

**STIMA DEL VALORE AL 30.06.2016 DEL 100% DELLE AZIONI  
TERRA S.P.A.**

**OGGETTO DI POSSIBILE CONFERIMENTO NELL'AMBITO DEGLI  
ACCORDI TRA I SOCI DI TERRA SPA E CHL S.P.A.**

Periti:

*Prof. Roberto Giacinti – Via Pietro Metastasio n. 22 – 50124 Firenze*

*Tel: 055/220664 – Fax: 055/220947*

*[www.giacintiroberto.com](http://www.giacintiroberto.com) - [rogiaci@tin.it](mailto:rogiaci@tin.it)*

*Prof. Carlo Luigi Lubello – Via A. Blasi n. 32 – 06129 Perugia*

*Tel: 075/5003339*

*Email: [studio.lubello@libero.it](mailto:studio.lubello@libero.it)*

28 ottobre 2016

# Sommario

1	Incarico .....	4
1.1	Data di riferimento .....	4
1.2	Sopralluoghi.....	5
1.3	Operazioni in corso.....	5
1.4	I Soci .....	6
1.5	Gli organi societari.....	6
1.6	La struttura organizzativa.....	7
1.7	Human Resource .....	7
2	Il mercato ove opera la società: il piano industriale 2016-2020 .....	8
2.1	Trend del Mercato di Telecomunicazioni fisse.....	8
2.1.1	I ricavi degli Operatori TLC di rete mobile in Italia .....	8
2.1.2	I volumi di traffico in Italia su rete fissa e mobile .....	9
2.1.3	I costi operativi e l'EBITDA degli Operatori TLC in Italia.....	9
2.1.4	Gli investimenti (CAPEX) degli Operatori TLC in Italia .....	10
2.1.5	La copertura e la penetrazione della banda larga: Italia e UE.....	10
2.1.6	La strategicità della filiera TLC per la crescita del Paese .....	10
2.1.7	La tendenza all'internazionalizzazione.....	11
2.2	Trend del Mercato dell'E-commerce.....	11
2.2.1	L'e-commerce in Italia .....	11
2.2.2	Fatturato dell'e-commerce in Italia.....	12
2.2.3	Importanza della logistica nell'e-commerce .....	12
2.3	Alcuni dei principali clienti nei settori di riferimento.....	12
2.4	Normativa di riferimento .....	13
3	Il modello di business .....	14
3.1	L'evoluzione strategica.....	14
3.2	Strategia commerciale - ASA TLC e IT-Technical Services .....	15
3.2.1	Rete diretta.....	16
3.2.2	Rete indiretta.....	16
3.3	Strategia commerciale - ASA Logistica & Trasporti .....	16
3.4	Strategia commerciale - ASA E-Commerce .....	17
3.5	Strategia commerciale - ASA Carrier to Carrier.....	17
3.6	Gli accordi strategici a supporto dello sviluppo del business .....	18
3.6.1	Accordo con Nomisma .....	18
3.6.2	Accordo con Telecom e Fastweb.....	18
3.6.3	Accordo con CartaSi e Basilichi .....	18
3.6.4	Accordo con Sisal.....	19
3.6.5	Caratteristiche principali del progetto Terra - SISAL.....	19
4.	L'evoluzione economico-finanziaria del piano industriale.....	21
4.1	Business delle Telecomunicazioni .....	23
4.2.	Business della Logistica & dell'E-Commerce .....	24
4.2.1	I canali di vendita e il target .....	24
4.4.2	Business Unit per la commercializzazione di spedizioni on-line .....	25
4.4.3	Business Unit per la commercializzazione dei servizi di logistica e trasporto.....	25
4.4.4	Business Unit internazionale: Carrier to Carrier.....	26
4.4.5	I canali di vendita e operation .....	27

5 L'evoluzione degli investimenti, personale, finanza .....	28
5.1 Consolidato – Elisioni Infragruppo .....	29
5.1.1 Controllata BCM S.p.A. ....	29
5.1.2 Controllata NEXTA Ltd .....	29
5.1.3 Controllata CHEEL srl .....	30
5.2 Immobilizzazioni - Investimenti e Ammortamenti anni 2016-2020.....	30
5.2.1 Immobilizzazioni materiali.....	30
5.2.2 Immobilizzazioni immateriali .....	30
5.3. Personale.....	31
6 Il business plan 2016-2020 .....	32
7 Scopo e metodologie di valutazione .....	36
7.1 Scopo .....	36
7.2 Configurazione di valore (basis of value) .....	36
7.3 I principi e criteri generalmente riconosciuti di riferimento.....	37
7.4 Prospettiva di valutazione.....	38
7.5 I profili peculiari della valutazione .....	38
7.6 Le principali difficoltà incontrate nella valutazione .....	38
7.7 Metodologie .....	39
7.8 IL MODELLO DCF (Discounted Cash Flows - Flussi di Cassa Operativi Netti) .....	39
7.9 La prospettiva della valutazione.....	40
7.10 Il procedimento di valutazione.....	41
7.11 I ricavi di vendita ed i costi ed oneri della gestione .....	41
7.12 Posizione finanziaria netta .....	41
7.13 Il WACC (Weighted Average Cost of Capital) .....	41
7.14 Il modello DCF .....	43
7.15 Il modello dei multipli .....	43
7.16 Equity value .....	45
Conclusioni .....	46

# RELAZIONE DI STIMA DEL VALORE AL 30.06.2016 DEL 100% DELLE AZIONI TERRA S.P.A. OGGETTO DI POSSIBILE CONFERIMENTO NELL'AMBITO DEGLI ACCORDI TRA I SOCI DI TERRA SPA E CHL S.P.A.

\* \* \*

## 1 Incarico

I sottoscritti:

- Prof. ROBERTO GIACINTI con studio in Firenze, Via Pietro Metastasio n. 22, Cod. Fis. GCNRRRT46D21D612Z; P.Iva 01074810480;
- Prof. CARLO LUIGI LUBELLO con studio in Perugia, Via A. Blasi n. 32, cod. fiscale LBLCLL54E20H047G; sono stati incaricati dalle società:
- Terra s.p.a. con sede in Roma Via Ludovisi, 16 P.I. e C.F. n. 02107890515
- CHL s.p.a. con sede in Firenze Via Marconi, 128 - P.I. e C.F. n. 04610960488.

di procedere alla stima del valore economico delle azioni della società Terra s.p.a. oggetto di conferimento per l'aumento di capitale che sarà proposto dalla società CHL s.p.a. in esecuzioni degli accordi sottoscritti tra le due società ai sensi dell'art. 2343 ter, comma 2, lettera b) del Codice Civile.

Tale valore è "cum-dividendo" (ovvero antecedentemente la distribuzione dell'eventuale dividendo a valere sull'utile 2016 o sulle riserve di utili di esercizi precedenti).

Ciò significa che:

- l'unità di valutazione è rappresentata dall'intera azienda e non dai singoli titoli che compongono il capitale.

Profili professionali

- Prof. ROBERTO GIACINTI con studio in Firenze, Via Pietro Metastasio n. 22;
- Prof. CARLO LUIGI LUBELLO con studio in Perugia, Via Blasi n. 32;

a norma dell'art. 2343-ter c.c. secondo comma lettera b, i sottoscritti dichiarano di essere in possesso dei requisiti previsti da tale disposizione, ovvero di essere indipendenti da ambedue le società e dai soci e di essere dotati di adeguata e comprovata professionalità, come risulta dai curricula individuali e comunque dall'iscrizione all'albo dei dottori commercialisti come previsto dal D. Lgs. 28 giugno 2005 n. 139 e cioè:

- Prof. ROBERTO GIACINTI iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti ed esperti contabili di Firenze sezione A al n. 108;
- Prof. LUBELLO iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti ed esperti contabili di Perugia sezione A al n. 192.

I sottoscritti dichiarano:

- di aver rilasciato la dichiarazione propedeutica all'iscrizione nel registro delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate, avendone compreso gli obblighi che ne derivano;
- di aver preso atto della presenza del Modello Organizzativo e del Codice Etico ex D. Lgs. 231/2001 e di esseri attenuti a tali disposizioni.

### 1.1 Data di riferimento

La valutazione è effettuata sul bilancio straordinario chiuso alla data del 30 giugno 2016, approvato dal CdA di Terra s.p.a. in data 25 settembre 2016, tenendo conto del Piano Industriale 2016-2020 approvato dallo stesso CdA in data 25 ottobre 2016.

Tale Bilancio risulta certificato dalla Società di revisione BDO Italia S.p.A. - Sede Legale: Viale Abruzzi n. 94, 20131 Milano, Codice Fiscale, Partita IVA e Registro Imprese di Milano n° 07722780967 - R.E.A. Milano 1977842.

## 1.2 Sopralluoghi

I sottoscritti periti hanno effettuato numerosi sopralluoghi nel corso del mese di ottobre congiuntamente e disgiuntamente presso gli uffici di Arezzo della società in varie date, allo scopo di verificare i dati, confrontarsi con il personale ed i manager ed acquisire i documenti necessari per lo svolgimento della stima.

### L'AZIENDA DI TERRA S.P.A.

La Società, Terra s.p.a., è stata costituita il 15 febbraio 2012.

Sede legale: Roma Via Ludovisi, 16

Uffici: Arezzo Via Ernesto Rossi, 28

Uffici: Milano Piazza Cadorna, 10

Codice Fiscale: 02107890515

Numero REA: RM-1377112

Terra è una realtà industriale che opera nel mondo delle telecomunicazioni e dell'e-commerce.

Dalla telefonia fissa a quella mobile, dalla gestione dati ai servizi per privati e aziende.

Grazie ad acquisizioni strategiche e allo sviluppo di sistemi informativi di ultima generazione, oggi Terra dispone di una rete in grado di garantire una copertura importante di tutto il territorio nazionale.

Tramite fibra ottica o ponte radio, Terra può raggiungere le località più minute e fornisce un servizio di telefonia fissa e gestione dati.

