

**Perizia di stima del valore del capitale economico della Società
MANDURIAMBIENTE S.p.A.**

ai fini della determinazione del valore delle azioni detenute dal socio

Intini Angelo S.r.l. in liquidazione in concordato preventivo

Premessa	2
Oggetto sociale e contesto operativo di Manduriambiente S.p.A.	2
Premessa sui criteri di stima adottati nella perizia.....	3
Metodi Redditali	4
Valutazione con i metodi redditali	6
Determinazione del reddito medio atteso	6
Determinazione del costo del capitale (Ke)	6
Metodo della rendita perpetua.....	7
Metodo Misto Patrimoniale - Reddituale.....	7
Valutazione con il metodo misto patrimoniale-reddituale	8
Metodo finanziario	9
Valutazione con il metodo finanziario.....	12
Parametri per calcolo WACC	12
Valore azienda.....	15
Conclusioni	16
Dati economici.....	18
Dati patrimoniali.....	20
Posizione finanziaria Netta.....	21
Struttura del debito.....	23
Cash-flow.....	24
Ratios.....	25
Stato Patrimoniale Riclassificato	26
Stato Patrimoniale finanziario.....	26
Stato Patrimoniale finanziario abbreviato	30
Stato Patrimoniale gestionale	33
Conto Economico Riclassificato	37
Conto Economico a valore aggiunto	37
Analisi principali dati economici.....	40
Conto economico a costi fissi e variabili	41
Rendiconto Finanziario.....	44
Rendiconto finanziario indiretto	44
Analisi Cash flow.....	46

Premessa

La sottoscritta Dott.ssa Antonella Bernardi nata ad Altamura (BA) il 4/7/1977, Dottore Commercialista Revisore legale iscritto all'Albo di ODCEC Bari al n. 2602/A, domiciliata in Bari alla Via Marco Partipilo n. 48, (d'ora in poi "Perito") ha ricevuto incarico, in qualità di esperto professionale, dalla Società Intini Angelo s.r.l. in liquidazione in c.p., con sede legale in Noci (BA) alla Z.I., P.Iva e C.F. 04795810722, nelle persone dei Commissari Liquidatori a provvedere alla relazione di stima del capitale economico della Società medesima.

La presente relazione, rappresenta il risultato dell'assolvimento di detto incarico da parte del sottoscritto perito, in piena e assoluta indipendenza rispetto a qualsivoglia soggetto direttamente o indirettamente interessato o coinvolto nella valutazione della suddetta Società.

Il Sottoscritto perito, inoltre, dichiara di non avere alcun interesse nella stima che è stato chiamato ad eseguire, né di occupare posizioni di conflitto che possano mettere in dubbio il suo grado di indipendenza e di obiettività in relazione alla stima stessa.

Oggetto sociale e contesto operativo di Manduriambiente S.p.A.

La società Manduriambiente S.p.A., costituita in data 3 settembre 2001, è una società per azioni con sede legale in Località "La Chianca", 74024 Manduria (Provincia di Taranto), iscritta al Registro delle Imprese di Taranto con partita IVA 02379240738.

La società opera principalmente nel settore della **gestione integrata dei rifiuti solidi urbani e assimilabili**, comprendendo attività di raccolta, trattamento meccanico-biologico, biostabilizzazione, smaltimento e valorizzazione energetica dei rifiuti attraverso la produzione di energia elettrica dal biogas derivante dalla discarica.

Manduriambiente S.p.A. è concessionaria, per conto **dell'AGER Puglia**, della gestione di un impianto complesso di trattamento e smaltimento dei rifiuti, comprensivo di linee TMB/biostabilizzazione e di discarica controllata di servizio e soccorso, ubicato nel Comune di Manduria (TA). La società è controllata dal Gruppo IREN S.p.A., attivo a livello nazionale nel settore dei servizi ambientali e nella gestione integrata dei rifiuti.

La società dispone di una struttura gestionale di medie dimensioni, con circa 26–27 dipendenti e un fatturato plurimilionario negli ultimi esercizi. Gli impianti operano in conformità alle autorizzazioni ambientali vigenti, tra cui l'Autorizzazione Integrata Ambientale (AIA), e sono certificati secondo standard ISO (9001, 14001, 45001) e registrati EMAS fino al 22 giugno 2026, garantendo elevati livelli di qualità, sicurezza e sostenibilità ambientale.

L'esperienza pluriennale della società, unita alla capacità infrastrutturale e alla conformità agli standard ambientali, costituisce il principale fattore di riferimento per la valutazione economica della società, sulla base del quale è stata determinata la stima della partecipazione detenuta dai soci, come indicato nei successivi paragrafi della presente perizia.

Premessa sui criteri di stima adottati nella perizia

La valutazione economica di una partecipazione societaria può essere effettuata mediante diversi criteri, che riflettono approcci differenti alla determinazione del valore dell'azienda. In particolare, tra i principali metodi utilizzati si evidenziano:

1. **Criteri patrimoniali**, basati sul valore del patrimonio netto della società, rettificato per eventuali componenti extracontabili, utile per stimare il valore "a libro" o la consistenza patrimoniale degli attivi e passivi.
2. **Criteri reddituali**, fondati sulla capacità dell'impresa di generare reddito o flussi di cassa futuri, e quindi sulla sostenibilità economica dell'attività nel tempo.
3. **Criteri finanziari**, in particolare il metodo del **Discounted Cash Flow (DCF)**, che attualizza i flussi di cassa futuri al valore presente mediante un tasso di sconto coerente con il profilo di rischio dell'impresa.
4. **Criteri misti o integrati**, che combinano aspetti patrimoniali, reddituali e finanziari, utili per ottenere una stima più completa e bilanciata.

Pur essendo tutti i criteri validi in funzione dei diversi contesti, la scelta del metodo più appropriato deve tener conto delle **caratteristiche intrinseche dell'azienda da valutare**, della disponibilità di dati finanziari affidabili e della natura del settore di attività.

Motivazione della scelta dei criteri reddituali e finanziari

Nel caso specifico di **Manduriambiente S.p.A.**, società attiva nel settore della gestione integrata dei rifiuti e della valorizzazione energetica, la complessità impiantistica, la natura dei flussi reddituali e la significativa incidenza degli investimenti infrastrutturali rendono particolarmente indicati i **criteri reddituali e finanziari**.

Pertanto, nella presente perizia si procederà a illustrare e applicare in dettaglio tali criteri, evidenziando come essi permettano di cogliere la reale capacità dell'azienda di generare flussi di cassa futuri e di riflettere correttamente il valore economico della partecipazione oggetto di stima, anche in considerazione della procedura competitiva di vendita prevista per le quote sociali.

Tali modelli di valutazione stimano il valore di un'azienda su basi puramente reddituali, ovvero presuppongono che il valore venga determinato unicamente sulla base dei redditi che la stessa è in grado di generare. In tal senso si ha:

$$W = f(R)$$

il valore W dell'azienda è funzione del reddito R , da intendersi come il reddito previsionale medio prodotto annualmente dall'impresa in un certo orizzonte temporale.

La valutazione presuppone quindi la quantificazione della capacità reddituale prospettica (espressa da R) e la definizione di un modello di calcolo che consenta di esprimere il valore dell'azienda in funzione di tale capacità attesa. Riguardo al modello di calcolo, si utilizza un comune modello di attualizzazione dei flussi di reddito previsionali, il cui parametro fondamentale è il tasso di attualizzazione al quale tali flussi vengono scontati.

La stima del reddito prospettico richiederebbe, a rigor di termini, lo sviluppo di un opportuno piano industriale, le cui proiezioni siano, eventualmente, integrate da dati storici, prendendo quindi in considerazione anche i redditi passati, rappresentati con opportune rettifiche (si pensi, ad esempio, a quei redditi prodotti per cause eccezionali e non ripetibili). Ciò non toglie che, a seconda delle esigenze e delle specifiche caratteristiche dell'azienda esaminata, la capacità reddituale della stessa possa essere stimata a partire dai soli dati consuntivi oppure, in alternativa, su basi puramente previsionali. Per quanto concerne il margine economico che meglio esprime la capacità reddituale dell'azienda ai fini della valutazione, questo dipende dalle caratteristiche dell'azienda e può essere costituito alternativamente dall'Ebitda, dall'Ebit o dall'utile netto.

Il tasso di attualizzazione al quale i redditi vanno scontati è il costo del capitale proprio, che esprime il rendimento minimo che gli investitori si attendono come remunerazione del capitale proprio investito nell'azienda.

Per la stima del costo dell'Equity K_e si utilizza il modello del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), ovvero si ha:

$$K_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

Quantificato il reddito prospettico R e il costo del capitale proprio K_e , il valore dell'azienda può essere stimato operativamente con diverse metodologie:

- *metodo della rendita a durata definita*
- *metodo della rendita perpetua*
- *metodo reddituale complesso*

Le varie metodologie si fondano sulla comune assunzione che il valore dell'azienda sia pari al valore attuale dei redditi che questa è in grado di generare nel corso del tempo e che il valore attuale vada calcolato scontando i flussi reddituali al costo del capitale proprio K_e .

Con il **metodo della rendita a durata definita** si suppone che l'azienda sia in grado di generare un reddito annuo costante pari a R per un arco temporale limitato di n anni. Come enunciato, il valore dell'azienda sarà dato dalla somma dei redditi prodotti nel tempo attualizzati al costo del capitale proprio K_e . In tal caso la formula di attualizzazione si semplifica come segue:

$$W = R a_{n|K_e} = R \frac{1 - (1 + K_e)^{-n}}{K_e}$$

Al variare del numero di anni in cui si ipotizza che l'azienda sia in grado di generare redditi, cambierà chiaramente la valutazione.

Il **metodo della rendita perpetua** presuppone invece che l'attività sia capace di produrre annualmente redditi pari a R e che sia in grado di mantenere tale capacità reddituale per un arco di tempo indefinito. In tal caso il valore dell'azienda sarà dato da:

$$W = \frac{R}{K_e}$$

Una terza opzione è data dal **metodo reddituale complesso**, che parte non già dalla stima di un reddito medio R ma dalla quantificazione puntuale dei flussi di reddito R_t per ciascun periodo previsionale in un arco temporale di n anni. In base a tale ipotesi, il valore dell'azienda, al solito pari al valore attuale dei redditi scontati al costo del capitale proprio K_e sarà dato dalla seguente relazione:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1 + K_e)^t}$$

La scelta tra le diverse tecniche di valutazione reddituale dipende dalle informazioni a disposizione e dalle caratteristiche specifiche dell'azienda che si sta valutando. A parità di reddito R e tasso K_e il risultato del metodo della rendita di durata definita tenderà a convergere con quello della rendita perpetua al crescere del numero di anni n . A differenza degli altri due, che richiedono la stima di una capacità reddituale media (espressa proprio da R) il metodo reddituale complesso richiede preferibilmente lo sviluppo di un piano finanziario che definisca analiticamente la proiezione anno per anno del reddito di impresa atteso. I primi due metodi, invece, per quanto sia comunque da preferirsi la definizione di un piano previsionale, possono essere applicati anche lavorando sui soli dati storici ed inferendo da questi la capacità reddituale prospettica dell'azienda.

Valutazione con i metodi reddituali

Determinazione del reddito medio atteso

Ai fini della stima della partecipazione detenuta da Intini Angelo Srl in Manduriambiente S.p.A., si è considerato l'impiego di criteri reddituali basati sui flussi futuri attesi, attualizzati al **tasso di rendimento richiesto dall'investitore (Ke)**. In particolare, **il Ke individuato viene utilizzato per l'attualizzazione dei redditi attesi sia nel Metodo della rendita a durata definita sia nel Metodo della rendita perpetua.**

Il Metodo della rendita a durata definita, che presuppone la previsione di flussi reddituali per un periodo limitato di anni, risulta **meno indicato** nel caso specifico di Manduriambiente S.p.A. Questo perché la società opera in un settore caratterizzato da progetti infrastrutturali di lunga durata, come gli impianti di trattamento e valorizzazione dei rifiuti, e da flussi di cassa costanti e prevedibili nel tempo, non facilmente circoscrivibili a un orizzonte temporale limitato. L'adozione di un periodo definito rischierebbe pertanto di sottostimare il valore economico della partecipazione, tralasciando la redditività futura derivante dalla gestione continuativa degli impianti.

