18x	9,23x	8,52x	n.a.	n.a.
ENERSYS	8,10x	7,62x	7,18x	n.a.	n.a.
GS YUASA CORP	6,57x	5,99x	5,55x	n.a.	n.a.
JOHNSON CONTROLS INTERNATI	13,11x	11,69x	10,50x	9,35x	8,76x
AUTOLIV INC	8,32x	7,82x	7,06x	5,70x	n.a.
AMARA RAJA BATTERIES LTD	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Media	9,26x	8,47x	7,76x	7,52x	8,78x
Mediana	8,32x	7,82x	7,16x	7,52x	8,78x
Media Adjusted	8,87x	8,22x	7,58x	n.a.	8,78x

Fonte: Analisi Studio Fiordilloso & Associati

6.3 Dettagli DCF

SEI - DCF - Auto	Giugno 2016	Debiti/Die - Giug 16	2017	2018	2019	2020	T+1
Revan	40,2	40,3	144,9	203,2	299,9	333,2	332,3
PII (%)			24,7%	36,2%	43,6%	32,4%	
Stato	6,8	6,3	23,9	45,8	73,5	88,3	88,3
Stato Netto (%)	16,2%	12,1%	17,7%	21,8%	23,4%	36,6%	26,6%
Ammortamenti	(6,8)	(6,3)	(24)	(7,2)	(13,0)	(14,8)	(14,8)
Ebit	4,2	4,5	20,2	38,4	60,5	73,4	73,4
Ebit Margin (%)	6,0%	8,7%	13,8%	17,4%	21,2%	22,1%	22,1%
Imposta Squasite		0,0	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
Netop		4,5	20,2	38,2	60,5	63,4	63,4
Ammortamenti		2,5	5,8	7,3	12,0	14,8	14,8
Grata Cash Flow		4,9	26,3	32,6	52,2	67,2	67,2
Variazioni del CCN		(0,7)	(0,3)	(0,7)	(7,0)	(3,0)	
Variazioni Finanzi		0,1	0,0	0,0	0,3	0,3	
Capex		(0,40)	(0,70)	(0,0)	(0,6)	(0,0)	(0,40)
Ultimate Free Cash Flow		6,4	25,3	(0,4)	3,1	64,2	62,8



SEBI - DCF - <i>cash</i>		Giugno 2016	Delta 'Dic - Giug 16	2017F	2018F	2019F	2020F
Unlevered Free Cash Flow			0,6	1,1	(25,4)	2,3	55,8
Periodo			0,5	1,5	2,5	3,5	4,5
Wacc	1,47%						
Tasso di sconto (g)	0,00%						
Fattore di sconto			99,80%	87,58%	79,10%	72,87%	66,57%
UPCF Attualizzati			0,6	1,0	(16,7)	1,5	35,8
Somma UPGF Attualizzati F12 2016 - 2020	28,2						
SEBI - Terminal Value - <i>cash</i>							
UPCF T+1	52,5						
Tasso di sconto (g)	0,00%						
Wacc	0,47%						
Terminal Value	554,7						
Fattore di sconto	66,37%						
Terminal Value Attualizzato	369,2						
Enterprise Value	399,8						
PPNV/Cassa al 30.06.16	(14,1)						
Equity Value SEBI	371,4						
DLOM	10,80%						
Equity Value SEBI netto DLOM	300,0						

Fonte: Analyst Studio Fiordiliso & Associati