Il Gruppo Terra è formato da oltre centoventi soci che hanno deciso di unire le forze per creare una realtà imprenditoriale unica nel suo genere.

La guida dell'azienda è affidata ad un management giovane e qualificato.

## 1.3 Operazioni in corso

Terra ha siglato in data 29 settembre 2016 un contratto di investimento con la Società CHL con sede a Firenze per lo sviluppo di un impianto industriale che sarà presente sul primario mercato di Borsa Italiana; si prevede l'implementazione di due progetti innovativi che capitalizzino al meglio il know-how, gli investimenti e la customer experience che entrambe le aziende hanno sviluppato nel corso del tempo.

Il piano di sviluppo prevede infatti:

- 1) un programma rivolto alla sicurezza informatica nelle scuole e all'uso delle telecomunicazioni come veicolo per combattere fenomeni comportamentali tra i ragazzi;
- 2) un programma sul commercio elettronico che consenta di realizzare un prodotto "chiavi in mano" che abbatta le barriere tecnologiche e finanziarie per tutti i merchant in un momento storico in cui, a causa dell'andamento generale dei mercati e conseguentemente della domanda, il canale di vendita via web costituisce uno dei principali strumenti di sviluppo.

Il Piano Industriale e la presente perizia si basano ESCLUSIVAMENTE sui risultati previsionali di Terra e delle sue controllate senza considerare gli sviluppi che deriveranno dai due programmi sopra menzionati che vengono ricordati per completezza di informazione.

## 2 Il mercato ove opera la società: il piano industriale 2016-2020

Ricordiamo alcuni aspetti indicati nel Piano Industriale 2016-2020.

I riferimenti letterari sono riportati nelle figure.

Nel 1° trimestre del 2016 il Pil italiano è aumentato dell'1% rispetto allo stesso periodo del 2015, e dello 0,9% rispetto al trimestre precedente (l'ultimo del 2015).

La crescita prevista dall'Istat per l'anno in corso è dell'1,1%, superiore pertanto a quella registrata nel 2015 (+0,8%). L'Italia ha ripreso pertanto un percorso di crescita, pur connotato da un'evidente debolezza, con tassi che rimangono inferiori, sia a quelli dell'area euro (+1,5%), sia dell'Unione nel suo insieme (+1,7%).

D'altra parte l'Italia non ha ancora recuperato i livelli precrisi del 2007, rimanendo al di sotto di quei risultati dell'8% circa, muovendosi oggi in un contesto internazionale che torna a volgere verso un diffuso pessimismo. La Banca Mondiale ha recentemente tagliato le previsioni di crescita del Pil mondiale per il 2016, dal 2,9% al 2,4%.

Rispetto ai periodi precedenti, torna a crescere la domanda interna, sia delle famiglie, sia delle imprese (investimenti fissi lordi), la cui debolezza, come noto, aveva condizionato lo sviluppo stesso del Pil nazionale.

A livello di singole componenti della domanda aggregata, i consumi delle famiglie sono aumentati (anno su anno) dell'1,5%, gli investimenti fissi lordi dell'1,8%, le esportazioni sono diminuite dello 0,4%, le importazioni aumentate dell'1,2%.

E' da valutare quanto inciderà, sull'evoluzione dell'economia europea nel breve-medio termine, l'esito del referendum in Gran Bretagna e il periodo d'incertezza che si apre, anche per la lunghezza e la difficoltà delle trattative che ne regoleranno l'uscita e i termini dei futuri rapporti con l'Unione stessa.



### 2.1 Trend del Mercato di Telecomunicazioni fisse

I ricavi della filiera complessiva delle TLC in Italia nel 2015, dopo anni di calo, si stabilizzano attorno a un valore di 42,7 miliardi di euro. E' un segnale positivo, considerato che dal 2008 al 2014 il segno era sempre stato negativo e che negli ultimi 7

anni sono stati "bruciati" complessivamente quasi 11 miliardi di euro (20% del valore iniziale).

#### 2.1.1 I ricavi degli Operatori TLC di rete mobile in Italia

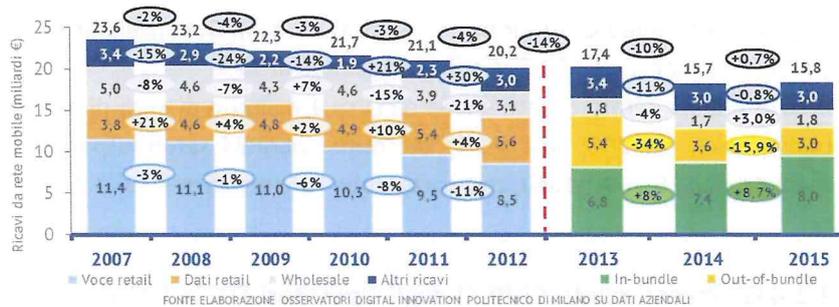
Concentrando l'attenzione sui ricavi degli Operatori TLC, emerge che, dopo anni di forte contrazione, si avvicinano alla stabilizzazione: nel 2015 infatti scendono dello 0,9%, perdendo circa 300 milioni di euro.

Il calo è imputabile al mercato fisso (-0,4 mld €) ed in particolare alla fonia fissa. I ricavi da TLC mobile nel 2015 segnano una ripresa (+0,7%) con un guadagno di circa 100 milioni di euro; è importante però osservare che al netto dei ricavi da "vendita/noleggio di terminali e accessori" (che non sono il core business e che crescono del 17% rispetto al 2014), i ricavi sarebbero in leggera contrazione (-1,2%) I ricavi da TLC mobile complessivamente in 8 anni hanno perso quasi 8 miliardi di euro, pari al 33% del valore iniziale.

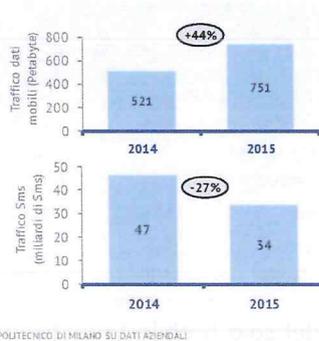
Negli ultimi due anni è in crescita costante la componente della spesa relativa ai bundle, che nel 2015 vale da sola più della metà dei ricavi totali. Parallelamente diminuisce in modo significativo la componente dei ricavi out-of-bundle che in due anni ha quasi dimezzato il suo valore passando da 5,4 miliardi di euro nel 2013 a 3 miliardi nel 2015.

La somma delle voci bundle e out-of-bundle (che di fatto corrisponde alla spesa in fonia e dati) è in leggera crescita (+0,7%) nel 2015. Cresce anche il wholesale: +3% nel 2015; in 8 anni ha perso però 3,2 miliardi di euro (il 64% del valore iniziale) per via del taglio delle tariffe di terminazione.

Nel 2015 sono infine sostanzialmente stabili gli "altri ricavi", per effetto del già citato incremento delle vendite di terminali. attraverso i canali Telco (+17% nel 2015) e di un calo delle altre voci principali. Come già accennato, al netto dei ricavi da "vendita/noleggio di terminali e accessori" i ricavi anche nel 2015 sarebbero in leggera contrazione (-1,2%).



### 2.1.2 I volumi di traffico in Italia su rete fissa e mobile



Parallelamente all'analisi dei ricavi è interessante analizzare le dinamiche dei consumi. Nel 2015 sono aumentati del 27% i volumi di traffico dati da fisso (arrivando così ad una crescita pari a +163% dal 2010 ad oggi). I volumi di traffico dati fisso valgono più di 10 volte quelli mobile. Questi ultimi sono cresciuti del 44% nel 2015, mentre dal 2010 ad oggi di quasi il 500%. In leggero calo, invece, nel 2015 sono i volumi di chiamata (-3%), per effetto di una piccola crescita (+1%) del mobile e di un forte calo (-13%) del fisso. Infine continua a calare vertiginosamente il numero di Sms inviati da dispositivi mobili (-27% nel 2015).

### 2.1.3 I costi operativi e l'EBITDA degli Operatori TLC in Italia

A fianco del leggero calo dei ricavi, nel 2015 si assiste ad una piccola crescita dei costi operativi per gli Operatori TLC italiani, pari a circa 200 milioni di euro (+0,8% nel 2015). Le voci di costo che crescono maggiormente sono quelle legate al personale e agli



apparatî non capitalizzati (principalmente terminali). Di conseguenza, nel 2015 continua il calo dell'EBITDA (-4%) e l'incidenza dell'EBITDA sui ricavi scende al 35%.

Il 2015 è stato caratterizzato anche da circa 1 miliardo di euro di oneri non ricorrenti: considerando anche questi costi, nel 2015 la crescita dei costi operativi sarebbe pari al 6%; inoltre ci sarebbe un calo piú marcato dell'EBITDA (-13%), che porterebbe l'incidenza dell'EBITDA sui ricavi ai minimi storici (32%).

## 2.1.4 Gli investimenti (CAPEX) degli Operatori TLC in Italia



Fonte: Elaborazione Osservatori Digital Innovation Politecnico di Milano su dati aziendali.

In questo scenario, gli investimenti (CAPEX) continuano a crescere; nel 2015 segnano un +9% (600 milioni in piú del 2014). Cresce quindi anche l'incidenza dei CAPEX sui ricavi, arrivando nel 2015 al 21% (il valore piú alto raggiunto da 8 anni a questa parte). Nel 2015 a tali investimenti si aggiungono circa 600 milioni di euro legati all'acquisto e al rinnovo delle licenze per la rete.

Sommando anche questa voce i CAPEX aumenterebbero del 19% e peserebbero il 23% dei ricavi.

## 2.1.5 La copertura e la penetrazione della banda larga: Italia e UE

La crescita degli investimenti è un evidente segnale degli sforzi messi in campo dagli Operatori per accelerare lo sviluppo delle reti LTE e NGN e per ammodernare le reti esistenti.