Per tali ragioni, **si privilegia il Metodo della rendita perpetua**, che consente di considerare i flussi reddituali attesi come continuativi nel tempo, attualizzandoli al tasso di rendimento richiesto (Ke). Questo approccio risulta più coerente con la natura intrinseca della società, con la stabilità dei flussi di cassa generati dall'attività impiantistica e con la prospettiva di gestione continuativa del servizio, fornendo una stima più affidabile del valore economico della quota societaria oggetto di stima.

Reddito medio atteso

€ 1.382.578

Il reddito atteso è pari alla media dell'utile ottenuto dall'azienda nei 3 anni consuntivi esaminati (2022-2024) e nei 4 anni del piano previsionale (2025-2028).

Determinazione del costo del capitale (Ke)

Tasso Free risk netto (Rf)	2,00%	
Equity Risk Premium (ERP)	6,69%	<i>(fonte: Damodaran, gennaio 2026)</i>
Debito (D)	Debito fin. lordo	<i>Hai scelto di considerare per il calcolo di Ke il valore del debito finanziario lordo</i>
Beta Unlevered (Bu)	0,72	
Scelta del Beta	Beta unlevered	<i>Il Ke scelto verrà impiegato per attualizzare i redditi attesi nel Metodo della rendita a durata definita e nel Metodo della rendita perpetua.</i>
Ke scelto per scontare redditi	2024	
Costo del Capitale Proprio (Ke)	6,79%	$Ke = Rf + Bu * ERP = 2,00\% + 0,72 * 6,69\% = 6,79\%$

Metodo della rendita perpetua

Reddito medio periodo (R)

1.382.578

Costo del Capitale Proprio (Ke)

6,79%

La valutazione si basa sull'ipotesi che l'azienda sia in grado di produrre un reddito annuo pari ad € 1.382.578 e che sia in grado di mantenere tale capacità reddituale indefinitamente.

Ipotizzando che il reddito si mantenga costante all'infinito, il valore attuale dei redditi attesi è dato semplicemente dal rapporto tra il reddito annuo ed il tasso di attualizzazione (Ke).

$W = R/K_e$

€ 20.350.590

$W = R/K_e = 1.382.578/6,79\% = 20.350.590$

Metodo Misto Patrimoniale - Reddituale

Il metodo misto patrimoniale - reddituale è molto utilizzato nella pratica aziendalistica e consente di valutare l'azienda tenendo in considerazione sia il patrimonio che la capacità reddituale. Ai fini della nostra analisi, utilizzeremo il **Metodo della stima autonoma dell'avviamento**, secondo il quale il valore dell'azienda può essere espresso mediante la seguente formula:

$$W = K' + (R - K_e \cdot K') \cdot a_{n|K_e}$$

Dove:

K' valore del Patrimonio Netto, eventualmente rettificato rispetto al valore contabile dello stesso;

$a_{n|K_e}$ fattore di attualizzazione, dove:

n numero degli anni per i quali si procede all'attualizzazione del "sovrareddito";

K_e costo medio ponderato del capitale, che qui esprime anche il tasso di attualizzazione del sovrareddito;

R reddito netto medio (Ebitda, Ebit oppure utile netto), eventualmente corretto sulla base dell'effetto di rivalutazione monetaria.

Utilizzando tale metodo si individua il valore dell'azienda, sommando al capitale netto rettificato K' un termine che esprime il sovrareddito $(R - K_e \cdot K')$ attualizzato ad un tasso K_e per un numero di anni determinato. Il sovrareddito esprime quella quota del reddito che eccede la remunerazione attesa del patrimonio netto (data da K' moltiplicato per).

K_e è al solito calcolabile tramite il CAPM.

Valutazione con il metodo misto patrimoniale-reddituale

Il Metodo misto tiene conto sia del patrimonio sia della capacità reddituale attesa dell'azienda. La tecnica adoperata è detta Stima Autonoma dell'Avviamento e prevede che il valore dell'azienda sia ottenuto sommando il valore del Patrimonio Netto con il valore attuale dei flussi di sovrareddito. Il sovrareddito esprime quella componente del reddito che eccede il rendimento atteso del Patrimonio Netto ($Ke \cdot K'$).

La componente patrimoniale della valutazione si basa sul valore rettificato del Patrimonio Netto, come emerso dal Metodo Patrimoniale.

Reddito (Utile netto)	1.382.578	Reddito medio atteso nel periodo
K'	11.610.833	Valore del Patrimonio Netto rettificato
Costo del Capitale Proprio (Ke)	6,79%	Tasso di attualizzazione del sovrareddito
n	4	Numero di anni nel periodo di valutazione preso in considerazione

$$W = K' + (R - Ke \cdot K') \cdot a_{\overline{n}|Ke} = \text{€ } 13.631.427$$

$$W = K' + (R - Ke \cdot K') \cdot a_{\overline{n}|Ke} = K' + (R - Ke \cdot K') \cdot [1 - 1/(1 + Ke)^n]/Ke = 11.610.833 + (1.382.578 - 6,79\% \cdot 11.610.833) \cdot [1 - 1/(1 + 6,79\%)^4]/6,79\% = 13.631.427$$

Metodo finanziario

I metodi finanziari si fondano sull'ipotesi che il valore del capitale di un'azienda corrisponda alla somma dei flussi di cassa operativi che la stessa potrà conseguire nel tempo opportunamente attualizzati ad un tasso idoneo (Discounted Cash Flow Method); pertanto il valore del capitale economico di un'azienda coincide con il valore attuale netto (Net Present Value) di tali flussi, originati dalla gestione caratteristica dell'impresa e considerati al lordo degli oneri finanziari e della restituzione delle risorse impiegate dai finanziatori dell'impresa (capitale di rischio e di terzi). Per calcolarli occorre utilizzare il concetto del *Nopat*, ovvero considerare le cosiddette *imposte figurative* che esprimono la quota di imposta, imputabile al solo risultato operativo, che la società pagherebbe se non ci fossero gli oneri finanziari o proventi/oneri straordinari che in Italia sono in parte deducibili.

Per ovviare alle difficoltà connesse alla previsione dei flussi, la cui attendibilità diminuisce man mano che la proiezione si allontana nel tempo, nella prassi viene adottata solitamente la soluzione di determinare solo i flussi di un determinato arco temporale — in genere corrispondente ad un intervallo da 3 a 5 anni — al termine del quale si identifica un ultimo flusso rappresentato dal cosiddetto valore terminale dell'azienda. Pertanto, il criterio finanziario si riassume nella seguente formula:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC_t)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC_{TV}-g)(1+WACC_{n+1})^{n+1}}$$

da cui il valore dell'azienda:

$$W = EV - \text{Posizione Finanziaria Netta} + \text{Surplus Assets}$$

EV Enterprise Value, indica il valore delle attività dal quale andranno detratti i debiti onerosi;

FCFF Free Cash Flow for the Firm, flusso di cassa operativo previsionale dato dalla differenza tra il flusso di cassa operativo e gli investimenti netti (CapEx) al lordo della restituzione dell'indebitamento finanziario e del pagamento degli oneri finanziari;

WACC: Weighted Average Cost of Capital: si tratta del tasso adottato per l'attualizzazione dei flussi di cassa ed è pari alla media ponderata tra tasso sul capitale e tasso sui debiti; la rilevazione di tale tasso (e quindi l'attualizzazione degli importi) viene effettuata puntualmente per ciascuno degli anni di analisi;

g è il tasso di crescita dei flussi di cassa oltre il periodo di previsione analitica;

FCFF_n (1 + g) rappresenta il flusso di cassa, oltre la soglia di previsione analitica, disponibile per la remunerazione dei finanziatori e liberamente distribuibile agli azionisti senza compromettere la capacità dell'impresa di generare flussi di cassa crescenti secondo il tasso di crescita espresso da *g*.

Il *WACC* è dato dalla media ponderata del costo del capitale proprio e del costo del capitale di debito, costo quest'ultimo da intendersi al netto dell'effetto di risparmio fiscale connesso alla deducibilità degli oneri finanziari. Nota la struttura di finanziamento dell'impresa, ovvero il valore dell'Equity ed il valore del debito si ha pertanto:

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

dove:

E è il valore corrente del capitale proprio;

D è il valore corrente del capitale di debito;

K_e è il costo del capitale proprio, ovvero la remunerazione attesa dai soci/azionisti in virtù dell'apporto del capitale di rischio;

K_d è il costo del capitale di debito, ovvero il tasso passivo che l'impresa sconta sui conferimenti di capitale di debito;

t è l'aliquota fiscale vigente per le imposte sul reddito.

Il modello più utilizzato a livello operativo ai fini della stima del costo del capitale proprio è rappresentato dal CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Secondo tale modello, il costo del capitale proprio dell'azienda è pari al rendimento di un investimento privo di rischio aumentato di un premio per il rischio specifico per l'azienda considerata. Si ha ovvero:

$$K_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

dove:

r_f rendimento netto di investimenti o titoli privi di rischio;

$(r_m - r_f)$ rappresenta il premio per il maggior rischio del mercato azionario rispetto ad investimenti o titoli privi di rischio;

β è il coefficiente che quantifica il rischio della singola impresa rispetto a quello medio del mercato;

In maniera analoga, il tasso di costo del capitale di debito può essere quantificato come un tasso risk free imposto dal sistema creditizio a cui si aggiunge uno spread che rappresenta il premio per il rischio riconosciuto ai finanziatori del debito e legato allo specifico rating dell'impresa.

$$K_d = r_{df} + spread$$

Una volta valutato il costo del capitale, i principali problemi di ordine pratico derivanti dall'applicazione del criterio in questione derivano dalla difficoltà di determinazione dei flussi e dal calcolo del tasso di attualizzazione: in relazione al primo, è evidente la difficoltà di quantificazione dei flussi di dividendi nell'arco temporale determinato, essendo questi influenzati non solo dall'andamento reddituale e dalla liquidità dell'azienda, ma anche da numerose altre variabili che rendono incerte le stime sulle decisioni che verranno assunte dagli amministratori e dalle assemblee dei soci in merito alla politica dei dividendi, a meno che quest'ultima non sia stata predefinita.

Al fine di superare le citate incertezze, si assume solitamente l'ipotesi che i dividendi che verranno erogati coincidano col free cash flow, o flusso di cassa disponibile. L'entità di tale grandezza, corrispondente alle risorse finanziarie destinabili agli azionisti dopo aver seguito le politiche di investimento ed indebitamento giudicate più idonee, può venire determinata con la seguente metodologia:

Risultato operativo (Ebit)

- imposte sul risultato operativo (figurative)

= **Risultato operativo al netto delle imposte specifiche (Nopat)**

+ ammortamenti

+ accantonamenti e altre voci non monetarie

+/- variazioni negative/positive del capitale circolante (incluso TFR)

- investimenti in capitale fisso (al netto di eventuali disinvestimenti)

= **Free Cash Flow for the Firm (FCFF)**

Così determinato, il flusso di cassa disponibile non è di competenza solo degli azionisti, ma è al servizio di tutti i fornitori di capitale, sia esso di rischio e di debito. Attualizzato ad un tasso che esprima la media ponderata (secondo l'effettiva struttura finanziaria) del costo del capitale di debito e di quello del capitale proprio, si otterrà il valore globale del capitale impiegato nell'azienda, dal quale, sottraendo il valore di mercato del capitale di debito, si perverrà al valore del solo capitale proprio, cioè del capitale economico di pertinenza degli azionisti.

