

PERIZIA DEL VALORE DELLA SOCIETÀ AGILE
TELECOM SPA ALLA DATA DEL 30 GIUGNO 2015 AI
SENSI DELL'ART. 2343 TER C.C. LETTERA B)

La sottoscritta Dott.ssa RACHAEL OLUWABUNMI , nata a Akure – Nigeria il 07/12/1978, Codice Fiscale LWBRL78T47Z335X, iscritto all'Ordine Dottori Commercialisti e degli esperti contabili di Cremona al n. 270, con Studio in Gerre De Caprioli (CR) – Via Roma n. 42 -

SI ONORA

di presentare la seguente perizia ai sensi e per gli effetti dell'art. 2343 ter c.c. lettera b).

Finalità della perizia

La disposizione di legge prima richiamata, prevede, per l'aumento di capitale mediante conferimento di beni in natura, nell'ambito delle società per azioni, l'esenzione dalla presentazione della relazione giurata ai sensi dell'art. 2343 c.c. I° comma nel caso in cui il valore del conferimento corrisponda al «valore equo risultante dalla valutazione, precedente di non oltre sei mesi il conferimento e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento, effettuata da un esperto indipendente da chi effettua il conferimento e dalla società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla società medesima e dotato di adeguata e comprovata professionalità».

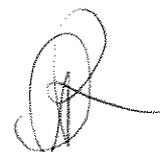


Per l'espletamento dell'incarico il sottoscritto ha condotto la stima in base ai criteri di seguito descritti, giungendo alle conclusioni illustrate nella presente perizia.

Al riguardo si precisa che per valore economico o valore del capitale economico si intende il valore intrinseco, ossia il valore che, in normali condizioni, può essere attribuito al bene oggetto di stima, prescindendo dalle caratteristiche delle parti interessate alla negoziazione, dalla forza contrattuale che esse esprimono, dagli specifici interessi perseguiti e da eventuali negoziazioni fra le stesse intervenute.

Tale valore potrebbe pertanto differire sia dal "valore soggettivo" che dal "prezzo", laddove il primo rappresenta un valore calcolato nella prospettiva dell'utilità derivante dall'acquisizione per una specifica parte, mentre il secondo riflette, oltre che considerazioni legate a fattori soggettivi delle parti in causa, fenomeni di carattere contingente legati allo stato della domanda e dell'offerta della specifica attività commerciale.

Scopo della perizia è quindi quello di individuare il valore effettivo del Patrimonio netto sociale alla data di riferimento del 30 giugno 2015 di Agile Telecom spa al fine della determinazione dell'aumento del capitale sociale di Mail Up spa a seguito del conferimento da parte di Zoidberg srl della stessa Agile spa.



Data di riferimento

La data di riferimento della presente valutazione è il 30 giugno 2015. Le assunzioni effettuate nel prosieguo del lavoro, così come l'utilizzo di parametri e grandezze di riferimento, sono state quindi rapportate alla data sopra indicata.

Documentazione utilizzata

La valutazione è stata effettuata utilizzando i seguenti documenti:

- bilancio d'esercizio comprensivo di stato patrimoniale e conto economico per gli esercizi 2012, 2013, 2014;
- bilancio d'esercizio comprensivo di stato patrimoniale e conto economico al 30.06.2015;
- analisi per indici al fine di valutare la consistenza patrimoniale e l'andamento economico della società negli anni 2012, 2013 e 2014;
- sono stati utilizzati inoltre documenti e informazioni, di provenienza interna ed esterna, necessari alla valutazione del complesso aziendale, in particolare con riferimento al business plan per gli anni 2015/2017 elaborato dalla società.

Ipotesi e limiti dell'incarico

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

- la continuità dell'attività aziendale e quindi una gestione senza sostanziali mutamenti di direzione e gestione;
- nell'ambito dell'attività di *mobile – marketing* Agile sottoscrive con i principali operatori telefonici e/o aggregatori



accordi che hanno ad oggetto la definizione delle condizioni economiche del servizio di invio degli sms. Tali accordi generalmente non hanno durata pluriennale e non prevedono il rinnovo automatico alla scadenza dello stesso.

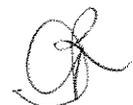
Qualora la società non fosse in grado di rinnovare gli accordi con gli operatori telefonici e/o con gli operatori, ovvero nel caso in cui non fosse in grado di stipulare gli stessi alle medesime condizioni economiche, la società potrebbe subire effetti negativi sulla sua situazione economica, patrimoniale e finanziaria e quindi sulla valutazione della stessa;

- Il *mobile-marketing* è caratterizzato da un rapido sviluppo tecnologico e risente della pressione competitiva derivante dallo sviluppo della tecnologia.

Il successo dipende, tra l'altro, dalla capacità di innovare e potenziare le proprie tecnologie, al fine di rispondere ai progressi tecnologici ed emergenti nel settore in cui si opera.

Agile spa si troverà, di conseguenza, a dover affrontare una più accentuata concorrenza in ragione delle tecnologie emergenti e dei servizi che potranno essere introdotti o implementati in futuro. Le nuove tecnologie, infatti, potrebbero limitare o ridurre l'attività di Agile spa e/o favorire lo sviluppo e la crescita di altre attività.

In particolare, i sistemi SMS/USSD, utilizzati per le campagne *mobile-marketing*, potrebbero essere superati da altri sistemi basati su reti (quali ad esempio Message, WhatsApp), con la



conseguenza che Agile spa potrebbe non essere in grado di gestire con successo e/o in tempi rapidi la eventuale transizione all'utilizzo di queste piattaforme.

L'incapacità di Agile spa di migliorare, sviluppare, introdurre e fornire in tempi rapidi servizi in grado di soddisfare le esigenze del mercato, anche sotto il profilo tecnologico, potrebbe avere un impatto negativo sui risultati operativi o potrebbe rendere obsoleta la sua piattaforma tecnologica.

Nel caso in cui Agile spa non fosse in grado di adeguarsi in modo tempestivo all'evoluzione tecnologica e/o all'introduzione di una nuova tecnologia, potrebbero verificarsi effetti negativi sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria e sulla valutazione della stessa.

- l'utilizzo di valori consuntivi e valori previsionali ritenuti ragionevolmente ipotizzabili;
- l'incarico non prevede lo svolgimento di procedure di revisione contabile, sebbene i bilanci 2013 e 2014 sia stato oggetto di controllo da parte del Collegio Sindacale, e i dati ottenuti sono stati oggetto di riscontro laddove questo è stato ritenuto necessario;
- l'incarico non prevede lo svolgimento di verifiche e accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura legale, fiscale, contrattuale, previdenziali, connesse a problematiche non riportate nei documenti contabili utilizzati per la valutazione;



- sono state utilizzate informazioni e documenti economico-finanziari predisposti dalla società e tali documenti sono stati verificati solo per ragionevolezza. La responsabilità sulla qualità e completezza delle informazioni e dei dati in essi contenuti compete alla Società.