L'Italia è caratterizzata dall'essere il secondo Paese in Europa per penetrazione del solo Mobile broadband: il 22% delle abitazioni accede a Internet solo dal Mobile (la media europea è dell'8%). Si conferma, quindi, per l'Italia la rilevanza della rete mobile, su cui il gap con gli altri Paesi non c'è. In termini di penetrazione della Mobile broadband, l'Italia mostra infatti un dato pari alla media europea (75,3% della popolazione) e in termini di copertura LTE in EU5 l'Italia è seconda solo a UK. I dati della Commissione Europea confermano i progressi fatti anche sulla copertura della banda larga fissa: da dicembre 2013 a giugno 2015 la copertura della banda larga > 30 Mbps è aumentata di ben 23 punti percentuali. Siamo ancora lontani dalla media europea (71%), ma il divario si è ridotto di 14 punti percentuali da dicembre 2013 a giugno 2015.

	Copertura banda larga base (sulle abitazioni)*	Penetrazione banda larga base (sulle abitazioni)**	Copertura banda larga >30 Mbps (sulle abitazioni)*	Penetrazione banda larga >30 Mbps (sulle abitazioni)**	Copertura LTE Q1 2016 (su popolazione)
Italia	99%	52,6%	44%	3%	95%
Media europea	97%	71,8%	71%	22%	nd
Francia	100%	70,8%	45%	11%	81%
Regno Unito	100%	85,4%	91%	31%	98%
Germania	98%	83,9%	81%	21%	91%
Spagna	95%	68,7%	77%	20%	90%

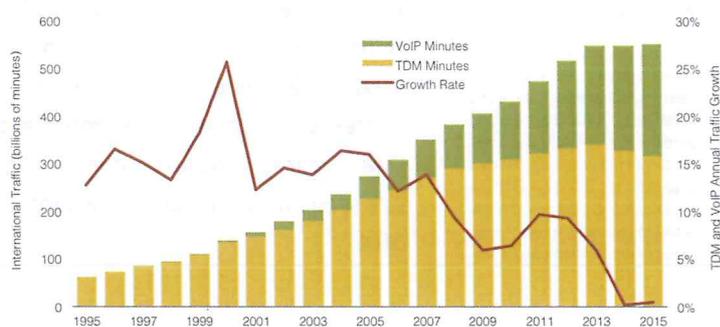
Fonte: Digital Agenda Scoreboard 2016, Commissione Europea per i dati sulla rete fissa / GSM per i dati sulla rete mobile.

## 2.1.6 La strategicità della filiera TLC per la crescita del Paese

I crescenti investimenti (pubblici e privati) sulle reti a banda larga in Italia sono necessari e urgenti per cercare di raggiungere gli obiettivi della Digital Agenda Europea (entro il 2020 copertura totale della banda larga ultraveloce >30 Mbps e sottoscrizione di un servizio di banda larga ultraveloce > 100 Mbps da parte di almeno il 50% delle abitazioni) e per non perdere ulteriormente competitività a livello di Sistema Paese. E' ormai chiaro, infatti, che le reti di Telecomunicazioni (fisse e mobili), ed in particolare la banda ultra larga, sono l'infrastruttura portante che abilita la digitalizzazione di imprese e consumatori.

Lato imprese, la digitalizzazione consente di innovare profondamente sia i processi interni all'azienda, aumentando la produttività della forza lavoro e innovando la relazione con i fornitori, sia il processo di relazione con il consumatore (dalla comunicazione al supporto pre-vendita, dall'acquisto al servizio post-vendita). Stiamo parlando, quindi, di un driver importante che condiziona la competitività futura delle imprese dei Paesi avanzati e che si esprimerà con la capacità, da un lato, di sfruttare le opportunità che il digitale abilita (in termini, ad esempio, di miglioramento dei processi e di introduzione di nuovi modelli di business) e, dall'altro, di trasformare le minacce in opportunità (visto che il digitale trasforma le filiere, abbatte le barriere, favorisce la globalizzazione). L'alfabetizzazione digitale dei consumatori rappresenta il secondo pilastro fondamentale per lo sviluppo economico e sociale di un Sistema Paese avanzato nei prossimi anni. Si tratta, quindi, di un'ulteriore area di lavoro su cui l'Agenzia per l'Italia Digitale (AgID) è attiva attraverso lo sviluppo di servizi digitali legati alla Pubblica Amministrazione.

### 2.1.7 La tendenza all'internazionalizzazione



Il mercato wholesale delle chiamate voce internazionali è maturato nell'ultimo decennio ed ha incrementato allo stesso tempo la sua efficacia. In particolare è cresciuto il traffico verso i mercati dei Paesi emergenti, oltre il 75% del traffico veniva terminato in Africa, America del Sud e Asia Centrale.

Visto il drastico ribasso dei prezzi che ha caratterizzato negli ultimi anni il

mercato della telefonia, alcuni Carrier hanno puntato sulla strategia di crescita di volumi per mezzo di operazioni di espansione anche attraverso collaborazione con altri Carriers. Due tra i Carrier più grossi, Vodafone e Tata Communications, hanno scelto due linee di sviluppo diverse. Vodafone origina e termina il traffico sulle reti delle sue 26 filiali mobili, mentre Tata è diventato il più grande Carrier wholesale del Mondo grazie ad acquisizioni, accordi che prevedono esternalizzazione del traffico e lo sviluppo aggressivo del business. Non tutti i Carrier puntano però sulla crescita dei volumi. Verizon, per esempio, ha applicato un approccio opposto permettendo il declino dei volumi e puntando sui margini più alti. Se gli attuali trend nel mercato delle chiamate voce internazionali continuerà, tanti seguiranno l'esempio di Verizon e opereranno per un strategico ritiro delle attività.

## 2.2 Trend del Mercato dell'E-commerce

La vendita on line di prodotti e servizi ha rappresentato nel 2015 il 7,4% del totale del mercato di vendita al dettaglio a livello globale: complessivamente 1.671 miliardi di dollari, oltre 350 miliardi di dollari in più del 2014. Entro il 2019, questo valore sarà più che raddoppiato per raggiungere i 3.578 miliardi di dollari, pur continuando a rappresentare solo una frazione (12,8%) degli acquisti al dettaglio totali. Nel 2015 l'e-commerce in Italia ha visto una ripartenza della crescita che è più che raddoppiata sull'anno precedente, arrivando al 19%, e facendo raggiungere al fatturato e-commerce italiano quasi i 29 miliardi di Euro.

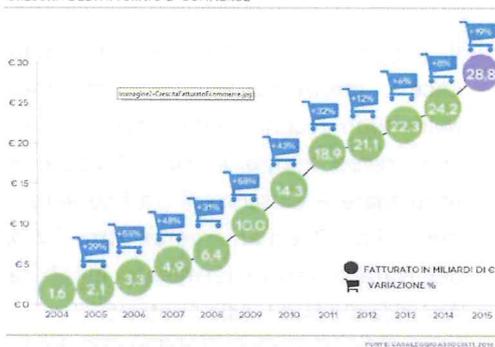
### 2.2.1 L'e-commerce in Italia

In Italia sono 16 mila le aziende che fanno commercio elettronico nel 2016 e arriveranno a 50 mila nel 2025. Un terzo di esse è localizzato in due regioni: Lombardia (3 mila) e Lazio (1.840). Seguono Campania,

Emilia Romagna, Piemonte, Veneto e Toscana. Gli italiani che hanno accesso a internet (utenti unici attivi nel mese) sono 28,7 milioni, quasi un milione in più del 2015 quando erano 27,8 milioni, e rappresentano circa il 52% degli italiani dai 2 anni in su, collegati da tutti i dispositivi (desktop, smartphone e tablet). Circa 21,7 milioni di italiani accedono alla Rete nel giorno medio, navigando mediamente per due ore. Cresce l'accesso a internet da dispositivi mobili come smartphone e tablet, con circa 22,3 milioni di utenti attivi nel mese. Il 75,8% degli utenti on line, 21,8 milioni, ha visitato almeno un sito o applicazione dedicato all'e-commerce, dedicandovi in media 1 ora e 39 minuti. Il valore del fatturato dall'e-commerce è stimato in 28,8 miliardi di Euro nel 2015. Il fatturato delle vendite on line è cresciuto complessivamente del 19% rispetto al 2014.

## 2.2.2 Fatturato dell'e-commerce in Italia

CRESITA DEL FATTURATO E-COMMERCE



### FATTURATO E-COMMERCE IN ITALIA E CRESCITA ANNUALE

2004:	1.645.683.000	Euro	-
2005:	2.123.495.000	Euro	+ 29%
2006:	3.286.273.000	Euro	+ 55%
2007:	4.868.336.000	Euro	+ 48%
2008:	6.364.907.000	Euro	+ 31%
2009:	10.037.544.000	Euro	+ 58%
2010:	14.357.589.000	Euro	+ 43%
2011:	18.970.504.000	Euro	+ 32%
2012:	21.154.120.000	Euro	+ 12%
2013:	22.337.275.000	Euro	+ 6%
2014:	24.188.468.000	Euro	+ 8%
2015:	28.850.766.000	Euro	+ 19%

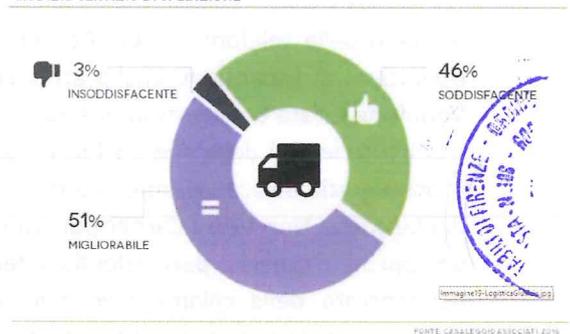
Il valore del fatturato e-commerce in Italia nel 2015 è stimato in 28,8 miliardi Euro, con una crescita del 19% sul 2014. L'e-commerce torna a crescere con una percentuale a due cifre, dopo due anni consecutivi di crescita inferiore al 10%.

## 2.2.3 Importanza della logistica nell'e-commerce

L'efficienza dei servizi di logistica è sempre più un asset strategico per le aziende e-commerce italiane.