Il tasso al quale verranno attualizzati i flussi di cassa è il costo dell'intero capitale, il quale viene quantificato con il WACC (costo medio ponderato del capitale). Essendo i flussi al servizio sia dei creditori che degli azionisti, il costo del capitale dovrà incorporare il rendimento richiesto sia dai detentori del capitale di debito sia da quelli del capitale di rischio. La metodologia qui impiegata, come accennato, prevede la stima puntuale del WACC su tutto l'orizzonte previsionale e l'attualizzazione di ciascun importo al relativo tasso vigente nel periodo.

Particolare complessità riveste inoltre la determinazione del costo del capitale di rischio, in quanto non risulta esserci alcun accordo o impegno esplicito di remunerazione da parte dell'azienda; le aspettative dell'azionista sono solitamente pari ad un rendimento minimo pari a quello offerto da investimenti alternativi privi di rischio (solitamente titoli pubblici), maggiorato di un premio particolare per il rischio assunto: quest'ultimo rappresenta, a questo punto, la vera incognita.

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

Valutazione con il metodo finanziario

Una volta sviluppato il piano finanziario previsionale, che conduce alla determinazione dei flussi di cassa attesi, l'applicazione del metodo del *Discounted Cash-flow* richiede essenzialmente il calcolo del tasso di attualizzazione da impiegare per scontare i flussi finanziari e pervenire, quindi, al valore dell'azienda. Come si è discusso alla relativa sezione, tale tasso deve esprimere la remunerazione attesa sia dagli azionisti che dai finanziatori di capitale di debito e si identifica con il WACC.

Parametri per calcolo WACC

Poiché il WACC esprime la media tra i rendimenti attesi del capitale proprio e del capitale di terzi, ponderata in relazione al rapporto che sussiste tra le due componenti, la struttura finanziaria previsionale ne influenza il calcolo e conduce, in generale, a differenti valori del WACC in ciascuno degli anni di previsione.

Ai fini della stima del costo del capitale proprio, si considera un tasso degli investimenti privi di rischio pari a 2,00%, un premio di mercato per il rischio pari a 6,69% e un coefficiente beta unlevered di 0,72. In relazione alla stima del costo del capitale di debito, si assume che l'azienda sia in grado di finanziarsi ad un tasso del 4,50% che, considerato al netto dell'effetto fiscale, per il quale si assume un'aliquota del 24,00%, risulta pari a 3,42%.

Parametri per calcolo WACC

Tasso Free Risk netto (Rf)	2,00%
Equity Risk Premium (ERP)	6,69%
Beta Unlevered (Bu)	0,72
Costo del debito (Kd)	4,50%
Scelta del Beta	Beta unlevered
Debito (D)	Debito fin. lordo

Si riporta di seguito l'andamento del WACC nei 4 anni del piano previsionale ed i relativi parametri che ne influenzano il calcolo. Si noti come l'aver considerato il beta unlevered per il calcolo del Ke renda quest'ultimo parametro indipendente dalla struttura di finanziamento dell'azienda e costante per tutti gli anni di previsione.

WACC	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Debito finanziario lordo (D)	0	0	0	0	0
Equity (E)	17.865.812	18.997.903	20.462.353	22.102.950	23.971.112
D/(D + E)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
E/(D + E)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Beta Unlevered	0,72	0,72	0,72	0,72	0,72
D/E	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Costo del Capitale Proprio (Ke)	6,79%	6,79%	6,79%	6,79%	6,79%
Kd*(1 - t)	3,42%	3,42%	3,42%	3,42%	3,42%
Aliquota IRES	24,00%	24,00%	24,00%	24,00%	24,00%
Andamento puntuale WACC	6,79%	6,79%	6,79%	6,79%	6,79%

Si è ritenuto, in definitiva, di tenere in considerazione l'andamento del WACC nel corso del periodo di previsione e di attualizzare ciascun flusso finanziario al relativo tasso, calcolato in funzione dei parametri specifici di quell'anno.

Si riporta il dettaglio del calcolo del WACC con riferimento all'anno 2025.

Dettaglio calcolo WACC anno 2025

Beta unlevered (Bu)	0,72	
Ke	6,79%	$Ke = Rf + Bu * ERP = 2,00\% + 0,72 * 6,69\% = 6,79\%$
Kd*(1 - t)	3,42%	$Kd * (1 - t) = 4,50\% * (1 - 24,0\%) = 3,42\%$
D/(D + E)	0,00	$D / (D + E) = 0 / (0 + 18.997.903) = 0,00$
E/(D + E)	1,00	$E / (D + E) = 18.997.903 / (0 + 18.997.903) = 1,00$
WACC	6,79%	$WACC = kd * (1 - t) * D / (D + E) + Ke * E / (D + E) = 4,50\% * (1 - 24,0\%) * 0,00 + 6,79\% * 1,00 = 6,79\%$

Il flusso finanziario considerato ai fini della valutazione è il Flusso di Cassa Operativo, di cui si riportano le proiezioni nel periodo previsionale considerato (2025-2028).

Flussi di Cassa Operativi (FCO)

	2025E	2026E	2027E	2028E
Ebit	1.570.168	2.031.138	2.275.446	2.591.070
- Imposte figurative	-438.077	-566.687	-634.850	-722.909
NOPAT	1.132.091	1.464.450	1.640.597	1.868.162
+ Ammortamenti, accantonamenti e TFR	1.897.956	1.902.494	1.907.349	1.912.544
+/- Variazioni del circolante	-2.258.488	1.942.712	-2.291.463	-2.507.269
+/- Investimenti/disinvestimenti	NaN	NaN	NaN	NaN
Flusso di Cassa Operativo (FCO)	771.559	5.309.656	1.256.483	1.273.437
WACC	6,79%	6,79%	6,79%	6,79%
Fattore di attualizzazione	0,94	0,88	0,82	0,77
Flusso di Cassa Operativo attualizzato	722.476	4.655.585	1.031.617	978.848

Si assume, infine, che oltre l'orizzonte di 4 anni di previsione esplicita, i flussi di cassa si mantengano costanti e pari al valore del 2028. Tale ipotesi confluisce nel calcolo del cosiddetto Terminal Value, che risulta pari ad € 18.744.112.

Valore azienda



CAPITALE OPERATIVO INVESTITO NETTO = VAN + TV ATTUALIZZATO =	20.879.909
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA (PFN) anno 2024 =	-20.270.867
SURPLUS ASSET (SA) * =	-19.647.925

VALORE AZIENDA = CAPITALE OPERATIVO - PFN + SA = € 21.502.851

I Surplus Asset sono assimilabili, ad esempio, a partecipazioni societarie non operative, immobili civili, etc



Il valore attuale dei flussi di cassa previsionali, comprensivo del valore attuale del Terminal Value, risulta pari a € 20.879.909. Ai fini della valutazione dell'azienda, tale contributo, interpretabile come il valore del capitale investito netto operativo all'anno 2024 va corretto tenendo conto dell'indebitamento netto dell'azienda (Pfn) e di eventuali attività non operative. In particolare modo, la posizione finanziaria netta va sottratta al capitale investito mentre il termine di Surplus Asset va sommato per determinare il valore totale dell'azienda. Sulla base di tali considerazioni si stima che il valore dell'azienda sia pari a 21.502.851. Si riportano in tabella i valori della posizione finanziaria netta e del Surplus Asset.



Conclusioni

Nel presente lavoro si è provveduto a quantificare il valore del capitale economico di Manduriambiente s.p.a. attraverso l'impiego di diverse tecniche analitiche, ciascuna differente in quanto a metodologie adottate e risultati, seppur basate su un medesimo scenario di cui si è data illustrazione in precedenza. Di seguito si riporta il prospetto riepilogativo dei risultati ottenuti con i diversi metodi.

Metodo della rendita perpetua	€ 20.350.590
Metodo Misto Patrimoniale-Reddittuale	€ 13.631.427
Metodo finanziario (DCF)	€ 21.502.851

Nella determinazione del valore economico dell'azienda sono stati considerati i principali criteri estimativi riconosciuti dalla dottrina e dalla prassi professionale, in particolare: il metodo reddittuale, fondato sulla capacità dell'impresa di generare redditi futuri; il metodo misto patrimoniale-reddittuale, volto a integrare la logica patrimoniale e quella reddittuale; e il metodo finanziario, basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici, generalmente ritenuto il più idoneo a cogliere il valore di aziende in funzionamento, come previsto dai principi OIC, IVS e dalla giurisprudenza in materia di stima aziendale.

Nel caso di specie, **considerata la natura dell'impresa operante nel settore del trattamento e smaltimento rifiuti**, il valore aziendale non può essere adeguatamente rappresentato dal solo patrimonio netto contabile. La stima deve riflettere **la capacità prospettica** di generare flussi finanziari, strettamente connessa alle autorizzazioni amministrative, alle volumetrie disponibili e alle tariffe di conferimento. In tale contesto, assume rilievo determinante quanto evidenziato nella perizia tecnica **dell'ing. Giuseppe Cincavalli**, nominato congiuntamente nel collegio peritale, secondo cui il valore dell'asset è significativamente influenzato dall'evoluzione del quadro autorizzativo e dall'incremento delle volumetrie disponibili (circa 150.000 mc), elemento idoneo a determinare l'estensione della vita utile dell'impianto e dei flussi economici attesi.

La stessa perizia tecnica evidenzia inoltre che i ricavi dell'impianto dipendono dalle tariffe regolamentate e dalle quantità trattabili, con una capacità annua stimata di circa 52.000 tonnellate, elementi integrati nel piano economico-finanziario validato dall'ente regolatore, a conferma che il valore dell'azienda risiede principalmente nella sua capacità di generare flussi futuri piuttosto che nella mera consistenza patrimoniale.

Alla luce di quanto sopra, **il metodo finanziario (Discounted Cash Flow, DCF)** è stato ritenuto il criterio maggiormente idoneo ai fini della presente valutazione, in quanto consente di cogliere in maniera completa e coerente il valore economico dell'azienda, incorporando le variabili operative, regolatorie e prospettiche del settore. Gli altri metodi estimativi sono stati adottati in via sussidiaria e di controllo, al fine di verificare la ragionevolezza dei risultati ottenuti, come previsto dalla prassi professionale e dalle linee guida IVS.

Secondo il DCF, il capitale economico complessivo della società è pari a € 21.502.851. La partecipazione di Intini Angelo Srl, **pari al 4,71%, è quindi stimata in circa € 1.012.784.**

Ai fini della determinazione del prezzo a base d'asta per la vendita competitiva delle azioni, da effettuarsi pubblicamente secondo le norme del Codice Civile e del concordato preventivo liquidatorio, si è inoltre considerato il **diritto di usufrutto relativo all'1%** delle azioni detenute. Tale diritto, valorizzato in via

semplificativa in misura proporzionale al valore della partecipazione, risulta pari a circa € 10.128, tenuto conto della durata residua del diritto, con scadenza al 9 marzo 2037.

In conclusione, **il valore complessivo della partecipazione di Intini Angelo Srl**, comprensivo del diritto di usufrutto, da porre a base d'asta, risulta pari a **€ 1.022.912**. Questo importo costituirà il riferimento per la procedura competitiva di vendita delle azioni, garantendo trasparenza e conformità alle disposizioni normative vigenti.