Restrizioni all'uso della presente relazione

La presente relazione di valutazione non potrà essere utilizzata per finalità diverse da quelle indicate nel paragrafo "finalità di valutazione" senza preventiva autorizzazione scritta.

Presentazione della società

Agile Telecom S.p.A. opera dal 1999 come operatore internazionale specializzato in servizi SMS. Agile Telecom spa offre alla propria clientela la possibilità di inviare, a costi contenuti, sms principalmente per finalità informative e/o di *marketing*.

Il servizio si sviluppa attraverso l'uso di una piattaforma *software* proprietaria, sulla quale sono fatti transitare gli sms al fine di raggiungere le utenze finali. Il *software* è stato progettato per essere personalizzato e consente di definire l'offerta di servizi sulla base delle specifiche esigenze dei clienti, nonché di tracciare l'invio e la ricezione dei messaggi.

Il servizio di messaggistica offerto consente di importare in tempi brevi i contatti, di verificare e correggere automaticamente l'eventuale duplicazione di indirizzi e numeri, così da facilitare la gestione delle anagrafiche. In particolare, il sistema di gestione



della rubrica garantisce un'elevata personalizzazione della stessa, in base alle esigenze della campagna pubblicitaria, attraverso la possibilità di segmentare i contatti in base all'età, il sesso, la zona geografica e molti altri parametri di classificazione.

In seguito alla definizione della rubrica da parte del cliente è prevista la possibilità di programmare l'invio dei propri messaggi e pertanto di prevedere: (i) "invii programmati" impostando data e ora di spedizione; (ii) invii ricorrenti sulla base di parametri dell'anagrafica contatti (es: sms di compleanno); (iii) invii periodici impostando la frequenza di invio e il numero di ripetizioni.

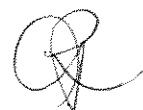
Il cliente utilizza in autonomia il servizio, caricando la propria lista contatti per poi comporre ed inviare i propri messaggi, sfruttando poi il motore di analisi che consente di profilare accuratamente ogni singolo destinatario.

La Società opera attraverso i suoi uffici a Carpi.

I prodotti e i servizi del Gruppo sono principalmente offerti alle aziende, al fine di sostenere le loro campagne pubblicitarie.

Le tipologie di SMS/MMS offerte da Agile sono:

Tramite l'area riservata "AGILE SMS MANAGER" possono essere inviati SMS Professionali a contatti singoli e/o a liste di destinatari. È possibile importare i numeri da file Excel, CSV o TXT. L'area riservata è raggiungibile da qualsiasi computer connesso a Internet.



In alternativa può essere utilizzato il software gratuito per Windows "UltraSMS" e inviare SMS Professionali dal desktop o integrare la funzionalità SMS all'interno di applicativi, siti, ecc. tramite le API di Agile Telecom.

Oltre 200 connessioni con carrier e operatori in tutto il mondo permettono ad Agile Telecom di ottimizzare la consegna dei messaggi in ogni nazione, garantendo la migliore qualità al minor prezzo.

L'utilizzatore del servizio può scegliere il protocollo di invio preferito:

- protocollo proprietario SMS-Server su Tcp/IP;
- protocollo HTTP POST o GET;
- protocollo SMPP;
- Web Service;
- DLL Win32 o DLL .NET.

Inoltre vi è la possibilità di creare e gestire infiniti subaccount in base alle proprie esigenze

Ricezione SMS

Il servizio permette a costi contenuti di ricevere SMS senza l'utilizzo di modem, telefoni o SIM. Gli SMS ricevuti vengono inoltrati direttamente alla casella di posta elettronica o inviati al Web Server via HTTP Post, permettendo l'automazione del processo.



È possibile scegliere due tipologie di servizio, numero condiviso o esclusivo.

L'offerta dei prodotti/servizi è articolata attraverso le seguenti opzioni di acquisto con le seguenti caratteristiche:

SMS di alta qualità

- Consegna di messaggi al terminale mobile entro pochi secondi: la consegna è garantita
- Notifica di avvenuta ricezione sms
- Invio SMS multiplo o concatenati

SMS di media qualità

- Consegna al terminale mobile: consegna non garantita
- Invio SMS multiplo

Il modello di Business prevede l'offerta di pacchetti prepagati che offrono la possibilità di acquistare un credito per l'invio di un numero predefinito di SMS che ha una validità di 12 mesi. Alla scadenza dei 12 mesi il credito residuo può essere trasferito solo nel caso di riacquisto di un nuovo pacchetto.

Di seguito vengono elencati gli elementi contraddistintivi della società alla data del 30 giugno 2015 cui si riferisce il valore effettivo peritato:

- Ragione sociale: Agile Telecom spa.
- Forma sociale: Società per azioni.
- Sede Legale: Carpi , via Delle Magliaie 53



- Registro Imprese di Modena : n. 02804070361.
- R.E.A.: n. MO-332239
- Pec: agiletelecom@pec.it