Oltre la metà degli esercenti (51%) afferma, tuttavia, che il servizio di spedizione potrebbe essere migliorato. Il 46% delle aziende giudica il servizio soddisfacente, percentuale in crescita rispetto al 42% del 2015. Il 3% ritiene che il servizio sia insoddisfacente.

GIUDIZIO SERVIZIO DI SPEDIZIONE



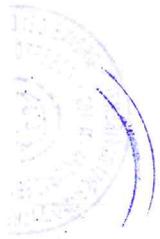
## 2.3 Alcuni dei principali clienti nei settori di riferimento



## 2.4 Normativa di riferimento

I mercati in cui opera la società, sono mercati ove la normativa di settore è molto forte, basti pensare a tutta la regolamentazione deliberata dall’Autorità Garante per le Telecomunicazioni (AGCOM). Anche nel settore del commercio elettronico vengono introdotte con sempre maggior frequenza nuove norme, che in taluni casi ne possono rallentare lo sviluppo.

Il piano di sviluppo strategico della società è stato predisposto tenendo in considerazione il quadro normativo di riferimento, prevedendo anche le possibili variazioni in questo contesto; nel caso dell’e-commerce, ad esempio, è stata considerata una possibile crescente rigidità normativa al crescere dello sviluppo di tale mercato; nel caso delle TLC sono stati considerati i benefici che vengono apportati da AGCOM per contrastare l’oligopolio di mercato dei 5 operatori dominanti (Telecom Italia, Wind, Vodafone, H3G, Fastweb) e, allo stesso tempo, l’effetto calmierante che AGCOM pone sulla crescita di tutti gli operatori con la decisione dei prezzi.



A handwritten signature in blue ink is located on the right side of the page. The signature is stylized and appears to be a personal name, possibly "S. S.", written over a faint horizontal line.

### 3 Il modello di business

Continuando nella sintesi del piano industriale 2016 – 2020 predisposto da Terra si rileva che Terra, attiva sul mercato dal marzo 2013, è una realtà industriale che basa la sua crescita su di un modello industriale di aggregazione e sviluppo di business sinergici e complementari che porta evidenti vantaggi competitivi tra cui: ampliamento e diversificazione del portafoglio prodotti, ottenimento di economie di scala, condivisione delle risorse e del relativo expertise, incentivazione per le reti di vendita.

Grazie ad acquisizioni strategiche di assets e ad accordi con realtà importanti, già oggi Terra dispone di un assetto industriale in grado di rispondere con elevati livelli di qualità alla domanda di mercato puntando su servizi innovativi integrati di *telecomunicazione, information technologies e comunicazione elettronica*, soprattutto in mobilità.

Il Modello di Terra ha alla base l'ottimizzazione dei mezzi e delle risorse finanziarie che consentano di mantenere un corretto equilibrio, soprattutto durante le fasi di start up delle varie attività.

In virtù di questo, Terra è in grado di approcciare, con successo, ogni nuovo mercato ottimizzando i costi della struttura e capitalizzando l'esperienza conseguita in altri servizi o infrastrutture già in produzione.

Il *modello* che sta alla base della *pianificazione strategica* della Società ha come focus un costante incremento della redditività degli investimenti e prevede:

- 1) politiche di innovazione di prodotto e di servizi mediante la continua ricerca tecnologica;
- 2) acquisizione di strutture o accordi commerciali, per ottenere trend di crescita verticalizzati di anno in anno;
- 3) incentivazione delle vendite, ottimizzazione dei costi e di incremento dei profitti della società, sfruttando le sinergie derivanti anche dalle acquisizioni.

La pianificazione strategica della società ha come caratteristica una gestione oculata degli investimenti, che sono rivolti principalmente alla patrimonializzazione dell'azienda.

Tutto ciò si rende possibile diversificando il portafoglio prodotti con una vasta gamma di servizi innovativi che oggi non vengono erogati dagli altri competitor.

Per il raggiungimento degli obiettivi strategici Terra ha impostato un modello così strutturato:



#### 3.1 L'evoluzione strategica

Terra, azienda in forte crescita sin dal primo anno di attività industriale, basa lo sviluppo del business non solo su percorsi di aggregazione, ma anche di sviluppo del business.

Questo è dovuto alla continua ricerca di servizi innovativi nei settori merceologici di riferimento, con elevati standard qualitativi e con approccio ai mercati di nicchia che privilegia la “*customervalueproposition*”.

Terra ha sempre operato in un settore caratterizzato, nel corso degli anni, da un tasso di rischio non trascurabile ed è riuscita a mantenere un equilibrio, in termini di competitività, scegliendo di adottare soluzioni ad OPEX che le hanno consentito un elevato grado di flessibilità e scalabilità con grande beneficio per i flussi finanziari, andando con ciò a configurarsi come operatore di nicchia nei servizi non gestibili dai grandi Players di settore.

Riportiamo di seguito le principali attività di aggregazione che sono state perfezionate dalla società nel corso della fase di start up:

○ **Marzo 2013 – acquisizione del ramo Telecomunicazioni**

Il 1 marzo 2013 Terra ha perfezionato un contratto di affitto di azienda per le attività inerenti le telecomunicazioni da rete fissa. Questo ha permesso a Terra di avviare l'attività di Operatore telefonico che eroga servizi voce e dati su tutto il territorio nazionale.

○ **Luglio 2013 – acquisizione del ramo E-commerce**

Il 10 luglio 2013 è stato perfezionato l'affitto del ramo E-commerce che si occupa di portali web per le spedizioni online. *(In virtù delle attività svolte da Terra, in soli 6 mesi, il fatturato relativo a tale ramo è raddoppiato).*

Il 2014, è stato caratterizzato dal consolidamento del business e dal percorso che ha portato all'acquisizione e produzione del know-how tecnologico ed industriale che sarà la base del piano di sviluppo degli anni futuri.

○ **Agosto 2015 – acquisizione del 100% di Nexta Ltd.**, Carrier Internazionale specializzato nella rivendita all'ingrosso di traffico telefonico internazionale.

○ **Settembre 2015 – acquisizione del 70% di BCM S.p.A.**, società che opera nel settore dei trasporti e della logistica.

○ **Febbraio 2016 - trasformazione della controllata IESFOR S.p.A. in “Cheel S.r.l.”.**

Il 11 febbraio 2016 Cheel ha lanciato la prima APP per smartphone con sistema operativo android e apple, che consente di fare chiamate gratuite ad altissima qualità tra tutti gli utenti che la utilizzano, senza limitazioni territoriali. Dalle analisi odierne, senza investimenti in pubblicità, la App ha già oltre 950 utenti e tra i piani di sviluppo sono previste sia le chiamate internazionali a basso costo che le video chiamate.

○ **01 giugno 2016 –acquisizione di 3000 clienti TLC a Como.**

Sono stati acquisiti clienti e infrastrutture di un piccolo operatore di telefonia voip e internet a larga banda con tecnologia hiperlan, Seprio.Com S.r.L., con sede a Mozzate (CO). Allo stato attuale l'acquisizione ha portato a Terra circa 3.000 clienti dislocati in oltre 30 comuni delle provincie di Como, Varese e Novara, infrastrutture wireless e in fibra ottica e personale altamente specializzato nella realizzazione di impianti a larga banda in tecnologia wireless hiperlan, settore nel quale la stessa Terra è attiva da anni.

### **3.2 Strategia commerciale - ASA TLC e IT-Technical Services**

Il mondo dei servizi di telecomunicazioni, IT software (System & Application), richiede una presenza capillare nel territorio e una “*customerexperience*” che consenta di anticipare le esigenze e prevenire i mutamenti del mercato per effetto dell'innovazione tecnologica.

La rete commerciale di Terra in questo ambito è composta da figure professionali formate per il supporto ai propri clienti, analisi delle esigenze e conseguente formulazione delle soluzioni.

Con la propria conoscenza e professionalità, la rete commerciale di Terra è in grado di consigliare alle imprese le migliori tecnologie ed automatismi per incrementare l'utilizzabilità dei servizi e l'affezione del cliente agli stessi.

### 3.2.1 Rete diretta

Terra ha sviluppato al proprio interno una struttura commerciale altamente specializzata nella rivendita di servizi tecnologicamente avanzati con progetti dedicati per soddisfare le esigenze delle grandi Aziende.

Lo sviluppo commerciale prevede lo studio di aree industriali rilevanti su cui fare progetti di telecomunicazioni per portare servizi con caratteristiche differenti rispetto al mercato di riferimento.

Il valore aggiunto si manifesta poi nel post vendita, con una presenza costante sul territorio che consente la gestione personalizzata dei clienti di categoria "A" (Top Business) al fine di creare un rapporto di fiducia e collaborazione per una costante sviluppo commerciale e cross-selling (servizi di telecomunicazione, piattaforme IT, Energia).

Proprio per la sua vocazione ed organizzazione, la rete commerciale diretta non richiede particolari investimenti in termini di nuove assunzioni proporzionalmente all'incremento dei Clienti e del fatturato in quanto opera su una percentuale bassa di Clienti che però sviluppano un'alta percentuale di fatturato.

### 3.2.2 Rete indiretta

Lo sviluppo commerciale rivolto al "mass market" ovvero la rivendita di prodotti "a scaffale", richiede necessariamente una presenza massiccia di figure professionali nel territorio.

Per distribuire i propri prodotti sul territorio nazionale Terra si avvale di strutture presenti da anni ed operative nel settore costituite sia da primarie agenzie operanti sulla commercializzazione dei servizi corporate-privato che da singoli rivenditori che trovano in Terra la soluzione ideale per incrementare la propria customer base e il relativo giro di affari.

A differenza della rete commerciale diretta, il reclutamento di nuove forze vendita è determinante per lo sviluppo commerciale, la strategia di Terra si basa sull'inquadramento di Agenzie o singoli rivenditori come "presidi aziendali territoriali" per la gestione commerciale e tecnica dei Clienti.

L'investimento in questo caso è direttamente proporzionale allo sviluppo commerciale e quindi al fatturato.