Bari, li 30 marzo 2026
dott.ssa Antonella Bernardi

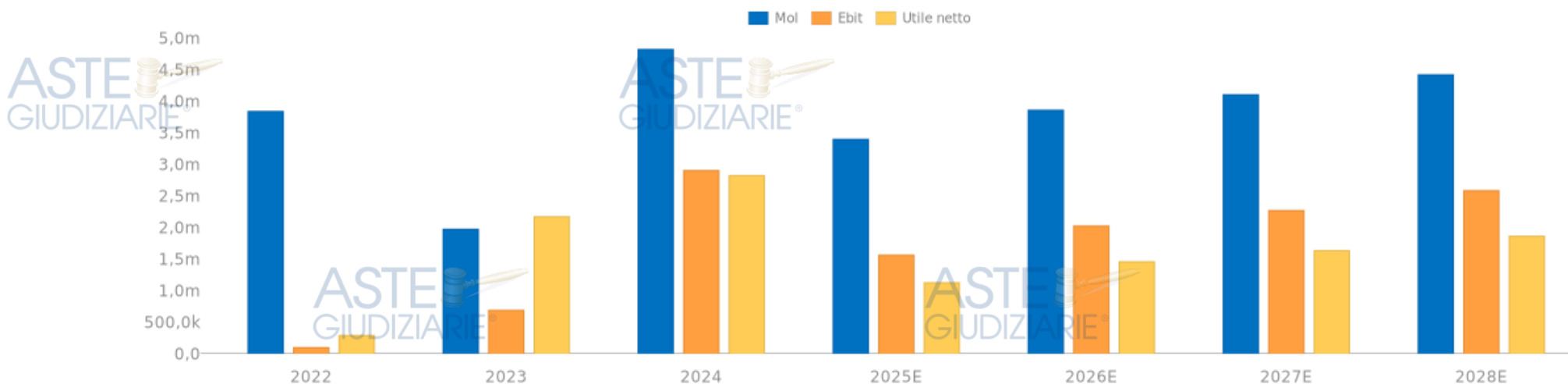


Dati economici

Anni	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
<i>Dati in migliaia di euro</i>							
Ricavi delle vendite	15.420	19.619	21.379	22.875	24.477	26.190	28.023
VdP	16.793	20.196	23.049	22.875	24.477	26.190	28.023
Mol	3.844	1.980	4.826	3.403	3.864	4.109	4.424
Ebit	104,9	696,3	2.909,3	1.570,2	2.031,1	2.275,4	2.591,1
Ebt	228	2.856	3.720	1.570	2.031	2.275	2.591
Utile netto	297	2.178	2.829	1.132	1.464	1.641	1.868
Dividendi	n.d.	n.d.	0	0	0	0	0
Vendite change (%)	-	27,2%	9,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Mol change (%)	-	-48,5%	143,7%	-29,5%	13,5%	6,3%	7,7%
Ebit change (%)	-	563,8%	317,8%	-46,0%	29,4%	12,0%	13,9%
Mol margin (%)	24,9%	10,1%	22,6%	14,9%	15,8%	15,7%	15,8%
Ebit margin (%)	0,7%	3,6%	13,6%	6,9%	8,3%	8,7%	9,3%

Nell'ultimo bilancio approvato relativo all'esercizio 2024, il fatturato è cresciuto rispetto all'esercizio precedente del 9,0% attestandosi a 21.378.965, il Margine operativo lordo MOL è aumentato del 143,7% attestandosi a 4.825.659 con un'incidenza sui ricavi del 22,6% mentre l'EBIT è aumentato del 317,8% risultando pari a 2.909.344 con un'incidenza sui ricavi del 13,6%. Gli indicatori di redditività vedono per il ROI un incremento del 4,2% attestandosi al 5,7%, per il ROE un incremento del 1,4% attestandosi al 15,8% e per quanto concerne la redditività delle vendite ROS si registra un incremento del 10,1% attestandosi al 13,6%. Il rapporto Ebit/Of, pari ad un valore di 7.970,8, denota una situazione di equilibrio finanziario, il reddito generato dalla gestione caratteristica è sufficiente a remunerare il capitale acquisito per produrlo. Nel valutare l'incidenza sul fatturato di alcune delle tipiche voci di costo, si rileva che tre dei quattro indicatori calcolati risultano sostanzialmente stabili rispetto all'anno precedente mentre uno di questi fa segnare una diminuzione. Nello specifico, l'incidenza dei costi per il godimento di beni di

terzi è pari a 0,3%, l'incidenza dei costi per l'acquisto di materie prime è pari invece a 1,6% ed il costo del lavoro, infine, è pari a 5,7% come percentuale sul fatturato. L'unico parametro in calo, dunque in miglioramento, è l'incidenza dei costi per l'acquisto di servizi, pari a 76,1% in percentuale rispetto ai ricavi, che fa segnare una diminuzione di 7,53 punti percentuali rispetto all'anno precedente. Gli oneri finanziari sono cresciuti rispetto all'esercizio precedente del 145,0% attestandosi a 365 con un'incidenza sui ricavi del 0,0%. L'utile netto è cresciuto rispetto all'esercizio precedente del 29,9% attestandosi a 2.829.406.



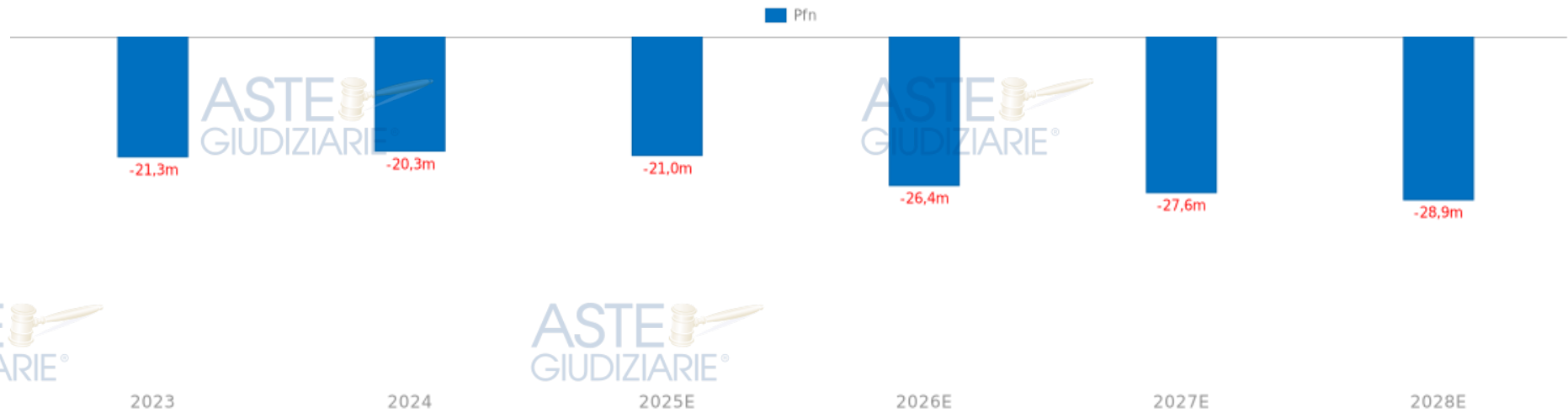
Dati patrimoniali

Anni	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
<i>Dati in migliaia di euro</i>							
Immobilizzi materiali netti	9.868	▼9.798	▼9.644	▼7.811	▼5.977	▼4.144	▼2.311
Immobilizzi immateriali netti	34	▼21	▲37	37	37	37	37
Immobilizzi finanziari	0	0	0	0	0	0	0
Immobilizzi commerciali	1	1	▼0	0	0	0	0
TOTALE ATTIVO A LUNGO	9.903	▼9.820	▼9.681	▼7.847	▼6.014	▼4.181	▼2.348
Rimanenze	54	▼54	54	54	54	54	54
Liquidità differite	9.502	▲14.352	▲20.675	▼18.751	▼11.241	▲13.584	▲16.113
Liquidità immediate	25.073	▼21.301	▼20.271	▲21.042	▲26.352	▲27.609	▲28.882
TOTALE ATTIVO A BREVE	34.629	▲35.707	▲41.000	▼39.847	▼37.646	▲41.246	▲45.049
TOTALE ATTIVO	44.532	▲45.526	▲50.680	▼47.695	▼43.660	▲45.427	▲47.397
Patrimonio Netto	9.944	▲15.036	▲17.866	▲18.998	▲20.462	▲22.103	▲23.971
Fondi per rischi e oneri	27.619	▼23.557	▼22.689	22.689	22.689	22.689	22.689
Trattamento di fine rapporto	217	▲237	▲271	▲336	▲405	▲479	▲559
TOTALE DEBITI A LUNGO	27.836	▼23.794	▼22.960	▲23.025	▲23.094	▲23.168	▲23.248
TOTALE DEBITI A LUNGO + PN	37.780	▲38.831	▲40.826	▲42.023	▲43.557	▲45.271	▲47.219
TOTALE DEBITI A BREVE	6.752	▼6.696	▲9.854	▼5.672	▼104	▲156	▲178
TOTALE PASSIVO	44.532	▲45.526	▲50.680	▼47.695	▼43.660	▲45.427	▲47.397

Posizione finanziaria Netta

Anni	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
<i>Dati in migliaia di euro</i>						
Debiti v/banche a breve	0	0	0	0	0	0
Mutui passivi	0	0	0	0	0	0
Finanziamento soci	0	0	0	0	0	0
Altri debiti finanziari	0	0	0	0	0	0
Debiti Leasing	0	0	0	0	0	0
(Crediti finanziari)	(21.196)	(20.247)	(20.247)	(20.247)	(20.247)	(20.247)
(Cassa e banche c/c)	(105)	(23)	(795)	(6.105)	(7.361)	(8.635)
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA (PFN)	(21.301)	(20.271)	(21.042)	(26.352)	(27.609)	(28.882)
Pfn Change %		4,8%	-3,8%	-25,2%	-4,8%	-4,6%

NA



Struttura del debito

Anni	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Mutui passivi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Banche a breve	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Finanziamento soci	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Altri debiti finanziari	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Debiti Leasing	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%



100,00%
90,00%
80,00%
70,00%
60,00%
50,00%
40,00%
30,00%
20,00%
10,00%
0,00%

■ Mutui passivi ■ Banche a breve ■ Finanziamento soci ■ Altri debiti finanziari ■ Debiti Leasing



2023

2024

2025E

2026E

2027E

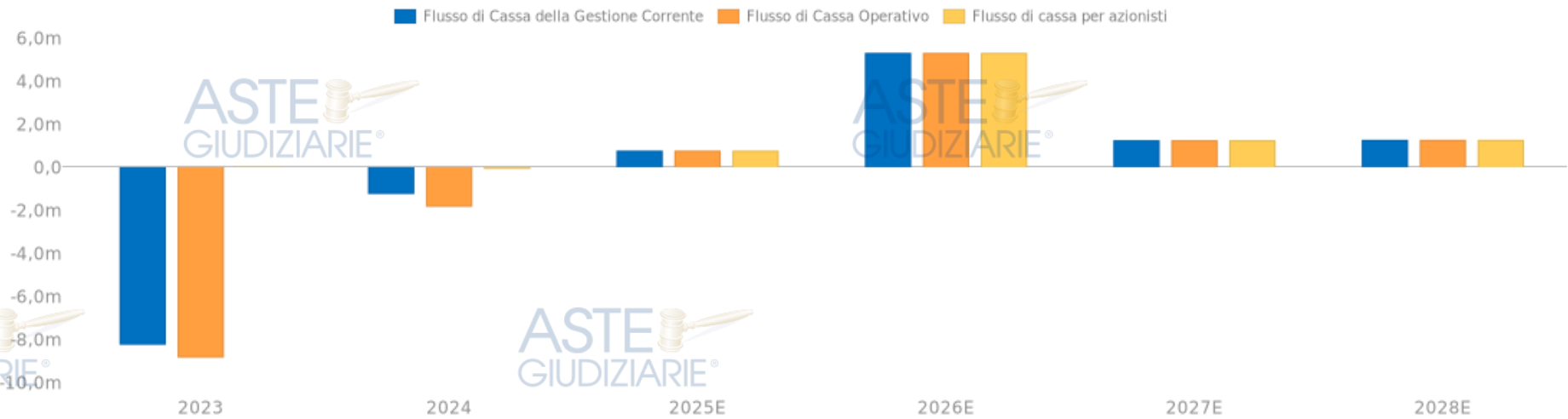
2028E



Cash-flow

Anni	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
<i>Dati in migliaia di euro</i>						
Flusso di Cassa Operativo Lordo	1.375	4.007	3.030	3.367	3.548	3.781
Variazione CCN	(4.906)	(3.163)	(2.258)	1.943	(2.291)	(2.507)
Flusso di Cassa della Gestione Corrente	(8.249)	(1.247)	772	5.310	1.256	1.273
Flusso di Cassa Operativo	(8.846)	(1.840)	772	5.310	1.256	1.273
Flusso di Cassa al servizio del Debito	19	(82)	772	5.310	1.256	1.273
Flusso di cassa per azionisti	19	(82)	772	5.310	1.256	1.273
Flusso di Cassa Netto	19	(82)	772	5.310	1.256	1.273

Il rendiconto finanziario utilizzato per l'analisi è quello dei flussi di liquidità che determina, nella fattispecie, il Flusso di cassa disponibile per gli azionisti e i finanziatori (detto anche Unlevered Free Cash Flow o Free Cash Flow to the Firm). Tale flusso corrisponde al Flusso di cassa operativo, ovvero quello che scaturisce dalla gestione caratteristica dell'impresa al lordo degli oneri finanziari e della restituzione delle risorse impiegate da tutti i finanziatori dell'impresa (capitale di rischio e di terzi). Per calcolare tale flusso occorre utilizzare il concetto del NOPAT, ovvero considerare le c.d. imposte figurative che rappresentano la parte di imposta imputabile al solo risultato operativo che la società pagherebbe se non ci fossero gli oneri finanziari o proventi/oneri straordinari che in Italia sono in parte deducibili. Iniziamo la nostra analisi con il primo flusso di cassa detto operativo lordo dato dalla somma del NOPAT con i costi non monetari per eccellenza ovvero gli ammortamenti e gli accantonamenti. Nell'ultimo bilancio approvato, relativo all'esercizio 2024, il flusso di cassa operativo lordo è positivo ed è cresciuto rispetto all'esercizio precedente del 191,5% attestandosi a € 4.007.225.