Oggetto sociale: ATTIVITA' DI INTERMEDIAZIONE PER LA VENDITA DI BENI E SERVIZI VIA ETERE E TRAMITE RETE TELEMATICA; FORNITURA DI SERVIZI A DISTANZA A MEZZO DI ETERE E RETE TELEMATICA; SERVIZI DI CONSULENZA PER LE AZIENDE E SERVIZI DI PROMOZIONE PUBBLICITARIA; RIVENDITA AL DETTAGLIO E ALL'INGROSSO DI ATTREZZATURE E COMPONENTI ELETTRONICI, ELABORATORI, APPARECCHI PER LA TRASMISSIONE DATI E LA RIPRODUZIONE SONORA E VISIVA; PRODUZIONE DI PROGRAMMI SOFTWARE IN GENERE E COSTRUZIONE DI SITI-WEB, ASSISTENZA SU SOFTWARE ED HARDWARE, ELABORAZIONE DATI DI OGNI GENERE, QUALI A SOLO TITOLO ESEMPLIFICATIVO GESTIONE DI DATA BASE O GESTIONE DI SERVER, SERVIZI DI MAIL-BOX; SERVIZI DI SEGRETERIA, CALL-CENTER PER CONTO PROPRIO O PER CONTO TERZI; GESTIONE E CREAZIONE DI RETI COMMERCIALI, CONSULENZE COMMERCIALI SULLA FATTIBILITA' DI PROGETTI PRESENTATI DA CLIENTI E DI PROPRIA IDEAZIONE, GESTIONE DI CONTRATTI DI PUBBLICITA', ELABORAZIONE DI CAMPAGNE DI PUBBLICITA'; RICERCA DI CLIENTI PER CONTO TERZI IN QUALITA' DI AGENTE CON O SENZA RAPPRESENTANZA O IN QUALITA' DI PROCACCIATORE DI AFFARI O IN QUALSIASI ALTRA FORMA; ATTIVITA' DI ANALISI, PROGETTAZIONE, SVILUPPO, INSTALLAZIONE E GESTIONE DI SISTEMI INFORMATICI E DI TELECOMUNICAZIONE E L'ESECUZIONE DEI RELATIVI SERVIZI DI ASSISTENZA E FORMAZIONE; LA CONSULENZA IN GENERE NEL CAMPO DELL'INFORMATICA, DELLA TELECOMUNICAZIONE, DELL'AUTOMAZIONE E L'ORGANIZZAZIONE DELLA GESTIONE AZIENDALE; L'ACQUISTO, LA VENDITA, IL NOLEGGIO, LA DISTRIBUZIONE, L'IMPORTAZIONE E L'ESPORTAZIONE DI APPARECCHIATURE E SISTEMI IN GENERE PER L'INFORMATICA, LA TELECOMUNICAZIONE E L'AUTOMAZIONE, NONCHE' L'ASSUNZIONE DI MANDATI DI AGENZIA, CON O SENZA DEPOSITO, NEI SETTORI SUDETTI; LA VENDITA PER CORRISPONDENZA ED IL COMMERCIO ELETTRONICO DI PRODOTTI E SERVIZI PER L'INFORMATICA, LA TELECOMUNICAZIONE, L'AUTOMAZIONE E L'ORGANIZZAZIONE, COMPRESA L'ATTIVITA' DI FORMAZIONE; LA PRODUZIONE, ORGANIZZAZIONE E REALIZZAZIONE DI FILMATI , SERVIZI GIORNALISTICI E DI TUTTO QUANTO COSTITUISCE SUPPORTO NEL CAMPO DELLE COMUNICAZIONE AUDIOVISIVE ED IN GENERE; LA GESTIONE COMMERCIALE DI SPAZI PUBBLICITARI SU PERIODICI, HOUSE ORGANS, GIORNALI E MEZZI DI COMUNICAZIONE IN GENERE DI QUALSIASI SPECIE E LA RACCOLTA DI SPONSORIZZAZIONI; L'ATTIVITA' EDITORIALE CON PUBBLICAZIONE DI LIBRI, RIVISTE

E PERIODICI (ESCLUSI I QUOTIDIANI SIA A MEZZO STAMPA CHE TRAMITE SUPPORTI AUDIOVISIVI, MAGNETICI O TELEMATICI; LA PROMOZIONE, L'ORGANIZZAZIONE, LA REALIZZAZIONE DI CONFERENZE, MEETINGS, DIBATTITI, SEMINARI ED EVENTI DI COMUNICAZIONE IN GENERE; LA CONSULENZA E L'ASSISTENZA NEL CAMPO DELLA COMUNICAZIONE IN GENERE. LA SOCIETA' POTRA' INOLTRE COMPIERE TUTTE QUELLE OPERAZIONI COMMERCIALI, INDUSTRIALI, MOBILIARI, IMMOBILIARI E FINANZIARIE RITENUTE DALL'ORGANO AMMINISTRATIVO STRUMENTALI, NECESSARIE O UTILI AL CONSEGUIMENTO DELL'OGGETTO SOCIALE, COMPRESI L'ACQUISTO, LA VENDITA, LA PERMUTA E LA LOCAZIONE-CONDUZIONE DI BENI MOBILI, ANCHE REGISTRATI, IMMOBILI, DIRITTI IMMOBILIARI E DI AZIENDE; RICORRERE A QUALSIASI FORMA DI FINANZIAMENTO CON ISTITUTI DI CREDITO, BANCHE E SOCIETA', CONCEDENDO LE OPPORTUNE GARANZIE REALI E PERSONALI; CONCEDERE FIDEJUSSIONI, AVALLI E GARANZIE REALI A FAVORE DI TERZI. LA SOCIETA' POTRA' ALTRESI' ASSUMERE, DIRETTAMENTE O INDIRETTAMENTE, PARTECIPAZIONI O INTERESSENZE IN ALTRE IMPRESE AVENTI OGGETTO ANALOGO OD AFFINE AL PROPRIO, CON ESCLUSIONE DI OGNI ATTIVITA' RISERVATA AI SENSI DI LEGGE E DI OGNI OPERAZIONE NEI CONFRONTI DEL PUBBLICO.

- Capitale sociale: euro 500.000 (cinquecentomila) i.v.

Amministrazione: la società è amministrata da un amministratore Unico nella persona di Pronti Gianluca a cui spettano i più ampi poteri occorrenti per la gestione ordinaria e straordinaria della società, senza limitazioni di sorta, con facoltà di compiere tutti gli atti ritenuti opportuni per il raggiungimento o l'attuazione degli scopi sociali, ferma restando la necessità di specifica autorizzazione dell'assemblea nei casi richiesti dalla legge.

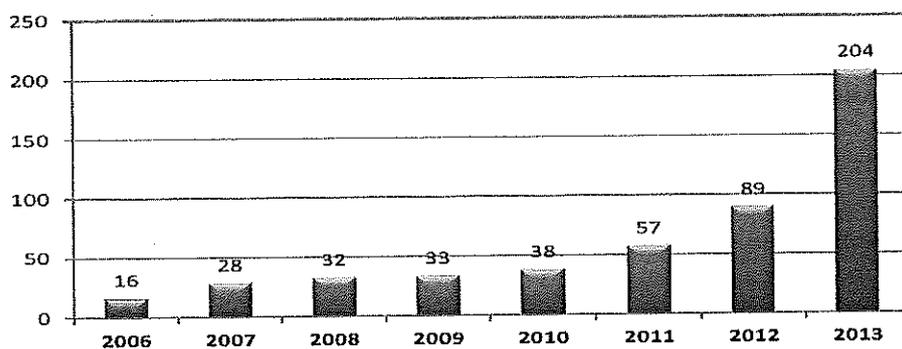
- Durata: fino al 31 Dicembre 2040.

Presentazione del Mercato

La dinamica dei ricavi degli SMS è molto soggetta ad oscillazioni significative di breve periodo.