## 3.3 Strategia commerciale - ASA Logistica & Trasporti

Spedizioni Italiane è il motore che alimenta il mercato, in continua crescita, dell'e-commerce ed è anche la risposta adeguata a tutte quelle esigenze di import-export, logistica integrata, spedizioni online e trasporti dedicati per tutte quelle attività o aziende che vedono nell'innovazione tecnologica una valida alleata per far crescere il proprio business. Spedizioni Italiane ha lo scopo di agevolare ed assistere i propri clienti per tutto ciò che riguarda la movimentazione delle merci, insomma un unico referente che garantisca servizi di qualità ai costi più convenienti del mercato. Con Spedizioni Italiane le frontiere si abbattano e sarà possibile acquistare o vendere beni in ogni Paese del mondo, gestendo la spedizione con un semplice click. Spedizioni Italiane arricchirà la propria offerta online con servizi unici e dedicati che permetteranno all'utente di spedire e ricevere merce da tutto il mondo ma anche di utilizzare corner sparsi in Italia per consegne e ritiri gestiti dalla piattaforma dal doppio brand SpedireWeb-SpedITA.

### 3.4 Strategia commerciale - ASA E-Commerce

Il commercio elettronico, che si sviluppa nel 98% utilizzando il canale on-line, è ormai diventato uno dei settori in continua e rapida espansione.

I motivi di questo successo sono molteplici ed i fattori principali sono:

- Risparmio di denaro e tempo per gli acquisti;
- Incremento esponenziale della platea di prodotti e clienti;
- Raggiungibilità e facilità di accesso da PC, smartphone e tablet;
- Abbattimento dei costi di gestione del prodotto;
- Diversificazione della clientela e dell'offerta;
- Possibilità semplice di vendita ed acquisto di prodotti da tutto il Mondo.

Per lo sviluppo commerciale in questo ambito sono necessari investimenti su figure professionali di web marketing specialist e web designer che possano promuovere le spedizioni sul WEB al fine di rendere sempre più accessibile la piattaforma mediante:

- Indicizzazione del sito che permette una "posizione" privilegiata nei risultati dei principali motori di ricerca (attività SEO);
- Acquisto di parole chiave per indirizzare la ricerca verso il sito (attività definita SEM);
- Interazione con i principali Social Network;
- Costruzione grafica e funzionale del sito internet in grado di adattarsi automaticamente a tutte le risoluzioni degli schermi utilizzati dagli utenti;
- Acquisto di spazi pubblicitari sulle principali piattaforme advertising, sia "search" (sui principali motori di ricerca) che "display" (banner e video);
- Comunicazione in target con i contenuti trattati da blog di settore;
- Dinamicità nel modificare-adattare slogan e grafica alle esigenze del web;
- Comunicazione personalizzata con gli utenti tramite messaggi o mail private (adv veicolata tramite email marketing targettizzato).

Gli strumenti indispensabili per il commercio elettronico, adesso alla portata di tutti, sono:

- piattaforma informatica performante e veloce;
- evoluti sistemi di incasso e pagamento sicuri;
- accattivante struttura grafica del sito internet;
- pubblicità e web advertising.

### 3.5 Strategia commerciale - ASA Carrier to Carrier

In un mondo sempre più globalizzato, il traffico telefonico internazionale è in costante crescita.

Le esigenze di comunicazione delle popolazioni multirazziali, costringono i grandi Carrier internazionali ad una sempre più alta competitività commerciale nell'offerta delle tariffe telefoniche internazionali.

Terra, grazie alla sua infrastruttura tecnica evoluta ed alle proprie interconnessioni, riesce ad avere offerte commerciali competitive e molto flessibili in base alle direttrici di chiamata.

La strategia commerciale di Terra si incentra pertanto nello sviluppare relazioni internazionali con i vari Carrier per stringere accordi commerciali competitivi ed incrementare il fatturato.

## 3.6 Gli accordi strategici a supporto dello sviluppo del business

### 3.6.1 Accordo con Nomisma

Terra a fine 2014 si affida a Nomisma per crescere e diventare protagonista nel mondo delle telecomunicazioni. Terra, essendo società operante nel mondo delle telecomunicazioni e dell'e-commerce con il fine di porre in essere aggregazioni di differenti realtà industriali e business sinergici per realizzare un importante polo della comunicazione globale, ha individuato in Nomisma il partner strategico indispensabile per sostenere, nonostante la modesta longevità (Terra nasce nel 2012) una crescita di tutto rispetto che rompe i classici canoni dello sviluppo di un singolo settore merceologico/strategico. Terra di fatto in soli 10 mesi di attività realizza nel 2013 oltre 6,5 Mln di Euro di fatturato con oltre 1Mln di EBITDA, e riesce a sostenere una crescita del 30% nel corso del 2014 (8,7 Mln di Euro di fatturato e 1,2 Mln di Euro di EBITDA). Il sostegno di questi trend di crescita per una società con le connotazioni di una "Public Company" non può che essere sostenuto dall'esperienza e dalla capacità di una società che, presidiando svariati ambiti dell'economia con oltre 70 azionisti con longeva esperienza nei mercati finanziari e degli investimenti, possa rappresentare un punto di riferimento per la migliore interpretazione delle dinamiche dei settori dell'economia reale sia in chiave attuale sia prospettica. Con l'incarico affidato a Nomisma Terra intende così raggiungere gli obiettivi di crescita e sviluppo che si è prefissata.

### 3.6.2 Accordo con Telecom e Fastweb

Al fine di tenere più bassi possibili i CAPEX nelle infrastrutture Terra ha siglato due importanti accordi con Telecom e con Fastweb. Con tali accordi di fatto Terra è in grado di utilizzare completamente infrastrutture di due tra i più importanti Player nazionali nel campo delle *telecom* infrastrutture, potendo così erogare servizi in tutta Italia al solo costo dell'affitto del collegamento finale.

Senza investimenti pertanto, ma con canoni mensili che variano in funzione dei collegamenti attivati, Terra si è dotata degli strumenti che le consentono di concentrarsi sulla realizzazione ed erogazione di servizi innovativi.

### 3.6.3 Accordo con CartaSì e Basilichi

Sia con CartaSì che con Basilichi sono stati impostati degli studi per individuare tutte le possibili sinergie tra le rispettive società e/o strutture, finalizzate sia al potenziamento delle rispettive posizioni sul mercato sia allo sviluppo di sinergie competitive, passando anche da accordi di collaborazione commerciale, in un'ottica di sviluppo congiunto delle attività di e-commerce e telecomunicazione.

Con CartaSì Terra ha implementato il servizio di "POS Virtuale", sino ad ora acquistato dalle Banche con oneri relativi ad ogni transazione molto elevati; detto servizio ha consentito di mettere a disposizione dei merchant una piattaforma che permette di accettare e gestire in modo facile e sicuro i pagamenti effettuati con carta di credito attraverso vendite e-commerce, anche su devices mobile, e MoTo (Mail order – Telephone order).

Il sistema gestisce attualmente pagamenti con le carte appartenenti ai seguenti circuiti: (i) Visa/Visa Electron; (ii) MasterCard/Maestro; (iii) American Express e Diners; (iv) Jcb (per il MoTo).

Il POS Virtuale gestisce, con gli acquirer abilitati (VISA, MASTERCARD, MAESTRO, Visa Electron e AMERICAN EXPRESS), le transazioni con i protocolli 3D Secure (3-Domain Secure) Verified by Visa, MasterCard Secure-Code e SafeKey American Express, che assicurano una maggiore tutela sugli acquisti in internet in quanto, per concludere un pagamento, richiedono l'autenticazione del titolare della carta di credito.

Per facilitare la gestione degli ordini, il POS Virtuale mette a disposizione dell' esercente lo strumento di back office on-line, che permette di gestire le attività amministrative/controllo inerenti il negozio virtuale. Con il Gruppo Bassilichi invece la collaborazione è rivolta alla creazione di una sinergia territoriale che possa da una lato portare alla creazione di un prodotto innovativo unico in Italia e dall'altra all'ampliamento dei reciproci portafogli prodotti con l'utilizzo congiunto delle reti distributive. Terra e il Gruppo Bassilichistanno lavorando al lancio, nel breve termine, del "primo POS VOCALE" in Italia, prodotto che potrebbe abbattere le barriere del POS fisico anche per tutti coloro che svolgono la propria attività in mobilità o per tutti quei merchant per cui i margini di prodotto non consentono di sostenere anche le commissioni richieste dalla transazioni classiche. L'accordo prevede difatti:

- collaborazione commerciale per il Progetto denominato "Acquiring per segmento E-commerce per spedizioni on-line";
- collaborazione nel Progetto avente ad oggetto l'offerta ai clienti merchant dei servizi di ricarica dei prodotti distribuiti da Terra tramite i POS distribuiti dal Gruppo Bassilichi;
- partnership commerciale nell'ambito del Progetto "Magic Box" avente ad oggetto la possibilità di integrare prodotti finanziari con prodotti di telecomunicazione a marchio Bassilichi/Moneynet;
- partnership commerciale nell'ambito della presentazione sul mercato del Progetto "PRIMO POS Vocale in Italia";
- partnership commerciale avente ad oggetto la possibilità di creare dei PODU presso i vari merchant.

### 3.6.4 Accordo con Sisal

Terra ha siglato con SISAL uno strategico accordo per utilizzare i circa 45 mila punti di presenza su tutto il territorio italiano come punti per pagare bollette, ricaricare il credito telefonico, acquistare servizi. L'accordo con Sisal rappresenta un biglietto da visita importante per Terra che può contare così su un canale distributivo a 360° per la gestione e il supporto alla clientela, al pari di altri Player di rilievo sul territorio italiano. SISAL è interessata a consentire, l'erogazione del servizio di Ricarica attraverso i propri terminali collocati all'interno dei punti vendita e vuole con Terra sponsorizzare l'utilizzo della ricarica per qualsiasi tipo di servizio telefonico e telematico.

### 3.6.5 Caratteristiche principali del progetto Terra - SISAL

Grazie all'accordo con Sisal Terra ha potuto sviluppare un progetto innovativo unico in Italia.