NA

Ratios

Anni	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
ROE	3,0%	14,5%	15,8%	6,0%	7,2%	7,4%	7,8%
ROI	0,2%	1,5%	5,7%	3,3%	4,7%	5,0%	5,5%
OF/MOL	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBIT/OF	9,4	4673,5	7970,8	NO OF	NO OF	NO OF	NO OF
PFN/MOL	-6,5	DEBT = 0	DEBT = 0	DEBT = 0	DEBT = 0	DEBT = 0	DEBT = 0
PFN/PN	-2,52	DEBT = 0	DEBT = 0	DEBT = 0	DEBT = 0	DEBT = 0	DEBT = 0
Pfn/Ricavi	-162,60%	-108,60%	-94,80%	-92,00%	-107,70%	-105,40%	-103,10%
DSCR	-	-	-	DEBT = 0	DEBT = 0	DEBT = 0	DEBT = 0
WACC	-	-	-	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%

Stato Patrimoniale Riclassificato

Stato Patrimoniale finanziario

Anni	2022		2023		2024		2025E	
	€	%	€	%	€	%	€	%
Immobilizzi materiali netti	9.868.069	22,2%	9.797.802	21,5%	9.643.665	19,0%	7.810.532	16,4%
Immobilizzi immateriali netti	33.776	0,1%	20.919	0,1%	36.933	0,1%	36.933	0,1%
Immobilizzi finanziari	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Altre attività a lungo termine	899	0,0%	899	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
TOTALE ATTIVO A LUNGO	9.902.744	22,2%	▼ 9.819.620	21,6%	▼ 9.680.598	19,1%	▼ 7.847.465	16,5%
Rimanenze	53.887	0,1%	53.577	0,1%	53.577	0,1%	53.577	0,1%
Crediti commerciali a breve	5.959.543	13,4%	11.514.590	25,3%	18.464.673	36,4%	15.523.852	32,6%
Crediti comm. a breve v/gruppo	776.452	1,7%	858.855	1,9%	616.675	1,2%	0	0,0%
Crediti finanziari a breve v/gruppo	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Altri crediti a breve	2.311.867	5,2%	1.597.139	3,5%	1.242.895	2,5%	3.227.361	6,8%
<i>Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti</i>	532.500	1,2%	532.500	1,2%	532.500	1,1%	532.500	1,1%
<i>Crediti tributari entro 12 mesi</i>	709.975	1,6%	266.626	0,6%	98.120	0,2%	1.698.780	3,6%
<i>Crediti IRES</i>	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	98.120	0,2%	0	0,0%
<i>Crediti IVA</i>	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0	0,0%	1.698.780	3,6%
<i>Crediti per imposte anticipate</i>	910.295	2,0%	669.941	1,5%	482.656	1,0%	996.081	2,1%
<i>Crediti verso altri entro 12 mesi</i>	156.676	0,4%	128.072	0,3%	129.619	0,3%	0	0,0%
Ratei e risconti	454.187	1,0%	381.585	0,8%	350.877	0,7%	0	0,0%
Liquidità differite	9.502.049	21,3%	14.352.169	31,5%	20.675.120	40,8%	18.751.213	39,3%
Attività finanziarie a breve termine	24.987.097	56,1%	21.195.642	46,6%	20.247.479	40,0%	20.247.479	42,4%
Cassa, Banche e c/c postali	86.102	0,2%	105.251	0,2%	23.388	0,1%	794.947	1,7%
Liquidità immediate	25.073.199	56,3%	21.300.893	46,8%	20.270.867	40,0%	21.042.426	44,1%
TOTALE ATTIVO A BREVE	34.629.135	77,8%	▲ 35.706.639	78,4%	▲ 40.999.564	80,9%	▼ 39.847.216	83,6%
TOTALE ATTIVO	44.531.879	100,0%	▲ 45.526.259	100,0%	▲ 50.680.162	100,0%	▼ 47.694.681	100,0%

Patrimonio Netto	9.944.076	22,3%	15.036.408	33,0%	17.865.812	35,3%	18.997.903	39,8%
Fondi per rischi e oneri	27.618.667	62,0%	23.557.309	51,7%	22.689.028	44,8%	22.689.028	47,6%
Trattamento di fine rapporto	217.279	0,5%	236.853	0,5%	270.942	0,5%	335.765	0,7%
Obbligazioni	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Obbligazioni convertibili	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti verso banche oltre i 12 mesi	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti verso altri finanziatori a lunga scadenza	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti commerciali a lungo termine	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti commerciali a lungo v/gruppo	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti finanziari a lungo v/gruppo	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Altri debiti finanziari a lungo termine	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Altri debiti a lungo termine	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
TOTALE DEBITI A LUNGO	27.835.946	62,5%	▼ 23.794.162	52,3%	▼ 22.959.970	45,3%	▲ 23.024.793	48,3%
TOTALE DEBITI A LUNGO + PN	37.780.022	84,8%	▲ 38.830.570	85,3%	▲ 40.825.782	80,6%	▲ 42.022.696	88,1%
Obbligazioni	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Obbligazioni convertibili	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti verso banche entro i 12 mesi	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti verso altri finanziatori a breve scadenza	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti commerciali a breve termine	5.297.824	11,9%	5.273.236	11,6%	8.285.511	16,4%	5.526.515	11,6%
Debiti commerciali a breve v/gruppo	194.740	0,4%	132.773	0,3%	321.554	0,6%	58.896	0,1%
Debiti finanziari a breve v/gruppo	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Altri debiti finanziari a breve termine	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Altri debiti a breve termine	1.259.293	2,8%	1.289.680	2,8%	1.247.315	2,5%	86.574	0,2%
<i>Debiti tributari entro 12 mesi</i>	36.481	0,1%	84.395	0,2%	132.565	0,3%	61.237	0,1%
<i>Debito IRES</i>	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	132.565	0,3%	0	0,0%
<i>Debito IRAP</i>	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0	0,0%	61.237	0,1%
<i>Debiti previdenziali entro 12 mesi</i>	75.426	0,2%	66.839	0,2%	70.315	0,1%	25.337	0,1%
<i>Altri debiti entro 12 mesi</i>	558.309	1,3%	477.818	1,1%	474.006	0,9%	0	0,0%
<i>Ratei e risconti passivi</i>	589.077	1,3%	▲ 660.628	1,5%	▼ 570.429	1,1%	▼ 0	0,0%
TOTALE DEBITI A BREVE	6.751.857	15,2%	▼ 6.695.689	14,7%	▲ 9.854.380	19,4%	▼ 5.671.985	11,9%
TOTALE PASSIVO	44.531.879	100,0%	45.526.259	100,0%	50.680.162	100,0%	47.694.681	100,0%

Anni	2026E		2027E		2028E	
	€	%	€	%	€	%
Immobilizzi materiali netti	5.977.399	13,7%	4.144.266	9,1%	2.311.133	4,9%
Immobilizzi immateriali netti	36.933	0,1%	36.933	0,1%	36.933	0,1%
Immobilizzi finanziari	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Altre attività a lungo termine	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
TOTALE ATTIVO A LUNGO	▼ 6.014.332	13,8%	▼ 4.181.199	9,2%	▼ 2.348.066	5,0%
Rimanenze	53.577	0,1%	53.577	0,1%	53.577	0,1%
Crediti commerciali a breve	6.731.921	15,4%	7.203.156	15,9%	7.707.377	16,3%
Crediti comm. a breve v/gruppo	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Crediti finanziari a breve v/gruppo	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Altri crediti a breve	4.508.579	10,3%	6.380.890	14,1%	8.405.865	17,7%
<i>Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti</i>	532.500	1,2%	532.500	1,2%	532.500	1,1%
<i>Crediti tributari entro 12 mesi</i>	3.467.472	7,9%	5.365.734	11,8%	7.390.709	15,6%
<i>Crediti IRES</i>	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
<i>Crediti IVA</i>	3.467.472	7,9%	5.365.734	11,8%	7.390.709	15,6%
<i>Crediti per imposte anticipate</i>	508.608	1,2%	482.656	1,1%	482.656	1,0%
<i>Crediti verso altri entro 12 mesi</i>	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Ratei e risconti	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Liquidità differite	11.240.501	25,8%	13.584.046	29,9%	16.113.242	34,0%
Attività finanziarie a breve termine	20.247.479	46,4%	20.247.479	44,6%	20.247.479	42,7%
Cassa, Banche e c/c postali	6.104.603	14,0%	7.361.086	16,2%	8.634.524	18,2%
Liquidità immediate	26.352.082	60,4%	27.608.565	60,8%	28.882.003	60,9%
TOTALE ATTIVO A BREVE	▼ 37.646.160	86,2%	▲ 41.246.188	90,8%	▲ 45.048.822	95,1%
TOTALE ATTIVO	▼ 43.660.492	100,0%	▲ 45.427.387	100,0%	▲ 47.396.888	100,0%
Patrimonio Netto	20.462.353	46,9%	22.102.950	48,7%	23.971.112	50,6%
Fondi per rischi e oneri	22.689.028	52,0%	22.689.028	50,0%	22.689.028	47,9%
Trattamento di fine rapporto	405.126	0,9%	479.342	1,1%	558.754	1,2%
Obbligazioni	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Obbligazioni convertibili	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti verso banche oltre i 12 mesi	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti verso altri finanziatori a lunga scadenza	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%