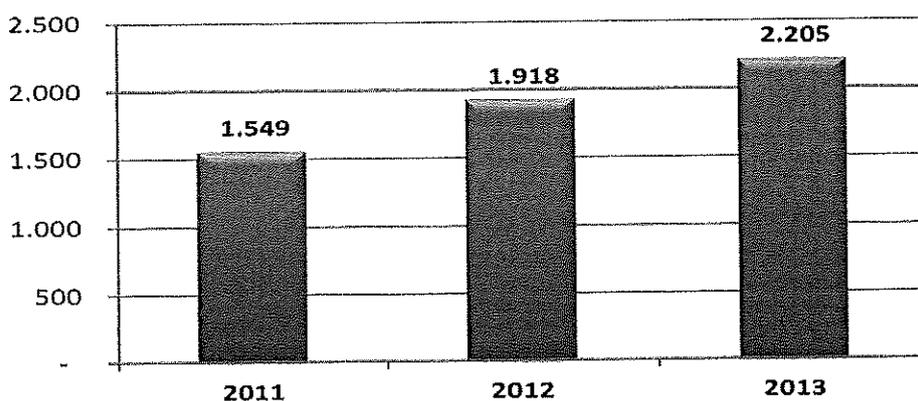


Come riportato nel grafico sottostante, il mercato italiano nell'ultimo decennio ha però registrato un incremento del volume d'affari, passando dai €16 mln del 2006 ai €204 mln del 2013, in linea con l'evoluzione del trend dei consumi del mercato degli Smartphone.



Fonte: Osservatori.net-Politecnico School of Management Survey

Il numero di aziende che utilizzano gli SMS per lo sviluppo di campagne di marketing è in continua crescita; il grafico sottostante riporta l'evoluzione, in termini di SMS inviati, registrata nel triennio 2011-2013.



Source: Forrester Research, SRI Educam, ConseilMarketing

Si evidenzia come in tre anni ci sia stata una crescita di SMS inviati di circa 500 milioni, arrivando al superamento dei 2 billion nei 2013.

I principali competitors sono Ubiquity srl , Mobyit spa, Kpqrwest spa , MBLOX Italia srl , R & D Communication srl, SMS Italia srl

I dati di bilancio 2013 possono così riepilogarsi:

Nome società	Revenues	EBITDA	EBITDA%	EBIT	EBIT %	PFN	EQUITY	D/E	D/EBITDA
Ubiquity	18.270	1.105	6,00%	766	4%	606	1.169	0,52	0,55
kqnqwest Italia	15.839	1.668	10,50%	626	4%	-1.277	2.965	Debt free	debt free
Agile Telecom	7.941	380	4,80%	323	4%	-735	640	Debt free	Debt free
Mblox IT	3.648	31	0,80%	29	1%	-47	51	Debt free	Debt free
R&D communication	3.277	94	2,90%	87	3%	-517	209	Debt free	Debt free
SMS Italia	2.955	141	4,80%	32	1%	-267	59	Debt free	Debt free
MEDIA	8.655	570	4,97%	311	2,79%				

Struttura amministrativa contabile

La contabilità, tenuta dal proprio personale amministrativo a mezzo di sistemi elettrocontabili, è apparsa ordinata e priva di irregolarità tali da pregiudicarne l'attendibilità. La parte relativa alla gestione del personale dipendente è invece affidata ad un Consulente esterno.

La funzione contabile e amministrativa, pur essendo delegata ad alcuni impiegati della società, è comunque seguita anche da uno studio esterno per quanto riguarda gli adempimenti relativi alla compilazione delle dichiarazioni fiscali.

La società è oggetto di controllo da parte del Collegio Sindacale.



In conclusione, l'insieme delle procedure amministrative e contabili in essere garantiscono un adeguato livello di attendibilità dei dati contabili utilizzati nel processo valutativo.

Criteri generali di stima

La valutazione di un'azienda consiste in un processo finalizzato alla stima del suo capitale economico tramite uno o più metodi specifici. Posto che per giungere ad una valutazione del capitale economico d'azienda esistono molteplici metodologie che muovono da presupposti teorici differenti, per stabilire il giusto approccio al tema risulta essenziale chiarire in via preliminare due principi generalmente validi a prescindere dal metodo applicato:

- non esiste una valutazione oggettiva, in quanto la soggettività è implicita nel lavoro del valutatore. Occorre di conseguenza assimilare il concetto che valutare un'azienda equivale a pervenire ad un *range* di valori del suo capitale economico piuttosto che a una stima puntuale dello stesso.
- l'accuratezza dell'attività valutativa (e di conseguenza la bontà dei risultati di tale attività) in generale non è direttamente legata alla complessità dello schema di analisi che si utilizza. In altri termini non è detto che maggiori sono gli input del modello valutativo utilizzato migliore sarà la stima del valore dell'azienda analizzata.



Per ciò che riguarda Agile Telecom spa consta sottolineare che le metodologie tradizionali non vengono utilizzate nel caso di aziende in forte crescita come conseguenza:

- della rilevanza attribuita solo alla *performance* aziendale passata;
- del mancato apprezzamento di elementi che non trovano immediata rappresentazione nelle grandezze rilevanti del bilancio di esercizio;
- dell'assoluta mancanza di riferimenti alla capacità dell'azienda di "generare cassa".

Le principali metodologie valutative ormai applicate nella prassi in caso di aziende in forte crescita sono invece quelle di tipo finanziario (come il DCF o discounted cash flow) e i moltiplicatori di mercato.

Abbiamo condotto la valutazione di Agile Telecom spa sulla base della metodologia del DCF e dei multipli.

Il DCF attribuisce ai fini della valutazione primaria importanza ai flussi finanziari disponibili in futuro.

Le funzioni basate sui flussi si fondano sull'ipotesi che il valore d'azienda è legato alla capacità che il complesso delle risorse organizzate nell'attività produttiva possiede di produrre nuova ricchezza ad iniziare dal momento in cui si compie la valutazione.

Il metodo dei flussi di cassa attualizzati (Dcf) è infatti basato sulla determinazione del valore attuale dei flussi di cassa attesi da



una specifica attività. La valutazione basata sui flussi di cassa attualizzati è funzione di tre elementi fondamentali: l'entità del flusso di cassa, la distribuzione nel tempo dei flussi e il tasso di attualizzazione.

Il metodo dei **multipli di mercato** è basato sul prezzo di attività comparabili (società quotate appartenenti allo stesso settore), applicato ai dati di bilancio quali fatturato, margine operativo lordo (ebitda), risultato operativo lordo (ebit), utile netto, patrimonio netto, posizione finanziaria netta e cash flow. I multipli rappresentano quindi il rapporto tra prezzo (capitalizzazione) e dati di bilancio. Per esempio vengono utilizzati il rapporto prezzo/utile (p/u o p/e) medio di settore, il prezzo/patrimonio netto. Un altro indicatore utilizzato è l'Ev (enterprise value) che è dato dalla somma della capitalizzazione (numero di azioni per il prezzo unitario) e dell'indebitamento finanziario netto. L'Ev viene rapportato all'ebitda, all'ebit e ai ricavi.