Il servizio ruota attorno ad una nuova App compatibile con tutti i più moderni sistemi operativi (IOS, Android, Windows): "Cheel" è la App che permette di accedere ad una pluralità di servizi tra cui: chiamate gratuite tra utenti, accesso ad informazioni di utilità, collegamento a piattaforme plurifunzionali di contenuti e servizi anche telematici. La nuova App è scaricabile gratuitamente ed è

trasversale al gestore utilizzato dall'utente, cioè utilizzabile su tutti i dispositivi mobili indipendentemente dall'Operatore di riferimento della SIM. Grazie alla tecnologia VOIP gli utenti registrati a "Cheel" potranno



parlare gratis tra loro ovunque essi siano. Le distanze si accorciano, basta una connessione dati e si può parlare gratis e illimitatamente da ogni angolo del Mondo. Chi, invece, non si è ancora registrato a "Cheel" potrà ugualmente comunicare tramite la piattaforma ma a pagamento con tariffe competitive per singolo Paese. "Cheel" non è solo chiamate gratuite ma è un contenitore dove poter accedere ad una serie, in continua implementazione, di contenuti multimediali e telematici. Dalle informazioni meteo a quelle sul traffico, dalla possibilità di prenotare un volo a quella di riservare un tavolo al ristorante preferito, con "Cheel" si può fare veramente di tutto, anche spedire o importare merce da tutto il mondo. Per usufruire di tutti i contenuti e servizi a pagamento offerti da "Cheel" basta acquistare una "Ricarica TERRA" presso i punti "RSISAL" o attraverso il sito internet. Vantaggi e promozioni saranno dedicati agli utenti già abbonati con "Terra".

Si pensi per esempio alle applicazioni VOIP che eliminano le barriere della telefonia fissa/mobile: emulando il comportamento "intercommunity" della telefonia mobile, con tariffe agevolate, risolvono le problematiche data dalla sempre crescente necessità di avere tutti i contatti personali in mobilità secondo le politiche *lowcost*. In ambito Merchant, per fare un altro esempio, sempre più sentito invece il tema del *POS VOCALE*: servizio che, tramite una telefonata, consente di fare transazioni con la carta di credito senza tuttavia i costi delle infrastrutture legati agli apparati "POS" fisici, che spesso lo rendono inutilizzabile sui prodotti/servizi a marginalità contenuta.



## 4. L'evoluzione economico-finanziaria del piano industriale

Il bilancio 2015 e il bilancio intermedio al 30 giugno 2016.

	AL 30/06/2016	AL 31/12/2015
RICAVI VENDITE E PRESTAZIONI	9.132.605,09	17.843.500,93
REALIZZAZIONE PIATTAFORME	310.222,45	602.794,00
PROVENTI DIVERSI	281.061,84	222.949,71
<b>TOTALE VALORE DELLA PRODUZIONE</b>	<b>9.723.889,38</b>	<b>18.669.244,65</b>
MATERIE PRIME, SUSSIDIARIE, MERCI	16.837,05	34.381,71
SERVIZI DI TERZI	7.518.649,24	14.954.364,58
GODIMENTO BENI DI TERZI	333.466,49	702.054,72
COSTO DEL PERSONALE	929.627,46	1.453.616,83
ONERI DIVERSI DI GESTIONE	25.379,01	74.811,10
<b>TOTALE COSTI DELLA PRODUZIONE</b>	<b>8.823.959,25</b>	<b>17.219.228,94</b>
<b>PRIMO MARGINE - EBITDA</b>	<b>899.930,13</b>	<b>1.450.015,71</b>
	9,25%	7,77%
AMMORTAMENTI E SVALUTAZIONI	680.499,05	989.497,28
<b>SECONDO MARGINE - EBIT</b>	<b>219.431,08</b>	<b>460.518,43</b>
PROVENTI FINANZIARI	175,54	737,46
ONERI FINANZIARI	95.766,10	165.237,66
IMPOSTE CORRENTI E DIFFERITE	41.797,84	132.685,42
<b>RISULTATO NETTO</b>	<b>82.042,68</b>	<b>163.332,81</b>

Il bilancio 2015 riportato nello schema tiene conto dell'aggregazione dei risultati delle società partecipate acquisite nel corso dello stesso anno (BCM SPA e Nexta Ltd).

Di seguito si riportano i dati provenienti dal Piano Industriale di Terra; i dati sono aggregati in forma consolidata di Gruppo e di seguito riportiamo il modello economico di sintesi:

### TERRA RISULTATI AGGREGATI

	PREVISIONE				
	anno 2016	anno 2017	anno 2018	anno 2019	anno 2020
<b>RICAVI</b>	<b>20.621.800</b>	<b>23.927.548</b>	<b>26.540.705</b>	<b>29.198.143</b>	<b>31.463.727</b>
Servizi - Costo del Venduto	15.163.285	18.253.800	20.376.886	22.516.867	24.328.680
<b>Margine di Contribuzione</b>	<b>5.458.515</b>	<b>5.673.748</b>	<b>6.163.818</b>	<b>6.681.276</b>	<b>7.135.046</b>
	26,47%	23,71%	23,22%	22,88%	22,68%
<b>COSTI AZIENDALI</b>					
Costi personale	1.772.000	1.691.170	1.711.157	1.732.002	1.753.747
Servizi	1.668.000	1.553.160	1.591.724	1.642.091	1.692.462
Godimento beni di terzi	332.500	434.220	444.442	454.667	464.893
Oneri diversi di gestione	60.000	60.190	61.382	62.576	63.771
<b>Margine Operativo Lordo</b>	<b>1.626.015</b>	<b>1.935.008</b>	<b>2.355.113</b>	<b>2.789.941</b>	<b>3.160.173</b>
	7,88 %	8,09%	8,87%	9,56%	10,04%

Si nota che l'andamento del margine di contribuzione non presenta una progressione lineare crescente con la percentuale di crescita del fatturato. Questo è dovuto principalmente a tre fattori:

- L'acquisto di servizi nel mondo delle telecomunicazioni, in Italia, si svolge principalmente sulla base di *Offerte di Riferimento* approvate dall'Autorità per la garanzia nelle Telecomunicazioni; una impostazione sul controllo dei prezzi di questo tipo non contempla scontistiche a volume su acquisto di servizi base (linee voce o linee dati); negli ultimi anni, per tutela dei grandi player (che invece devono sostenere strutture elefantache non in linea con i risultati attesi), hanno visto addirittura un rialzo dei servizi unitari che possono essere acquistati in modalità wholesale.
- L'acquisto di servizi che consente di rivolgere l'offerta a mercati di nicchia non può in questo contesto tenere conto di economie di scala ma anzi di acquisizione di prestazioni aggiuntive non solo per migliorare la risposta al cliente ma anche per poter appoggiare commesse personalizzate che sarebbero anti-economiche per i grandi player.

La previsione di sviluppo prevede la realizzazione di un EBITDA crescente negli anni.

	PREVISIONE EBITDA anno 2016	Incidenza Ebitda su gruppo	PREVISIONE EBITDA anno 2017	Incidenza Ebitda su gruppo	PREVISIONE EBITDA anno 2018	Incidenza Ebitda su gruppo	PREVISIONE EBITDA anno 2019	Incidenza Ebitda su gruppo	PREVISIONE EBITDA anno 2020	Incidenza Ebitda su gruppo
TLC – Retail – Wholesale – Premium (70%)	683.904	42,06%	764.049	39,49%	869.365	36,91%	984.376	35,28%	1.105.205	34,97%
IT – Technical Services (30%)	293101	18,03%	327.449	16,92%	372.585	15,82%	421.876	15,12%	473.659	14,99%
Logistica & Trasporti	401.360	24,68%	424.000	21,91%	558.299	23,71%	702.484	25,18%	801.263	25,36%
E-Commerce	72.150	4,44%	126.010	6,51%	195.364	8,30%	266.704	9,56%	338.045	10,70%
Carrier to Carrier	175.500	10,79%	293.500	15,17%	359.500	15,26%	414.500	14,86%	442.000	13,99%
<b>GRUPPO TERRA</b>	<b>1.626.015</b>	<b>100,00%</b>	<b>1.935.008</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.355.113</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.789.941</b>	<b>100,00%</b>	<b>3.160.173</b>	<b>100,00%</b>

Le previsioni tengono conto di tre fattori:

- Gli investimenti fatti dalla società hanno consentito a Terra di raggiungere un patrimonio di sistemi informativi tali da riuscire a contenere i costi per servizi generali per effetto dell'automazione e ottimizzazione di processo. Si nota infatti che la crescita del valore del costo dei servizi non è proporzionale alla crescita del fatturato e si basa principalmente sui servizi per l'incentivazione delle vendite nell'ambito del settore della logistica e dei trasporti.
- Gli investimenti di cui al punto precedente hanno un altro importante risvolto: l'incidenza del costo del personale ha una progressione decrescente al crescere del fatturato, come si può apprezzare dalla tabella sotto riportata. Si noti in particolare che la contrazione più importante si ha tra la previsione del 2016 e quelle del 2017: infatti si ipotizza che la vera entrata a regime degli impianti software su cui l'azienda ha investito possa esprimersi al meglio dopo il primo anno di vero consolidamento, il 2016, dato che questo arco temporale ha consentito al management di prendere totale consapevolezza, anche nei più piccoli dettagli, delle necessità di automazione legate ai business e alle strutture.

	<b>PREVISIONE</b>				
	<i>anno 2016</i>	<i>anno 2017</i>	<i>anno 2018</i>	<i>anno 2019</i>	<i>anno 2020</i>
<b>RICAVI</b>	<b>20.621.800</b>	<b>23.927.548</b>	<b>26.540.705</b>	<b>29.198.143</b>	<b>31.463.727</b>
Costi personale	1.772.000	1.691.170	1.711.157	1.732.002	1.753.747
<i>incidenza sul fatturato</i>	<i>8,59%</i>	<i>7,07%</i>	<i>6,45%</i>	<i>5,93%</i>	<i>5,57%</i>

Solo l'area delle Telecomunicazioni prevede un lieve incremento del costo del personale, dato che l'esigenza di avere una customer service qualitativamente prestante e presente comporta necessariamente la necessità di implementare l'organico al crescere del numero di clienti sviluppati.