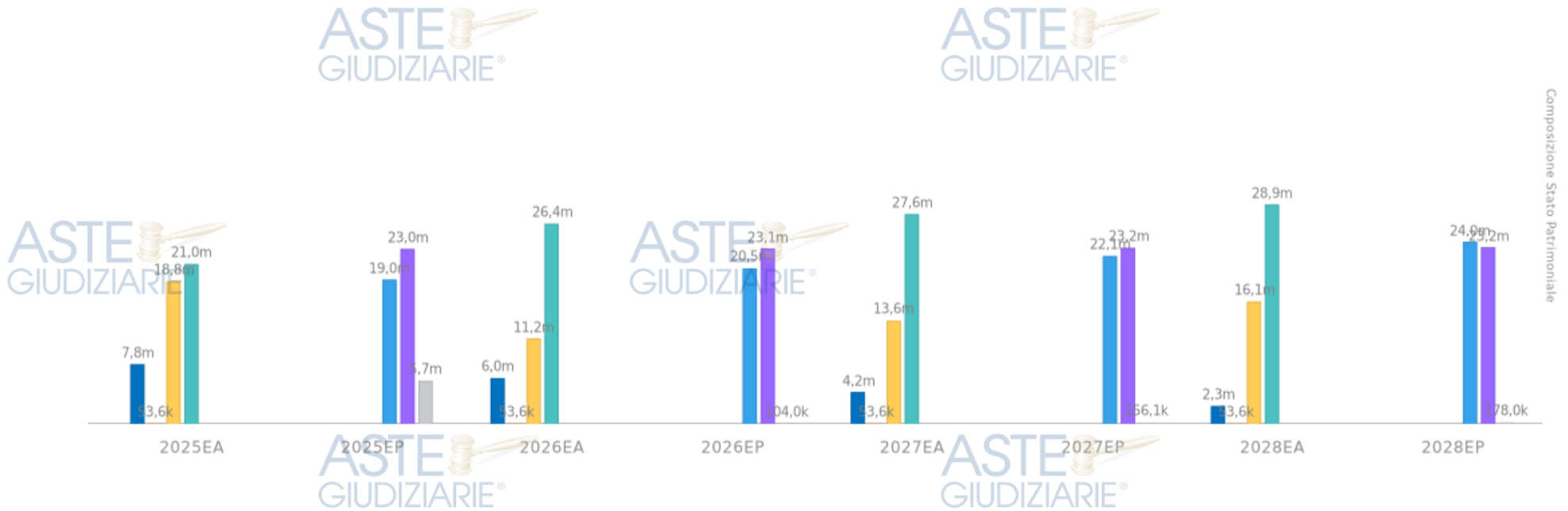
Debiti commerciali a lungo termine	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti commerciali a lungo v/gruppo	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti finanziari a lungo v/gruppo	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Altri debiti finanziari a lungo termine	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Altri debiti a lungo termine	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
TOTALE DEBITI A LUNGO	▲ 23.094.154	52,9%	▲ 23.168.370	51,0%	▲ 23.247.782	49,1%
TOTALE DEBITI A LUNGO + PN	▲ 43.556.507	99,8%	▲ 45.271.320	99,7%	▲ 47.218.894	99,6%
Obbligazioni	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Obbligazioni convertibili	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti verso banche entro i 12 mesi	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti verso altri finanziatori a breve scadenza	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti commerciali a breve termine	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti commerciali a breve v/gruppo	58.896	0,1%	58.896	0,1%	58.896	0,1%
Debiti finanziari a breve v/gruppo	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Altri debiti finanziari a breve termine	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Altri debiti a breve termine	45.088	0,1%	97.171	0,2%	119.098	0,3%
<i>Debiti tributari entro 12 mesi</i>	17.978	0,0%	68.162	0,2%	88.059	0,2%
<i>Debito IRES</i>	0	0,0%	58.634	0,1%	75.750	0,2%
<i>Debito IRAP</i>	17.978	0,0%	9.528	0,0%	12.309	0,0%
<i>Debiti previdenziali entro 12 mesi</i>	27.111	0,1%	29.008	0,1%	31.039	0,1%
<i>Altri debiti entro 12 mesi</i>	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
<i>Ratei e risconti passivi</i>	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
TOTALE DEBITI A BREVE	▼ 103.984	0,2%	▲ 156.067	0,3%	▲ 177.994	0,4%
TOTALE PASSIVO	▼ 43.660.492	100,0%	▲ 45.427.387	100,0%	▲ 47.396.888	100,0%

Stato Patrimoniale finanziario abbreviato

Anni	ASTE GIUDIZIARIE® 2022			ASTE GIUDIZIARIE® 2023			ASTE GIUDIZIARIE® 2024			ASTE GIUDIZIARIE® 2025E		
	€	%		€	%		€	%		€	%	
Immobilizzi materiali netti	9868069	0,2216		9797802	0,2152		9643665	0,1903		7810532	0,1638	
Immobilizzi immateriali netti	33.776	+0,1%		20.919	+0,1%		36.933	+0,1%		36.933	+0,1%	
Immobilizzi finanziari	0	0,0%		0	0,0%		0	0,0%		0	0,0%	
Altre attività a lungo termine	899	0,0%		899	0,0%		0	0,0%		0	0,0%	
TOTALE ATTIVO A LUNGO	9.902.744	+22,2%	▼ 9.819.620	▼ +21,6%	▼ 9.680.598	▼ +19,1%	▼ 7.847.465	▼ +16,5%				
Rimanenze	53.887	+0,1%		53.577	+0,1%		53.577	+0,1%		53.577	+0,1%	
Liquidità differite	9.502.049	+21,3%		14.352.169	+31,5%		20.675.120	+40,8%		18.751.213	+39,3%	
Liquidità immediate	25.073.199	+56,3%		21.300.893	+46,8%		20.270.867	+40,0%		21.042.426	+44,1%	
TOTALE ATTIVO A BREVE	34.629.135	+77,8%	▲ 35.706.639	▲ +78,4%	▲ 40.999.564	▲ +80,9%	▼ 39.847.216	▲ +83,6%				
TOTALE ATTIVO	44.531.879	+100,0%	▲ 45.526.259	+100,0%	▲ 50.680.162	+100,0%	▼ 47.694.681	+100,0%				
PATRIMONIO NETTO	9.944.076	+22,3%	▲ 15.036.408	▲ +33,0%	▲ 17.865.812	▲ +35,3%	▲ 18.997.903	▲ +39,8%				
TOTALE DEBITI A LUNGO	27.835.946	+62,5%	▼ 23.794.162	▼ +52,3%	▼ 22.959.970	▼ +45,3%	▲ 23.024.793	▲ +48,3%				
TOTALE DEBITI A LUNGO + PN	37.780.022	+84,8%	38.830.570	+85,3%	40.825.782	+80,6%	42.022.696	+88,1%				
TOTALE DEBITI A BREVE	6.751.857	+15,2%	▼ 6.695.689	▼ +14,7%	▲ 9.854.380	▲ +19,4%	▼ 5.671.985	▼ +11,9%				
TOTALE PASSIVO	44.531.879	+100,0%	▲ 45.526.259	+100,0%	▲ 50.680.162	+100,0%	▼ 47.694.681	+100,0%				

Anni	2026E		2027E		2028E	
	€	%	€	%	€	%
Immobilizzi materiali netti	5977399	0,1369	4144266	0,0912	2311133	0,0488
Immobilizzi immateriali netti	36.933	+0,1%	36.933	+0,1%	36.933	+0,1%
Immobilizzi finanziari	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Altre attività a lungo termine	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
TOTALE ATTIVO A LUNGO	▼ 6.014.332	▼ +13,8%	▼ 4.181.199	▼ +9,2%	▼ 2.348.066	▼ +5,0%
Rimanenze	53.577	+0,1%	53.577	+0,1%	53.577	+0,1%
Liquidità differite	11.240.501	+25,8%	13.584.046	+29,9%	16.113.242	+34,0%
Liquidità immediate	26.352.082	+60,4%	27.608.565	+60,8%	28.882.003	+60,9%
TOTALE ATTIVO A BREVE	▼ 37.646.160	▲ +86,2%	▲ 41.246.188	▲ +90,8%	▲ 45.048.822	▲ +95,1%
TOTALE ATTIVO	▼ 43.660.492	+100,0%	▲ 45.427.387	+100,0%	▲ 47.396.888	+100,0%
PATRIMONIO NETTO	▲ 20.462.353	▲ +46,9%	▲ 22.102.950	▲ +48,7%	▲ 23.971.112	▲ +50,6%
TOTALE DEBITI A LUNGO	▲ 23.094.154	▲ +52,9%	▲ 23.168.370	▼ +51,0%	▲ 23.247.782	▼ +49,1%
TOTALE DEBITI A LUNGO + PN	43.556.507	+99,8%	45.271.320	+99,7%	47.218.894	+99,6%
TOTALE DEBITI A BREVE	▼ 103.984	▼ +0,2%	▲ 156.067	▲ +0,3%	▲ 177.994	▲ +0,4%
TOTALE PASSIVO	▼ 43.660.492	+100,0%	▲ 45.427.387	+100,0%	▲ 47.396.888	+100,0%

■ Attivo a lungo ■ Rimanenze ■ Liquidità differite ■ Liquidità immediate ■ Patrimonio Netto ■ Debiti a lungo ■ Debiti a breve



Composizione Stato Patrimoniale

Stato Patrimoniale gestionale

Anni	2022		2023		2024		2025E	
	€	%	€	%	€	%	€	%
Immobilizzazioni Immateriali	33.776	(0,2%)	20.919	(0,3%)	36.933	(1,5%)	36.933	(1,8%)
Immobilizzazioni materiali	9.868.069	(65,2%)	9.797.802	(156,4%)	9.643.665	(401,0%)	7.810.532	(382,0%)
Immobilizzazioni finanziarie	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
ATTIVO FISSO NETTO	9.901.845	(65,4%)	9.818.721	(156,7%)	9.680.598	(402,5%)	7.847.465	(383,8%)
Rimanenze	53.887	(0,4%)	53.577	(0,9%)	53.577	(2,2%)	53.577	(2,6%)
Crediti commerciali	6.735.995	(44,5%)	12.373.445	(197,5%)	19.081.348	(793,4%)	15.523.852	(759,3%)
Altri crediti operativi	2.310.345	(15,3%)	1.598.038	(25,5%)	1.242.895	(51,7%)	3.227.361	(157,8%)
Ratei e risconti attivi	454.187	(3,0%)	381.585	(6,1%)	350.877	(14,6%)	0	0,0%
(Debiti commerciali)	(5.492.564)	36,3%	(5.406.009)	86,3%	(8.607.065)	357,9%	(5.585.411)	273,2%
(Altri debiti operativi)	(670.216)	4,4%	(629.052)	10,0%	(676.886)	28,1%	(86.574)	4,2%
(Ratei e risconti passivi)	(589.077)	3,9%	(660.628)	10,5%	(570.429)	23,7%	0	0,0%
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO OPERATIVO	2.802.557	(18,5%)	7.710.956	(123,1%)	10.874.317	(452,1%)	13.132.805	(642,3%)
(Fondo Tfr)	(217.279)	1,4%	(236.853)	3,8%	(270.942)	11,3%	(335.765)	16,4%
(Altri fondi)	(27.618.667)	182,5%	(23.557.309)	376,1%	(22.689.028)	943,4%	(22.689.028)	1109,8%
CAPITALE INVESTITO NETTO OPER. (CINO)	(15.131.544)	100,0%	(6.264.485)	100,0%	(2.405.055)	100,0%	(2.044.523)	100,0%
Attività e (Passività) operative extra-gestione	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
CAPITALE INVESTITO NETTO	(15.131.544)	100,0%	(6.264.485)	100,0%	(2.405.055)	100,0%	(2.044.523)	100,0%
Capitale sociale	4.111.820	(27,2%)	4.111.820	(65,6%)	4.111.820	(171,0%)	4.111.820	(201,1%)
Riserve	5.535.724	(36,6%)	5.832.256	(93,1%)	6.830.758	(284,0%)	6.830.758	(334,1%)
Utile/(perdita)	296.532	(2,0%)	5.092.332	(81,3%)	6.923.234	(287,9%)	8.055.325	(394,0%)
PATRIMONIO NETTO	9.944.076	(65,7%)	15.036.408	(240,0%)	17.865.812	(742,8%)	18.997.903	(929,2%)
Obbligazioni esigibili entro l'es. succ.	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti v/banche a breve	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Altri debiti finanziari a breve	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(Attività finanziarie correnti)	(24.989.518)	165,2%	(21.195.642)	338,4%	(20.247.479)	841,9%	(20.247.479)	990,3%
(Disponibilità liquide)	(86.102)	0,6%	(105.251)	1,7%	(23.388)	1,0%	(794.947)	38,9%
INDEBITAMENTO FIN. NETTO A BREVE	(25.075.620)	165,7%	(21.300.893)	340,0%	(20.270.867)	842,8%	(21.042.426)	1029,2%