VALUTAZIONE

Al fine di determinare il valore del capitale dell'azienda si sono seguite le seguenti procedure:

- è stato necessario effettuare indagini conoscitive dell'azienda e, anche sulla base della documentazione contabile esistente presso la società, ricevere informazioni dal management;
- è stato effettuato l'esame dei bilanci ufficiali per gli esercizi 2012,2013,2014;



- è stata predisposta un'analisi economica, patrimoniale e finanziaria della società che ha permesso una valutazione del budget predisposto dalla società per gli anni 2015 – 2017;
- si è proceduto alla valutazione della società secondo le metodologie indicate nei successivi punti.
- è stata fondamentale la determinazione dei risultati economici futuri ossia i dati da inserire nei rispettivi modelli di calcolo. Le proiezioni sono ricavate da: ipotesi di base (macroeconomia, andamento settore di appartenenza, andamento impresa oggetto di valutazione) business plan.

Valutazione in base al DCF

Il valore dell'azienda è determinato in base alla somma dei valori dei flussi di cassa del periodo, scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (WACC) e dal valore finale, corrispondente al valore attuale dei flussi successivi al periodo di previsione analitica, e dalla sottrazione della posizione finanziaria netta.

Per valutare l'azienda si è considerato un periodo di previsione esplicito dal 2015 al 2024.

Si è preso in considerazione uno scenario molto conservativo, rappresentativo della proiezione futura della situazione al 31.12.2014, considerando un reddito operativo (4%) inferiore a quello del 2014 dalla società, pari a quello del 2013, ed in linea con quello medio delle Digital Companies quotate all'Aim. E' stato poi previsto un tasso di crescita del fatturato



nell'ordine del 6% annui, inferiore a quello di Budget della società (12%).

Dati di Input

Equity % target (E)	95%
Debt % target (D)	5%
D/E	0,05
Rf - Risk free rate	0,76
Tc - Theoretical Tax Rate	31,4%
Bu - Beta Unlevered	0,80
B - Beta levered	0,83
Rm - Market Risk premium	8,60%
Alfa (specific risk)	2,5%
CAPM (Ke) - costo capitale proprio	10,53%
Kd - costo del debito	4%
WACC	9,01%
G - tasso di crescita	2%

I parametri della tabella precedente sono stati assunti sulla base delle seguenti assunzioni:

- il risk free rate, tasso d'interesse che remunera investimenti privi di rischio, è pari alla media del periodo genn-ott 2015 del rendimento lordo dei BTP con scadenza a 5 anni (fonte dipartimento del tesoro);
- il Market Premium - Rm - è quello calcolato dal Prof. Damodaran per l'Italia aggiornato al gennaio 2015;
- il beta unlevered - Bu- utilizzato è pari a 0,80, determinato in base al beta medio a tre anni relativo a titoli comparabili;



- Il beta levered – B - è stato determinato sulla base del beta unlevered, del tax rate teorico ed il rapporto D/E stimato per la società $(0,05) B = B_u (1+(1-T_c)*D/E)$;
- Alfa, ovvero rischio specifico, aggiuntivo per imprese di piccole dimensioni è determinato in base alle indicazioni dei principali studi in materia;
- CAPM (capital asset pricing model) $K_e = R_f +(R_m + \text{alfa} - R_f)*B$;
- Il tasso di crescita G utilizzato per il calcolo del terminal value è conservativamente determinato al 2%;
- Il WACC - costo medio ponderato del capitale è stato determinato in base alla formula $K_d (1-T_c)* D/D+E + K_e * E/D+E$;
- Il Valore terminale attualizzato è l'attualizzazione in base al costo medio ponderato del valore terminale, quest'ultimo determinato dal cash flow attesi oltre l'orizzonte di piano, rapportato al tasso WACC –G

Con i dati sopra riportati ed in base alle stime ed assunzioni indicate emerge un valore della società Agile Telecom spa di euro 6.560.000 (seimilionicinquecentosessantamila).

Valutazione in base al metodo dei multipli

Per l'applicazione dei multipli si sono presi in considerazione i multipli di aziende operanti nel settore digital company sulla



base degli ultimi dati disponibili e riportanti nella seguente tabella.

Peer Group – Market Multiples

AIM Italia Digital companies

Comparables	EV/REVENUES			EV/EBITDA		
	2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E
MailUp	2.4x	2.1x	1.8x	23.5x	15.0x	10.8x
Mobyt	1.4x	0.8x	0.6x	18.7x	5.2x	3.4x
DigiTouch	2.0x	1.3x	1.1x	10.1x	6.2x	5.0x
Triboo Media	1.7x	1.4x	1.3x	10.8x	6.5x	6.1x
Primi sui Motori	2.4x	1.5x	1.4x	neg.	7.2x	5.7x
Expert System	3.0x	2.2x	1.6x	n.m.	13.8x	8.6x
Mean	2.1x	1.4x	1.2x	13.2x	7.8x	5.8x
Median	2.0x	1.4x	1.3x	10.8x	6.5x	5.7x

International selected ESPs

Comparables	EV/REVENUES			EV/EBITDA		
	2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E
Constant Contact	3.0x	1.6x	1.4x	26.8x	8.0x	6.4x
dotDigital	4.9x	4.6x	3.7x	20.0x	15.6x	14.4x
Mean	3.9x	3.1x	2.6x	23.4x	11.8x	10.4x

Source: S&P Capital IQ

22/10/2015

Si riportano a titolo informativo anche dati di società operanti nello stesso settore nell'ambito di altri mercati e con capitalizzazioni e dimensioni strutturali maggiori. La media dei multipli EV/EBITDA è costantemente superiore a quella della tabella soprariportata e utilizzata per la valutazione.