Per quanto concerne l'analisi delle singole voci di costi e ricavo per ciascuna area di business, si fa presente che ciascuna (a parte la Carrier to Carrier per il momento), è suddivisa in Business Unit (di seguito anche "BU") come di seguito rappresentate.

#### 4.1 Business delle Telecomunicazioni

Comprende sia l'ambito dei servizi che possono essere erogati con reti di telecomunicazione sia servizi erogabili in virtù delle piattaforme di cui dispone Terra.

Questa ASA comprende infatti:

- Ricavi per rivendita di servizi a utenti residenziali e business;
- Ricavi per rivendita dei servizi ad altri operatori del settore;
- Ricavi per la rivendita di servizi telematici o a valore aggiunto;
- Ricavi per commesse.

Di seguito si riporta lo schema di riepilogo dei risultati attesi per l'aggregazione delle BU :

#### TELECOMUNICAZIONI

	<b>PREVISIONE</b>				
	<i>anno 2016</i>	<i>anno 2017</i>	<i>anno 2018</i>	<i>anno 2019</i>	<i>anno 2020</i>
<b>RICAVI</b>	5.667.800	6.227.548	6.818.705	7.449.243	8.162.569
Servizi - Costo del Venduto	2.431.795	3.084.310	3.472.065	3.878.703	4.358.926
<b>Margine di Contribuzione</b>	<b>3.236.005</b>	<b>3.143.238</b>	<b>3.346.640</b>	<b>3.570.540</b>	<b>3.803.643</b>
	<i>57,09%</i>	<i>50,47%</i>	<i>49,08%</i>	<i>47,93%</i>	<i>46,60%</i>
<b>COSTI AZIENDALI</b>					
Costi personale	1.202.000	1.118.320	1.135.443	1.153.410	1.172.261
Servizi	796.000	672.160	696.724	727.091	757.462
Godimento beni di terzi	217.000	217.220	227.442	237.667	247.893
Oneri diversi di gestione	44.000	44.040	45.080	46.121	47.162
<b>Margine Operativo Lordo</b>	<b>977.005</b>	<b>1.091.498</b>	<b>1.241.950</b>	<b>1.406.252</b>	<b>1.578.864</b>
	<i>17,24%</i>	<i>17,53%</i>	<i>18,21%</i>	<i>18,88%</i>	<i>19,34%</i>

Si nota, per i motivi ben rappresentati nei paragrafi precedenti, che il margine di contribuzione di questa ASA ha un andamento decrescente, con il passare del tempo; questo fatto è tuttavia bene equilibrato dal costo del personale, che percentualmente ha una incidenza decrescente rispetto al crescere del fatturato, nonostante le politiche aziendali volte al miglioramento costante della qualità dei servizi di assistenza che vengono offerti dalla clientela. La non proporzionale crescita del costo dei servizi al crescere del fatturato è legata alle politiche di ottimizzazione dei costi per effetto dei sistemi informativi e per il crescere di costi generali che vengono esternalizzati perché sarebbero antieconomici da gestire in-house (esempio installazioni in luoghi distanti dai punti di presenza della società o attività che richiedano attrezzatura e competenze professionali specifiche come quelle legate ai servizi erogati tramite fibra ottica).

## 4.2. Business della Logistica & dell'E-Commerce

Il Business della logistica e dell'e-commerce comprende tutti i servizi a supporto dello scambio delle merci e del commercio elettronico. Questa ASA comprende:

- Ricavi per rivendita di servizi di trasporto merci;
- Ricavi per servizi di logistica;
- Ricavi per spedizioni merci gestite in automatico tramite un portale di e-commerce.

Di seguito si riporta lo schema di riepilogo dei risultati attesi per l'aggregazione delle BU :

### TRASPORTI LOGISTICA ED E-COMMERCE

	PREVISIONE				
	anno 2016	anno 2017	anno 2018	anno 2019	anno 2020
<b>RICAVI</b>					
Servizi - Costo del Venduto	10.300.000	11.200.000	12.222.000	13.248.900	14.301.158
	8.326.490	9.026.990	9.817.322	10.605.664	11.464.754
<b>Margine di Contribuzione</b>	<b>1.973.510</b>	<b>2.173.010</b>	<b>2.404.679</b>	<b>2.643.236</b>	<b>2.836.403</b>
	19,16%	19,40%	19,68%	19,95%	19,83%
<b>COSTI AZIENDALI</b>					
Costi personale	570.000	572.850	575.714	578.593	581.486
Servizi	800.000	820.000	845.000	865.000	885.000
Godimento beni di terzi	115.000	215.000	215.000	215.000	215.000
Oneri diversi di gestione	15.000	15.150	15.302	15.455	15.609
<b>Margine Operativo Lordo</b>	<b>473.510</b>	<b>550.010</b>	<b>753.663</b>	<b>969.189</b>	<b>1.139.308</b>
	4,60%	4,91%	6,17%	7,32%	7,97%

### 4.2.1 I canali di vendita e il target

I canali di vendita si distinguono tra on-line e canali diretti.

Il canale *on-line* è fortemente influenzato dalle politiche di web marketing e dalle attività di SEM & SEO, mentre il canale *diretto* dipende dalla esperienza e dalle relazioni che il commerciale ha sia a livello nazionale che internazionale.

L'integrazione tra i due canali rende unico il prodotto con il quale la società intende aggredire il mercato: Terra diventa infatti il primo soggetto in grado di fornire tutti i servizi a supporto dello scambio di merci: dai portali di e-commerce per la gestione delle spedizioni on-line, a servizi di logistica o logistica integrata, a servizio di trasporto dedicati sia in ambito nazionale che in ambito internazionale.

Di seguito i principali target:

- 1) segmento Private (anche da una spedizione all'anno);
- 2) segmento «Business Familiare» (piccoli artigiani che producono e curano la spedizione del prodotto);
- 3) piccolo Importatore (acquisto all'estero e rivendita in Italia tramite portali di e-commerce) - e-bayer, P.IVA;
- 4) piccola e media impresa.

Terra e BCM, pur non avendo le strutture o la longevità di Competitor come Bartolini, TNT, GLS realizzano con l'unione dell'e-commerce e degli strumenti per la logistica e trasporti, non solo il primo interlocutore in grado di soddisfare tutte le esigenze di un cliente che con tempestività voglia realizzare il trasporto di un pacco con specifiche esigenze ma anche il primo soggetto industriale in grado di realizzare tutti i servizi a supporto del commercio elettronico.

#### **4.4.2 Business Unit per la commercializzazione di spedizioni on-line**

Per quanto riguarda il settore della commercializzazione delle spedizioni on-line si è assistito nel mercato ad una alta proliferazione di piccoli portali con vendite anche sotto costo.

La società ha preferito pertanto focalizzarsi non solo sulla fidelizzazione dei clienti esistenti, ma anche sull'acquisizione di business di nicchia che non possono essere gestiti in modalità automatica da grandi Player (SDA, Bartolini, Nexive, per esempio); a questo proposito la società offre a tutti i clienti che necessitano di automatismi per caricare massivamente gli ordini relativi alle merci che debbono essere spedite, non solo listini personalizzati ma anche la modalità di dialogo "B2B", così da automatizzare tutti i processi che vanno dall'acquisizione dell'ordine di trasporto sino all'eventuale pagamento del contrassegno, qualora la spedizione lo preveda. Si tratta di nicchie scoperte poiché non dispongono della massa critica per poter accedere direttamente ai meccanismi automatici di gestione delle spedizioni messi a disposizione dai grandi Player; alla Società questo porta vantaggi non solo in termini di fatturato ma anche di incremento del potere di acquisto e pertanto approccio a scontistiche a volume.

Anche questa BU presenta margini progressivamente in crescita, dato il progressivo decremento dell'incidenza dei costi fissi sui ricavi grazie all'esistenze di piattaforme industriali di gruppo che consentono di automatizzare anche i processi interni.

#### **4.4.3 Business Unit per la commercializzazione dei servizi di logistica e trasporto**

L'attività è basata sulla richiesta da parte dell'utente di ricevere in toto la gestione di una spedizione complessa, per spedizione complessa si intende una spedizione nella quale possano essere contemplati non solo i rapporti con gli spedizionieri o i padroncini, ma dove tratte diverse debbano essere gestite con mezzi e corrieri diversi, gestendo anche tutti gli aspetti che riguardano non solo le dogane e quindi i passaggi di confine, ma anche eventuali adempimenti necessari in ciascun paese.

La società gestisce trasporti con ogni mezzo e soprattutto è all'interno dei circuiti di "groupage", che consentono di abbattere i costi di spedizione all'estero sfruttando corse "condivise".

Oltre al trasporto viene gestita, per chi ne facesse richiesta, anche l'attività di logistica e quindi gestione delocalizzata delle merci e loro smistamento.

Ad oggi il fatturato sviluppato si articola su tre sedi (a cui da luglio se ne è aggiunta una quarta):

- Tavazzano, dove è presente anche il centro di logistica;
- Prato;
- Sant'Elpidio.

L'andamento crescente del Margine operativo Lordo risente dell'ottenimento di maggior potere di acquisto nei confronti dei trasportatori al crescere dei volumi. Oltretutto in un contesto storicamente non automatizzato, l'introduzione dei sistemi informativi della capo gruppo hanno consentito un incremento anche a livello di percentuale di EBITDA: si nota che il costo dei servizi cresce in maniera meno che proporzionale al crescere del fatturato per due fattori:

- Eliminazione di processi automatici a favore di automatismi che limitano la necessità dell'introduzione dell'intervento umano in taluni processi;
- Eliminazione di tutti i contratti di fornitura di software esterni a favore della internalizzazione di tutte le piattaforme indispensabili per la gestione della fase di "operation" della società.