Obbligazioni esigibili oltre l'es. succ.	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti v/banche a lungo	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Altri debiti finanziari a lungo	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
INDEBITAMENTO FINANZIARIO A LUNGO	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
INDEBITAMENTO FINANZIARIO NETTO	(25.075.620)	165,7%	(21.300.893)	340,0%	(20.270.867)	842,8%	(21.042.426)	1029,2%
FONTI DI FINANZIAMENTO	(15.131.544)	100,0%	(6.264.485)	100,0%	(2.405.055)	100,0%	(2.044.523)	100,0%

Anni	2026E		2027E		2028E	
	€	%	€	%	€	%
Immobilizzazioni Immateriali	36.933	(0,6%)	36.933	(0,7%)	36.933	(0,7%)
Immobilizzazioni materiali	5.977.399	(101,5%)	4.144.266	(75,3%)	2.311.133	(47,1%)
Immobilizzazioni finanziarie	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
ATTIVO FISSO NETTO	6.014.332	(102,1%)	4.181.199	(75,9%)	2.348.066	(47,8%)
Rimanenze	53.577	(0,9%)	53.577	(1,0%)	53.577	(1,1%)
Crediti commerciali	6.731.921	(114,3%)	7.203.156	(130,8%)	7.707.377	(156,9%)
Altri crediti operativi	4.508.579	(76,5%)	6.380.890	(115,9%)	8.405.865	(171,2%)
Ratei e risconti attivi	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(Debiti commerciali)	(58.896)	1,0%	(58.896)	1,1%	(58.896)	1,2%
(Altri debiti operativi)	(45.088)	0,8%	(97.171)	1,8%	(119.098)	2,4%
(Ratei e risconti passivi)	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO OPERATIVO	11.190.093	(190,0%)	13.481.556	(244,9%)	15.988.825	(325,6%)
(Fondo Tfr)	(405.126)	6,9%	(479.342)	8,7%	(558.754)	11,4%
(Altri fondi)	(22.689.028)	385,2%	(22.689.028)	412,1%	(22.689.028)	462,0%
CAPITALE INVESTITO NETTO OPER. (CINO)	(5.889.729)	100,0%	(5.505.615)	100,0%	(4.910.891)	100,0%
Attività e (Passività) operative extra-gestione	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
CAPITALE INVESTITO NETTO	(5.889.729)	100,0%	(5.505.615)	100,0%	(4.910.891)	100,0%
Capitale sociale	4.111.820	(69,8%)	4.111.820	(74,7%)	4.111.820	(83,7%)
Riserve	6.830.758	(116,0%)	6.830.758	(124,1%)	6.830.758	(139,1%)
Utile/(perdita)	9.519.775	(161,6%)	11.160.372	(202,7%)	13.028.534	(265,3%)
PATRIMONIO NETTO	20.462.353	(347,4%)	22.102.950	(401,5%)	23.971.112	(488,1%)
Obbligazioni esigibili entro l'es. succ.	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti v/banche a breve	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Altri debiti finanziari a breve	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(Attività finanziarie correnti)	(20.247.479)	343,8%	(20.247.479)	367,8%	(20.247.479)	412,3%
(Disponibilità liquide)	(6.104.603)	103,7%	(7.361.086)	133,7%	(8.634.524)	175,8%
INDEBITAMENTO FIN. NETTO A BREVE	(26.352.082)	447,4%	(27.608.565)	501,5%	(28.882.003)	588,1%
Obbligazioni esigibili oltre l'es. succ.	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti v/banche a lungo	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%

Altri debiti finanziari a lungo	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
INDEBITAMENTO FINANZIARIO A LUNGO	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
INDEBITAMENTO FINANZIARIO NETTO	(26.352.082)	447,4%	(27.608.565)	501,5%	(28.882.003)	588,1%
FONTI DI FINANZIAMENTO	(5.889.729)	100,0%	(5.505.615)	100,0%	(4.910.891)	100,0%

Conto Economico Riclassificato

Conto Economico a valore aggiunto

Anni	2022		2023		2024		2025E	
	€	% ricavi	€	% ricavi	€	% ricavi	€	% ricavi
(+) Ricavi dalle vendite e prestazioni	15.419.870	100,0%	▲ 19.619.223	100,0%	▲ 21.378.965	100,0%	▲ 22.875.493	100,0%
(+/-) Var. rimanenze prodotti e lavori in corso	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(+) Incrementi di imm.ni per lav. interni	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(+) Altri ricavi	1.373.527	8,9%	576.400	2,9%	1.670.139	7,8%	0	0,0%
Valore della produzione operativa	16.793.397	108,9%	▲ 20.195.623	102,9%	▲ 23.049.104	107,8%	▼ 22.875.493	100,0%
(-) Acquisti di merci	(296.521)	(1,9%)	(272.023)	(1,4%)	(333.726)	(1,6%)	(368.295)	(1,6%)
(-) Acquisti di servizi	(10.485.131)	(68,0%)	(16.401.891)	(83,6%)	(16.263.537)	(76,1%)	(17.385.374)	(76,0%)
(-) Godimento beni di terzi	(337.081)	(2,2%)	(86.472)	(0,4%)	(64.480)	(0,3%)	(68.626)	(0,3%)
(-) Oneri diversi di gestione	(702.815)	(4,6%)	(275.258)	(1,4%)	(342.507)	(1,6%)	(366.008)	(1,6%)
(+/-) Variazione rimanenze materie prime	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Costi della produzione	(11.821.548)	(76,7%)	▲ (17.035.644)	(86,8%)	▼ (17.004.250)	(79,5%)	▲ (18.188.304)	(79,5%)
Valore Aggiunto	4.971.849	32,2%	3.159.979	16,1%	6.044.854	28,3%	4.687.188	20,5%
(-) Costi del personale	(1.127.439)	(7,3%)	(1.180.031)	(6,0%)	(1.219.195)	(5,7%)	(1.283.888)	(5,6%)
MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)	3.844.410	24,9%	▼ 1.979.948	10,1%	▲ 4.825.659	22,6%	▼ 3.403.301	14,9%
(-) Ammortamenti	(784.204)	(5,1%)	(679.985)	(3,5%)	(731.571)	(3,4%)	(1.833.133)	(8,0%)
(-) Accanton. e sval. attivo corrente	(2.955.305)	(19,2%)	(603.617)	(3,1%)	(1.184.744)	(5,5%)	0	0,0%
RISULTATO OPERATIVO (EBIT)	104.901	0,7%	▲ 696.346	3,6%	▲ 2.909.344	13,6%	▼ 1.570.168	6,9%
(-) Oneri finanziari	(11.186)	(0,1%)	(149)	0,0%	(365)	0,0%	0	0,0%
(+) Proventi finanziari	134.276	0,9%	2.159.614	11,0%	810.692	3,8%	0	0,0%
Saldo gestione finanziaria	123.090	0,8%	2.159.465	11,0%	810.327	3,8%	0	0,0%
RISULTATO CORRENTE	227.991	1,5%	2.855.811	14,6%	3.719.671	17,4%	1.570.168	6,9%
(-) Altri costi non operativi	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(+) Altri ricavi e proventi non operativi	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%

Saldo altri ricavi e costi non operativi	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
RISULTATO PRIMA IMPOSTE	227.991	1,5%	▲ 2.855.811	14,6%	▲ 3.719.671	17,4%	▼ 1.570.168	6,9%
(-) Imposte sul reddito	68.541	0,4%	(677.971)	(3,5%)	(890.265)	(4,2%)	(438.077)	(1,9%)
RISULTATO NETTO	296.532	1,9%	▲ 2.177.840	11,1%	▲ 2.829.406	13,2%	▼ 1.132.091	5,0%

Anni	2026E		2027E		2028E	
	€	% ricavi	€	% ricavi	€	% ricavi
(+) Ricavi dalle vendite e prestazioni	▲ 24.476.777	100,0%	▲ 26.190.151	100,0%	▲ 28.023.462	100,0%
(+/-) Var. rimanenze prodotti e lavori in corso	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(+) Incrementi di imm.ni per lav. interni	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(+) Altri ricavi	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Valore della produzione operativa	▲ 24.476.777	100,0%	▲ 26.190.151	100,0%	▲ 28.023.462	100,0%
(-) Acquisti di merci	(416.105)	(1,7%)	(471.423)	(1,8%)	(476.399)	(1,7%)
(-) Acquisti di servizi	(18.357.583)	(75,0%)	(19.642.614)	(75,0%)	(21.017.597)	(75,0%)
(-) Godimento beni di terzi	(73.430)	(0,3%)	(78.570)	(0,3%)	(84.070)	(0,3%)
(-) Oneri diversi di gestione	(391.628)	(1,6%)	(419.042)	(1,6%)	(448.375)	(1,6%)
(+/-) Variazione rimanenze materie prime	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Costi della produzione	▲ (19.238.747)	(78,6%)	▲ (20.611.649)	(78,7%)	▲ (22.026.441)	(78,6%)
Valore Aggiunto	5.238.030	21,4%	5.578.502	21,3%	5.997.021	21,4%
(-) Costi del personale	(1.373.760)	(5,6%)	(1.469.923)	(5,6%)	(1.572.818)	(5,6%)
MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)	▲ 3.864.271	15,8%	▲ 4.108.579	15,7%	▲ 4.424.203	15,8%
(-) Ammortamenti	(1.833.133)	(7,5%)	(1.833.133)	(7,0%)	(1.833.133)	(6,5%)
(-) Accanton. e sval. attivo corrente	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
RISULTATO OPERATIVO (EBIT)	▲ 2.031.138	8,3%	▲ 2.275.446	8,7%	▲ 2.591.070	9,3%
(-) Oneri finanziari	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(+) Proventi finanziari	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Saldo gestione finanziaria	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
RISULTATO CORRENTE	2.031.138	8,3%	2.275.446	8,7%	2.591.070	9,3%
(-) Altri costi non operativi	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(+) Altri ricavi e proventi non operativi	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Saldo altri ricavi e costi non operativi	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
RISULTATO PRIMA IMPOSTE	▲ 2.031.138	8,3%	▲ 2.275.446	8,7%	▲ 2.591.070	9,3%
(-) Imposte sul reddito	(566.687)	(2,3%)	(634.850)	(2,4%)	(722.909)	(2,6%)
RISULTATO NETTO	▲ 1.464.450	6,0%	▲ 1.640.597	6,3%	▲ 1.868.162	6,7%

Analisi principali dati economici

Anni	2022			2023			2024			2025E		
	€	change %	€	€	change %	€	change %	€	change %			
Ricavi delle vendite	15.419.870	-	19.619.223	+27,2%	21.378.965	+9,0%	22.875.493	+7,0%				
VdP	16.793.397	-	20.195.623	+20,3%	23.049.104	+14,1%	22.875.493	-0,7%				
Mol	3.844.410	-	1.979.948	-48,5%	4.825.659	+143,7%	3.403.301	-29,5%				
Ebit	104.901	-	696.346	+563,8%	2.909.344	+317,8%	1.570.168	-46,0%				
Ebt	227.991	-	2.855.811	+1.152,6%	3.719.671	+30,3%	1.570.168	-57,8%				
Utile netto	296.532	-	2.177.840	+634,4%	2.829.406	+29,9%	1.132.091	-60,0%				