Company	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Publicis Groupe SA	7,69	7,00	6,50	8,63	7,93	7,35	14,41	12,95	12,51
Pakubank Dy Holdings Inc.	5,88	5,65	5,52	6,46	6,04	5,94	19,69	18,40	18,17
China Communications plc	10,23	9,75	9,33	11,44	10,20	10,67	15,76	15,87	15,48
Soprazu Oyj	9,36	7,77	6,93	13,58	10,73	8,27	21,00	7,57	5,70
Oracle Corporation Japan	9,55	9,35	9,10	9,95	9,54	9,31	19,95	18,26	17,63
Verica Systems Inc.	24,67	20,10	15,63	25,59	21,01	16,46	31,58	13,44	15,12
Mphasis Limited	7,12	6,79	6,11	7,97	7,10	6,56	12,07	11,81	10,17
Symantec Corp.	5,45	5,14	4,86	6,31	5,96	5,62	10,68	9,87	9,05
Bottomline Technologies (del) Inc.	4,49	12,68		16,54	14,64		17,19	4,66	
RealPage Inc.	15,08	12,55	13,23	19,41	16,57	12,47	36,73	19,66	13,81
FleetMatrix Group Ltd.	17,44	11,16	11,30	23,44	20,04	15,79	12,17	16,43	21,06
BroadSoft Inc.	16,53	11,30	10,52	17,93	11,76	11,66	21,16	16,73	14,41
delDigital Group plc	12,61	8,67		15,50	10,24		23,33	14,43	
Media	12,16	10,10	8,74	14,36	11,83	10,14	11,68	13,32	11,40

Fonte: elaborazione Integroe SIM

1° scenario

Il valore è stato stimato applicando alle VENDITE e all'EBITDA previste dalla società per gli anni 2015, 2016, la media dei multipli delle Digital Companies quotate all'Aim.

Nella tabella sono riportati i dati di vendita e l'EBITDA in base al budget elaborato dalla società (in Euro)

	2015	2016
Vendite	8.000.000	9.000.000
EBITDA	2.497.585	2.584.000

Valore in base ai multipli sulle vendite (Euro/000)

2015	11.200
2016	11.700
MEDIO	11.450

Valore in base ai multipli sull'EBITDA

2015	16.232
2016	14.728
MEDIO	15.480

Sulla base delle stime e delle assunzioni il valore di Agile spa attraverso la media delle due ipotesi evidenziate, tutte in base alla metodologia dei multipli risulta di € 13.465 mln

Il scenario

Il valore è stato stimato applicando alle VENDITE e all'EBITDA 2015, 2016, determinati in base ad un budget conservativo che prevede l'applicazione di un incremento del fatturato nell'ordine del 6% ed un EBITDA del 4,96%, la media dei multipli delle Digital Companies quotate all'Aim.

Nella tabella sono riportati i dati di vendita e l'EBITDA in base al budget conservativo (in Euro)

	2015	2016
Vendite	8.000.000	8.480.000
EBITDA	396.800	408.704

Valore in base ai multipli sulle vendite (Euro/000)

2015	11.200
2016	11.024
MEDIO	11.112



Valore in base ai multipli sull'EBITDA

2015	2.579
2016	2.330
MEDIO	2.454

Sulla base delle stime e delle assunzioni il valore di Agile spa attraverso la media delle due ipotesi evidenziate, tutte in base alla metodologia dei multipli risulta di € 6.783 mln.

Conclusioni

Pertanto sulla base dei criteri e delle risultanze ottenute applicando le metodologie di valutazione sopra riportate, la scrivente ritiene che, considerata la natura dell'incarico ricevuto, il valore economico finale del 100% di Agile Telecom spa possa essere prudenzialmente posto pari al più basso tra i casi esaminati nel corso di questa perizia.

Tale valore corrisponde ad euro 6.560.000.

ATTESTAZIONE

Ai sensi e per gli effetti del disposto dell'articolo 2343-ter II° comma lett.b del codice civile, il sottoscritto estimatore determina il valore del conferendo 33% del capitale sociale di Agile spa in misura almeno pari a complessivi € 2.164.800 (duemilionicentosessantaquattroottocento).

Egli attesta altresì, ai sensi del citato articolo 2343-bis -ter II° comma lett.b del codice civile, che tale valore non è inferiore al



corrispettivo di conferimento delle azioni della società medesima, concordato in € 2.000.000 tra le parti:

- , Mail Up spa quale parte conferitaria;
- Zoidberg srl , quale parte conferente.

* * *

La presente perizia viene rilasciata in due originali.

Cremona, 4 dicembre 2015

IL PERITO ESTIMATORE

Dr.ssa Rachael Oluwabunmi



Allegati:

- 1) Budget 2015/2017 elaborato dalla società;
- 2) Conteggi di valutazione in base al metodo DCF
- 3) Bilancio riclassificato 2013 2014

CONTO ECONOMICO	30/06/2015	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017
Ricavi delle vendite SMS	4.360.000	8.000.000	9.000.000	10.000.000
Altri ricavi	3.169	7.000	10.000	10.000
Costi Variabili (acquisti SMS)	2.037.000	3.737.615	4.680.000	5.200.000
Costi Commerciali	33.500	67.000	75.000	85.000
Spese viaggio	7.500	15.000	20.000	25.000
Personale Commerciale	26.000	52.000	55.000	60.000
Costi Industriali	540.100	1.080.200	1.115.000	1.160.000
Personale Industriale	208.000	416.000	420.000	425.000
Canoni noleggio	252.000	504.000	510.000	515.000
Contributi associativi	16.000	32.000	35.000	40.000
Servizi internet	20.000	40.000	50.000	60.000
Beni inferiori telefonia	13.400	26.800	30.000	35.000
Servizi per la produzione	10.500	21.000	25.000	30.000
Spese telefoniche radiomobile	16.900	33.800	35.000	40.000
Consulenze tecniche	3.300	6.600	10.000	15.000
Costi Generali	291.300	624.600	556.000	606.000
Acquisti	9.000	18.000	25.000	30.000
Utenze	15.700	31.400	35.000	40.000
Manutenzioni	4.000	8.000	10.000	15.000
Autoveicoli	41.100	82.200	25.000	25.000
Consulenze	40.000	80.000	100.000	110.000
Consulenze RTO (BDO+consulenti)		42.000	15.000	15.000
Compensi CDA	75.000	150.000	150.000	150.000
Sindaci	5.000	10.000	10.000	10.000
Generali	1.500	3.000	5.000	10.000
Gestione immobili	33.000	66.000	30.000	35.000
Personale generale	26.000	52.000	65.000	70.000
Oneri diversi	38.000	76.000	80.000	90.000
IMU	3.000	6.000	6.000	6.000
EBITDA	1.461.269	2.497.585	2.584.000	2.959.000
Ammortamenti Immateriali	25.763	55.000	55.000	55.000
Ammortamenti materiali	31.517	65.000	75.000	80.000
EBIT	1.403.989	2.377.585	2.454.000	2.824.000
Gestione finanziaria	10.150	20.000	20.000	20.000
EBT	1.393.839	2.357.585	2.434.000	2.804.000
IRES	401.150	678.518	700.511	806.998
IRAP	78.689	133.097	137.411	158.299
Utile	914.000	1.545.970	1.596.078	1.838.703
Partite ICO per vendite SMS a MailUp		314.690	807.232	928.317

STATO PATRIMONIALE	30/06/2015	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017
ATTIVO				
Immobilizzazioni Materiali nette	945.374	1.010.417	1.035.417	1.005.417
Immobilizzazioni Immateriali nette	167.715	138.478	83.478	28.478
Immobilizzazioni Finanziarie	37.997	-	-	-
Immobilizzazioni	1.151.086	1.148.896	1.118.896	1.033.896
Magazzino	-	-	-	-
Crediti vs clienti	1.370.854	1.431.616	1.610.567	1.789.519
Debiti vs fornitori	(1.769.234)	(934.079)	(1.170.214)	(1.235.445)
Capitale Circolante Commerciale	(398.381)	497.537	440.354	554.074
Crediti e Debiti Tributari	(495.085)	(653.757)	(166.337)	(276.896)
Ratei e risconti Attivi/passivi	(230.240)	(424.914)	(512.702)	(586.792)
Altri crediti e debiti	93.209	82.387	80.921	78.197
Capitale Circolante Netto	(1.030.496)	(498.747)	(157.764)	(231.416)
Fondo rischi e oneri	-	-	-	-
Fondo TFR	(122.506)	(136.548)	(163.592)	(191.388)
Capitale Investito Netto	(1.916)	513.600	797.540	611.091
PASSIVO				
Capitale Sociale	500.000	500.000	500.000	500.000
Altre riserve	629.944	43.280	589.250	685.328
Utile dell'Esercizio	913.981	1.545.970	1.596.078	1.838.703
Patrimonio Netto	2.043.925	2.089.250	2.685.328	3.024.031
Finanziamenti attivi a breve	(1.774.936)	-	-	-
Debiti a breve/(cassa)	(670.770)	(1.763.149)	(2.012.788)	(2.475.440)
Debiti a MLT	399.865	187.500	125.000	62.500
Posizione Finanziaria Netta	(2.045.841)	(1.575.649)	(1.887.788)	(2.412.940)
Totale Fonti	(1.916)	513.600	797.540	611.091

Valutazione d'azienda in base ai flussi di cassa scontati (metodo DCF)

AGILE TELECOM SPA

ATTUALIZZAZIONE FLUSSI DI CASSA DAL 2015 AL 2024 (10 ANNI)

Ipotesi relative al fatturato, capitale commerciale e presenza di perdite	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
fatturato del primo anno di previsione	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000
tasso di crescita del fatturato dal secondo periodo	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
capitale commerciale all'inizio del primo periodo	-1.295	-1.295	-1.295	-1.295	-1.295	-1.295	-1.295	-1.295	-1.295	-1.295
posteri deducibili fiscalmente all'inizio del primo periodo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
reddito operativo (% sul fatturato)	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Ipotesi relative al costo del capitale										
costo del debito	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%
scatto fiscale sul debito	9,24%	9,24%	9,24%	9,24%	9,24%	9,24%	9,24%	9,24%	9,24%	9,24%
costo del capitale proprio	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
% debito sul totale (debito + capitale proprio) target	-2,04%	-2,04%	-2,04%	-2,04%	-2,04%	-2,04%	-2,04%	-2,04%	-2,04%	-2,04%
posizione finanziaria netta a debito al 1.7.2015										
Ipotesi relative al lungo periodo										
tasso di crescita aziendale nel lungo periodo (G)	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
reddito operativo (% sul fatturato) nel lungo periodo	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
investimenti nel lungo periodo	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110
ammortamenti nel lungo periodo	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120
aliquota d'imposta nel lungo periodo	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%
capitale commerciale (% sul fatturato) nel lungo periodo	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Post
Ipotesi relative a ciascun anno del periodo di previsione											
reddito operativo % sul fatturato	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
aliquota d'imposta	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%
ammortamenti	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120
capitale commerciale (% sul fatturato)	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Investimenti	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110
Fatturato	8.000	8.480	8.969	9.528	10.100	10.705	11.348	12.028	12.751	13.516	13.788
Reddito operativo	320	339	360	381	404	428	454	481	510	541	551
Aliquota d'imposta	31,40%	31,40%	31,40%	31,40%	31,40%	31,40%	31,40%	31,40%	31,40%	31,40%	31,40%
Perdite operative cumulate a fine periodo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Imposte sul reddito operativo	100	107	113	120	127	134	143	151	160	170	173
Reddito operativo dopo le imposte (NOPAT)	220	233	247	261	277	294	311	330	350	371	378
Ammortamenti	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120
Incremento di capitale commerciale	40	29	31	32	34	36	39	41	43	46	16
Investimenti netti	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110
Flusso di cassa per l'impresa	270	271	287	304	321	340	360	381	403	427	405
costo medio ponderato del capitale (WACC)	9,01%	9,01%	9,01%	9,01%	9,01%	9,01%	9,01%	9,01%	9,01%	9,01%	9,01%
fattore di sconto cumulato	1,0901	1,1883	1,2954	1,4121	1,5393	1,6780	1,8282	1,9941	2,1737	2,3695	
valore attuale dei flussi di cassa del periodo	247	228	222	215	209	203	197	191	185	180	2,077

risultati	
somma del valore attuale dei flussi di cassa del periodo	2,077
valore attuale dei flussi di cassa relativi al periodo di crescita costante	2,435
valore dell'impresa al lordo dei debiti	4,513
valore del capitale proprio	6,559

CONTO ECONOMICO	31-dic-14	% fatt.	31-dic-13	% fatt.	Variaz.	Variaz.%
Vendite	7.693.998	99,5%	7.941.713	99,5%		0,0%
Altri ricavi	36.000	0,5%	37.778	0,5%		0,0%
Fatturato	7.729.998	100,0%	7.979.491	100,0%	-249.493	-3,1%
Materie prime, di consumo e merci	5.564.521	72,0%	6.584.583	82,5%	-1.020.062	-15,5%
Consumi energia /utenze	0	0,0%	0	0,0%	0	#DIV/0!
Personale/impiegati	472.963	6,1%	366.748	4,6%	106.215	29,0%
Godimento beni di terzi	224.472	2,9%	85.527	1,1%	138.945	162,5%
Altri costi produzione	0	0,0%	0	0,0%	0	#DIV/0!
Ammortamenti produzione	92.735	1,2%	57.364	0,7%	35.371	61,7%
Rimanenze iniziali	0	0,0%	0	0,0%	0	#DIV/0!
Rimanenze finali	0	0,0%	0	0,0%	0	#DIV/0!
Costo produzione	6.354.691	82,2%	7.094.222	88,9%	-739.531	-10,4%
RISULTATO INDUSTRIALE	1.375.307	17,8%	885.269	11,1%	490.038	55,4%
Costi cper servizi	524.150	6,8%	344.729	4,3%	179.421	52,0%
Costi generali	0	0,0%	0	0,0%	0	#DIV/0!
oneri diversi di gestione	74.501	1,0%	217.563	2,7%	-143.062	-65,8%
Ammortamenti indiretti	0	0,0%	0	0,0%	0	#DIV/0!
Totale costi comm.e gener.	598.651	7,7%	562.292	7,0%	36.359	6,5%
Costo del venduto	6.953.342	90,0%	7.656.514	96,0%	-703.172	-9,2%
RISULTATO OPERATIVO	776.656	10,0%	322.977	4,0%	453.679	140,5%
Oneri/Proventi finanziari	2.376	0,0%	4.042	0,1%	-1.666	-41,2%
Oneri/Proventi straordinari	1.927	0,0%	595	0,0%	1.332	223,9%
Risultato ante-imposte	780.959	10,1%	327.614	4,1%	453.345	138,4%
Imposte	290.395	3,8%	155.724	2,0%	134.671	86,5%
RISULTATO NETTO	490.564	6,3%	171.890	2,2%	318.674	185,4%