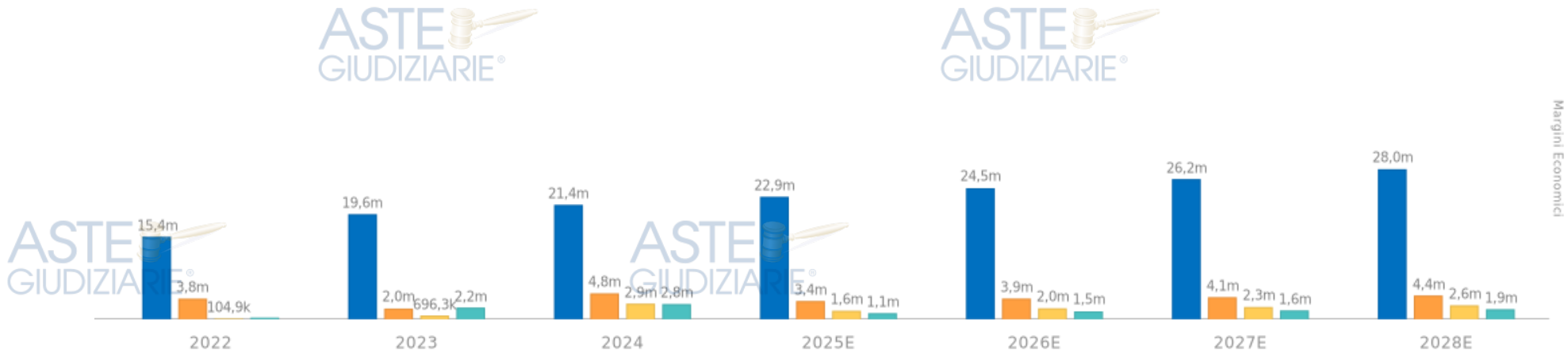
Anni	2026E		2027E		2028E	
	€	change %	€	change %	€	change %
Ricavi delle vendite	24.476.777	+7,0%	26.190.151	+7,0%	28.023.462	+7,0%
VdP	24.476.777	+7,0%	26.190.151	+7,0%	28.023.462	+7,0%
Mol	3.864.271	+13,5%	4.108.579	+6,3%	4.424.203	+7,7%
Ebit	2.031.138	+29,4%	2.275.446	+12,0%	2.591.070	+13,9%
Ebt	2.031.138	+29,4%	2.275.446	+12,0%	2.591.070	+13,9%
Utile netto	1.464.450	+29,4%	1.640.597	+12,0%	1.868.162	+13,9%

Conto economico a costi fissi e variabili

Anni	2025E		2026E		2027E		2028E	
	€	%	€	%	€	%	€	%
Ricavi netti	22.875.493	100,0%	▲ 24.476.777	100,0%	▲ 26.190.151	100,0%	▲ 28.023.462	100,0%
(+) Altri ricavi	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
A) Ricavi netti di vendita	22.875.493	100,0%	24.476.777	100,0%	26.190.151	100,0%	28.023.462	100,0%
(-) Acquisti di merci	(368.295)	(1,6%)	(416.105)	(1,7%)	(471.423)	(1,8%)	(476.399)	(1,7%)
(+/-) Variazione rimanenze materie prime	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(+/-) Var. rimanenze prodotti e lavori in corso	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(-) Acquisti di servizi	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(-) Godimento beni di terzi	(68.626)	(0,3%)	(73.430)	(0,3%)	(78.570)	(0,3%)	(84.070)	(0,3%)
(-) Oneri diversi di gestione	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(+) Incrementi di imm.ni per lav. interni	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(-) Accantonamenti al FSC	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
B) COSTI VARIABILI	(436.922)	(1,9%)	(489.536)	(2,0%)	(549.993)	(2,1%)	(560.469)	(2,0%)
MARGINE DI CONTRIBUZIONE (A+B)	22.438.571	98,1%	▲ 23.987.241	98,0%	▲ 25.640.158	97,9%	▲ 27.462.993	98,0%
(-) Costo del personale	(1.283.888)	(5,6%)	(1.373.760)	(5,6%)	(1.469.923)	(5,6%)	(1.572.818)	(5,6%)
(-) Acquisti di servizi	(17.385.374)	(76,0%)	(18.357.583)	(75,0%)	(19.642.614)	(75,0%)	(21.017.597)	(75,0%)
(-) Godimento beni di terzi	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(-) Oneri diversi di gestione	(366.008)	(1,6%)	(391.628)	(1,6%)	(419.042)	(1,6%)	(448.375)	(1,6%)
(-) Ammortamento beni materiali	(1.833.133)	(8,0%)	(1.833.133)	(7,5%)	(1.833.133)	(7,0%)	(1.833.133)	(6,5%)
(-) Ammortamento beni immateriali	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
C) COSTI FISSI	(20.868.403)	(91,2%)	(21.956.104)	(89,7%)	(23.364.712)	(89,2%)	(24.871.922)	(88,7%)
RISULTATO OPERATIVO (A+B+C) = EBIT	1.570.168	6,9%	2.031.138	8,3%	2.275.446	8,7%	2.591.070	9,3%
(-) Oneri finanziari	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(+) Proventi finanziari	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
D) Saldo della gestione finanziaria	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%

(-) Altri costi non operativi	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(+) Altri ricavi e proventi non operativi	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
E) Saldo altri ricavi e costi non operativi	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	1.570.168	6,9%	2.031.138	8,3%	2.275.446	8,7%	2.591.070	9,3%
(-) ires	(376.840)	(1,6%)	(487.473)	(2,0%)	(546.107)	(2,1%)	(621.857)	(2,2%)
(-) irap	(61.237)	(0,3%)	(79.214)	(0,3%)	(88.742)	(0,3%)	(101.052)	(0,4%)
F) Oneri tributari	(438.077)	(1,9%)	(566.687)	(2,3%)	(634.850)	(2,4%)	(722.909)	(2,6%)
RISULTATO NETTO	1.132.091	5,0%	1.464.450	6,0%	1.640.597	6,3%	1.868.162	6,7%

■ Ricavi delle vendite ■ Mol ■ Ebit ■ Utile netto



Margini Economici

Rendiconto Finanziario

Rendiconto finanziario indiretto

Anni	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
	€	€	€	€	€	€
+/- Ebit	696.346	2.909.344	1.570.168	2.031.138	2.275.446	2.591.070
- Imposte figurative	(678.007)	(890.353)	(438.077)	(566.687)	(634.850)	(722.909)
+/- Nopat	18.339	▲ 2.018.991	▼ 1.132.091	▲ 1.464.450	▲ 1.640.597	▲ 1.868.162
+ Ammortamenti, Accantonamenti e Tfr	1.356.272	1.988.234	1.897.956	1.902.494	1.907.349	1.912.544
Flusso di Cassa Operativo Lordo	1.374.611	▲ 4.007.225	▼ 3.030.047	▲ 3.366.944	▲ 3.547.946	▲ 3.780.706
+/- Clienti	(5.637.450)	(6.707.903)	3.557.496	8.791.931	(471.234)	(504.221)
+/- Rimanenze	310	0	0	0	0	0
+/- Fornitori	(86.555)	3.201.056	(3.021.654)	(5.526.515)	0	0
+/- Altre attività	787.330	385.851	(1.633.589)	(1.281.219)	(1.872.310)	(2.024.975)
+/- Altre passività	30.387	(42.365)	(1.160.741)	(41.485)	52.082	21.928
Variazione CCNO	(4.905.978)	▲ (3.163.361)	▲ (2.258.488)	▲ 1.942.712	▼ (2.291.463)	▼ (2.507.269)
+/- Variazione fondi	(4.718.071)	(2.090.855)	0	0	0	0
Flusso di Cassa della Gestione Corrente	(8.249.438)	▲ (1.246.991)	▲ 771.559	▲ 5.309.656	▼ 1.256.483	▲ 1.273.437
+/- Investimenti/Disinvestimenti	(596.861)	(593.448)	0	0	0	0
Flusso di Cassa Operativo	(8.846.299)	▲ (1.840.439)	▲ 771.559	▲ 5.309.656	▼ 1.256.483	▲ 1.273.437
+/- Ricavi e costi non operativi	0	0	0	0	0	0
+/- Variazione attività non operative	3.791.455	948.163	0	0	0	0
Free Cash-flow to the Firm	(5.054.844)	(892.276)	771.559	5.309.656	1.256.483	1.273.437
+ Equity	2.914.492	0	0	0	0	0
+ Incremento debiti v/banche a lungo termine	0	0	0	0	0	0
+ Incremento debiti leasing	0	0	0	0	0	0

+ Incremento altri debiti finanziari	0	0	0	0	0	0
+/- Variazione debiti v/banche a breve termine	0	0	0	0	0	0
+ Proventi finanziari	2.159.614	810.692	0	0	0	0
Flusso di Cassa al servizio del Debito	19.262	▼(81.584)	▲771.559	▲5.309.656	▼1.256.483	▲1.273.437
+ Scudo fiscale del debito	36	88	0	0	0	0
- Restituzione debiti v/banche a lungo termine	0	0	0	0	0	0
- Restituzione debiti Leasing	0	0	0	0	0	0
- Restituzione altri debiti finanziari	0	0	0	0	0	0
- Oneri finanziari	(149)	(365)	0	0	0	0
Flusso di cassa per azionisti	19.149	▼(81.861)	▲771.559	▲5.309.656	▼1.256.483	▲1.273.437
- Dividendo distribuito	0	(2)	0	0	0	0
Flusso di Cassa Netto	19.149	▼(81.863)	▲771.559	▲5.309.656	▼1.256.483	▲1.273.437
Disponibilità liquide finali	105.251	▼23.388	▲794.947	▲6.104.603	▲7.361.086	▲8.634.524

Analisi Cash flow

Anni	2023		2024		2025E		2026E	
	€	change %	€	change %	€	change %	€	change %
Flusso di Cassa Operativo Lordo	1.374.611	-	4.007.225	▼ 191,5%	▲ 3.030.047	▼ -24,4%	▲ 3.366.944	▼ 11,1%
Variazione CCNO	(4.905.978)	-	(3.163.361)	▲ 35,5%	▼ (2.258.488)	▲ 28,6%	▲ 1.942.712	▼ 186,0%
Flusso di Cassa della Gestione Corrente	(8.249.438)	-	(1.246.991)	▲ 84,9%	▲ 771.559	▼ 161,9%	▲ 5.309.656	▼ 588,2%
Flusso di Cassa Operativo	(8.846.299)	-	(1.840.439)	▲ 79,2%	▲ 771.559	▼ 141,9%	▲ 5.309.656	▼ 588,2%
Free Cash-flow to the Firm	(5.054.844)	-	(892.276)	▲ 82,4%	▲ 771.559	▼ 186,5%	▲ 5.309.656	▼ 588,2%
Flusso di Cassa al servizio del Debito	19.262	-	(81.584)	▲ -523,5%	▲ 771.559	▼ 1045,7%	▲ 5.309.656	▼ 588,2%
Flusso di cassa per azionisti	19.149	-	(81.861)	▲ -527,5%	▲ 771.559	▼ 1042,5%	▲ 5.309.656	▼ 588,2%
Flusso di Cassa Netto	19.149	-	(81.863)	▲ -527,5%	▲ 771.559	▼ 1042,5%	▲ 5.309.656	▼ 588,2%

Anni	2027E		2028E	
	€	change %	€	change %
Flusso di Cassa Operativo Lordo	▲ 3.547.946	▼ 5,4%	▲ 3.780.706	▼ 6,6%
Variazione CCNO	▼ (2.291.463)	▲ -217,9%	▼ (2.507.269)	▲ -9,4%
Flusso di Cassa della Gestione Corrente	▲ 1.256.483	▼ -76,3%	▲ 1.273.437	▼ 1,4%
Flusso di Cassa Operativo	▲ 1.256.483	▼ -76,3%	▲ 1.273.437	▼ 1,4%
Free Cash-flow to the Firm	▲ 1.256.483	▼ -76,3%	▲ 1.273.437	▼ 1,4%
Flusso di Cassa al servizio del Debito	▲ 1.256.483	▼ -76,3%	▲ 1.273.437	▼ 1,4%
Flusso di cassa per azionisti	▲ 1.256.483	▼ -76,3%	▲ 1.273.437	▼ 1,4%
Flusso di Cassa Netto	▲ 1.256.483	▼ -76,3%	▲ 1.273.437	▼ 1,4%

Flusso di Cassa Operativo Lordo Flusso di Cassa Operativo Flusso di Cassa Netto