STATO PATRIMONIALE	31-dic-14	% fatt.	31-dic-13	% fatt.	31-dic-12	% fatt.
ATTIVO						
Liquidità immediate	512.259	10,5%	734.900	12,6%	628.263	17,2%
Clienti	1.137.974	23,3%	1.689.672	29,1%	1.247.574	34,2%
Finanziamenti a consociate	1.609.735	32,9%	1.438.735	24,7%	1.294.290	
Crediti a breve e ratei a breve	431.150	8,8%	865.234	14,9%	313.080	8,6%
Magazzino		0,0%		0,0%		0,0%
Attivo corrente	3.691.118	75,5%	4.728.541	81,3%	3.483.207	95,4%
Immobilizzazioni	1.197.199	24,5%	1.086.485	18,7%	168.852	4,6%
Capitale fisso	1.197.199	24,5%	1.086.485	18,7%	168.852	4,6%
CAPITALE INVESTITO	4.888.317	100,0%	5.815.026	100,0%	3.652.059	100,0%
PASSIVO						
Banche a breve		0,0%		0,0%		0,0%
Fornitori	2.433.692	49,8%	4.019.265	69,1%	2.126.722	58,2%
Altri debiti a breve e ratei a breve	932.226	19,1%	702.906	12,1%	627.518	17,2%
Passivo corrente	3.365.918	68,9%	4.722.171	81,2%	2.754.240	75,4%
Mutui e finanziamenti	0		0		0	
Finanziamenti da Soci	281.949	5,8%	362.400	6,2%	361.500	9,9%
Fondo Tfr	110.505	2,3%	91.074	1,6%	68.829	1,9%
Passivo medio/lungo	392.454	8,0%	453.474	7,8%	430.329	11,8%
MEZZI DI TERZI	3.758.372	76,9%	5.175.645	89,0%	3.184.569	87,2%
Capitale Sociale e riserve	639.381	13,1%	467.491	8,0%	304.343	8,3%
Risultato esercizio	490.564	10,0%	171.890	3,0%	163.148	4,5%
PATRIMONIO NETTO	1.129.945	23,1%	639.381	11,0%	467.491	12,8%
FONTI FINANZIAMENTO	4.888.317	36,2%	5.815.026	100,0%	3.652.060	100,0%

variaz

222.641
551.698
-171.000
434.084
0
1.037.423
-110.714
-110.714
926.709
0
-1.585.573
229.320
-1.356.253
-80.451
19.431
-61.020
-1.417.273
171.890
318.674
490.564
926.709
0

Rimanenze iniziali mat.1^A
Rimanenze finali mat.1^A
Variazione

0

SISTEMA INDICI	31-dic-14		31-dic-13		31-dic-12
Reddito					
Incidenza materia prima	72,0%		82,5%		408,9%
Primo margine in% sul fatturato	72,0%		82,5%		
Primo margine	2.165.477		1.394.908		
Ebitda (Mol) (Ebitda/fatturato)	869.391	11,2%	380.341	4,8%	
Roe	43,41%		26,9%		34,90%

fattore 1,00

Roi	15,89%		5,6%		12,42%
Ros	10,05%		4,0%		
Rotazione	1,58		1,37		
Liquidità					
Indice liquidità	1,10		1,00		1,26
Indice disponibilità	1,10		1,0		1,26
Durata crediti	53		76		
Durata debiti	139		206		#DIV/0!
Struttura					
Margine struttura	325.200		6.370		728.968
Rapporto indebitamento.	3,33		8,1		6,8
Posizione finanziaria netta	1.840.045		1.811.235		1.561.053
Capitale circolante netto operativo	-1.295.718	-16,8%	-2.329.593	-29,2%	
Capitale circolante netto finanziario	325.200		6.370		
Capitale investito netto	1.292.089		720.355		
Analisi variazione C.I.	Var.assoluta		Var.relativa		
Variazione del capitale invest.	33,85%		33,85%		
Variazione mezzi di terzi	18,02%		152,94%		
Variazione del patr.netto	141,70%		-52,94%		

fatt/durata	360
-------------	-----

acquisti per durata debiti	6.313.143	7.014.839	
----------------------------	-----------	-----------	--

Analisi dei flussi di cassa		
Risultato operativo	776.656	
+ ammortamenti e leasing	92.735	
- imposte	290.395	
+/- accantonamenti e altri	19.431	
FLUSSO MONETARIO	598.427	100,0%
Variazione clienti	551.698	
Variazione fornitori	-1.585.573	
Variazione magazzino	0	
Variazione crediti/debiti div.	663.404	
Variazione CCN	-370.471	
FLUSSO CASSA GESTIONE	227.956	38,1%
Invest.(-) Disinv. (+) Leasing (-)	-203.449	
Saldo gest. investimenti	-203.449	
UNLEVERED FREE CASH FLOW	24.507	
Interessi passivi	2.376	
Restituzione mutui	0	
Totale pagamento banche	2.376	
Disavanzo	26.883	
Accensione mutui	0	
Rimborso obbligazioni	0	
Conferimenti/dividendi	0	
Altri finanziamenti / esborsi	1.927	
Saldo gestione patr./finanz.	1.927	
FREE CASH FLOW TO EQUITY	28.810	4,8%

verifica:	
flusso cassa	28.810
pfn netta iniziale	1.811.235
pfn netta finale	1.840.045
variazione	28.810
verifica	0

Personale			
Impiegati	12	100,0%	0
Operai	0	0,0%	0
Totale	12		
Totale costo (con tfr)			