Il lieve andamento crescente dei servizi è legato all'incremento dei servizi per l'incentivazione delle vendite (comunque non in progressione lineare).

#### 4.4.4 Business Unit internazionale: Carrier to Carrier

Si tratta di una divisione in cui il volano crescente sul fatturato viene giustificato dall'enorme quantità di volumi che possono essere sviluppati disponendo di molti collegamenti con Carrier internazionali e da sistemi che consentono l'attivazione dei servizi mediante scambio di informazioni tramite web.

I risultati ottenuti con tale ASA dipendono principalmente da due fattori:

- interconnessioni già presenti nella società in fase di acquisizione
- implementazione di tutto il sistema informativo che in automatico riesce a gestire le variazioni repentine di quantità di traffico scambiate soprattutto con i grandi Player con controllo puntuale sia della qualità del traffico sia su potenziali frodi.

Una struttura così fatta ha la possibilità di fatto di avere listini di vendita estremamente competitivi, oltre che un potere di acquisto crescente nei confronti dei fornitori (che spesso e volentieri sono anche clienti ed hanno pertanto tutto l'interesse ad applicare e a vedere applicate condizioni convenienti e concorrenziali). Il responsabile in Terra è un Manager che, unitamente alla conoscenza di oltre 8 lingue, riesce anche a cogliere le opportunità o i rischi dei vari Paesi del Mondo. Dalla sede di Londra pertanto la società si occupa di sviluppare il business e creare le relazioni che consentano di sviluppare su questa area anche altre tipologie di business, maggiormente marginanti. I margini ridotti trovano origine nella natura di questo business: si tratta infatti di scambio traffico telefonico internazionale a grossisti che poi rivendono ad altri operatori di settore: poiché il prezzo di vendita è alla base della catena del valore per la rivendita al dettaglio, per mantenere la competitività si devono applicare politiche di prezzo molto aggressive. Per mantenere un adeguato livello di sviluppo del business, tra le assumptions inerenti alla commercializzazione dei servizi in ambito internazionale viene anche rappresentato l'affiancamento del mercato all'ingrosso con prodotti al dettaglio, tipicamente voip o nell'ambito dei servizi a valore aggiunto. Cautelativamente comunque, non si sono ipotizzate variazioni percentuali del margine di contribuzione al crescere dei ricavi, così da tenere presente di eventuali fluttuazioni di mercato o scontistiche a volume che anche la società potrebbe essere chiamata a proporre soprattutto interfacciandosi con grandi Player.

### CARRIER TO CARRIER

	<b>PREVISIONE</b>				
	anno 2016	anno 2017	anno 2018	anno 2019	anno 2020
<b>RICAVI</b>	4.654.000	6.500.000	7.500.000	8.500.000	9.000.000
Servizi - Costo del Venduto	4.405.000	6.142.500	7.087.500	8.032.500	8.505.000
<b>Margine di Contribuzione</b>	<b>249.000</b>	<b>357.500</b>	<b>412.500</b>	<b>467.500</b>	<b>495.000</b>
	5,35%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
<b>COSTI AZIENDALI</b>					
Costi personale	0	0	0	0	0
Servizi	72.000	61.000	50.000	50.000	50.000
Godimento beni di terzi	500	2.000	2.000	2.000	2.000
Oneri diversi di gestione	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
<b>Margine Operativo Lordo</b>	<b>175.500</b>	<b>293.500</b>	<b>359.500</b>	<b>414.500</b>	<b>442.000</b>
	3,77%	4,52%	4,79%	4,88%	4,91%

#### 4.4.5 I canali di vendita e operation

L'area di business si sviluppa grazie alle relazioni che si acquisiscono durante le fiere internazionali a cui la società partecipa scegliendone opportunamente clienti target e fornitori target.

Il motivo per cui è possibile gestire la divisione solo con il management è legato sia a questa modalità di approccio (anche i grandi Player hanno un numero molto limitato di persone dedicato a questo tipo di commercio) sia dall'acquisizione delle piattaforme che consentono di automatizzare tutta la catena del valore. Sia i clienti che i fornitori dispongono di dati aggiornati in tempo reale, con listini aggiornati ogni settimana e possibilità di aggiornare direttrici ad hoc qualora fosse necessario. Gestione del rating, possibilità di blocco traffico, alert, adattamento a incrementi esponenziali dei volumi di traffico sono solo alcune delle caratteristiche dei sistemi di cui dispone il management della società per la gestione di questo business.

## 5 L'evoluzione degli investimenti, personale, finanza

### FORECAST GRUPPO TERRA

<i>Ricavi</i>	<i>PREV 2016</i>		<i>PREV 2017</i>		<i>PREV 2018</i>		<i>PREV 2019</i>		<i>PREV 2020</i>	
BU RETAIL (RT)	2.525	18,00%	2.979		3.277	10,00%	3.605	10,00%	3.965	
BU WHOLESALERS (WS)	662	45,00%	959		1.055	10,00%	1.161	10,00%	1.277	
BU E-COMMERCE (EC) & LOGISTIC	10.300	8,74%	11.200		12.222	9,13%	13.249	8,40%	14.301	
BU TECHNICAL SERVICES	1.897	-20,93%	1.500		1.500	0,00%	1.500	0,00%	1.500	
BU PREMIUM (PR)	585	35,00%	789		987	25,00%	1.184	20,00%	1.421	
BU CARRIER-TO-CARRIER (C2C)	4.654	39,66%	6.500		7.500	15,38%	8.500	13,33%	9.000	
<b><i>Ricavi</i></b>	<b>20.622</b>		<b>23.928</b>		<b>26.541</b>		<b>29.198</b>		<b>31.464</b>	
Materie prime	0		0		0		0		0	
Servizi	16.831		19.807		21.969		24.159		26.021	
Godimento beni di terzi	333		434		444		455		465	
<b>Valore Aggiunto</b>	<b>3.458</b>		<b>3.686</b>		<b>4.128</b>		<b>4.585</b>		<b>4.978</b>	
Salari e stipendi	1.772		1.691		1.711		1.732		1.754	
Oneri diversi di gestione	60		60		61		63		64	
<b>Margine Operativo Lordo</b>	<b>1.626</b>		<b>1.935</b>		<b>2.355</b>		<b>2.790</b>		<b>3.160</b>	
<b><i>Margine di Contribuzione</i></b>	<b><i>PREV 2016</i></b>		<b><i>PREV 2017</i></b>		<b><i>PREV 2018</i></b>		<b><i>PREV 2019</i></b>		<b><i>PREV 2020</i></b>	
BU RETAIL (RT)	1.169	46,30%	1.400	47,00%	1.557	47,50%	1.730	48,00%	1.903	48,00%
BU WHOLESALERS (WS)	85	12,90%	125	13,00%	137	13,00%	151	13,00%	166	13,00%
BU E-COMMERCE (EC) & LOGISTIC	1.974	19,16%	2.173	19,40%	2.405	19,68%	2.643	19,95%	2.836	19,83%
BU PREMIUM (PR)	85	14,50%	118	15,00%	153	15,50%	189	16,00%	234	16,50%
BU CARRIER-TO-CARRIER (C2C)	249	5,35%	358	5,50%	413	5,50%	468	5,50%	495	5,50%
<b>Margine di Contribuzione</b>	<b>3.562</b>		<b>4.174</b>		<b>4.664</b>		<b>5.181</b>		<b>5.635</b>	
	<b>19,02%</b>		<b>18,61%</b>		<b>18,62%</b>		<b>18,71%</b>		<b>18,81%</b>	
<b><i>Margine Operativo Lordo</i></b>	<b><i>PREV 2016</i></b>		<b><i>PREV 2017</i></b>		<b><i>PREV 2018</i></b>		<b><i>PREV 2019</i></b>		<b><i>PREV 2020</i></b>	
BU RETAIL (RT)	379	15,01%	527	17,70%	632	19,28%	747	20,72%	860	21,70%
BU WHOLESALERS (WS)	29	4,43%	68	7,10%	80	7,59%	93	8,03%	108	8,44%
BU E-COMMERCE (EC) & LOGISTIC	474	4,60%	550	4,91%	754	6,17%	969	7,32%	1.139	7,94%
BU TECHNICAL SERVICES	522	27,52%	416	27,73%	416	27,73%	416	27,73%	416	27,73%
BU PREMIUM (PR)	47	8,00%	80	10,14%	114	11,57%	150	12,69%	195	13,72%
BU CARRIER-TO-CARRIER (C2C)	176	3,77%	294	4,52%	360	4,79%	415	4,88%	442	4,91%
<b>Margine Operativo Lordo</b>	<b>1.626</b>		<b>1.935</b>		<b>2.355</b>		<b>2.790</b>		<b>3.160</b>	
	<b>7,88%</b>		<b>8,09%</b>		<b>8,87%</b>		<b>9,56%</b>		<b>10,04%</b>	

CONTO ECONOMICO	2016	%	2017	%	2018	%	2019	%	2020	%
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	20.621.800	100,00%	23.927.548	100,00%	26.540.705	100,00%	29.198.143	100,00%	31.463.727	100,00%
Variazioni delle rimanenze	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Altri ricavi e proventi	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
<b>VALORE DELLA PRODUZIONE</b>	<b>20.621.800</b>	<b>100,00%</b>	<b>23.927.548</b>	<b>100,00%</b>	<b>26.540.705</b>	<b>100,00%</b>	<b>29.198.143</b>	<b>100,00%</b>	<b>31.463.727</b>	<b>100,00%</b>
Materie prime sussidiarie di consumo e merci	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Servizi	16.831.285	81,62%	19.806.960	82,78%	21.968.610	82,77%	24.158.958	82,74%	26.021.142	82,70%
Godimento beni di terzi	332.500	1,61%	434.220	1,81%	444.442	1,67%	454.667	1,56%	464.893	1,48%
<b>VALORE AGGIUNTO</b>	<b>3.458.015</b>	<b>16,77%</b>	<b>3.686.368</b>	<b>15,41%</b>	<b>4.127.652</b>	<b>15,55%</b>	<b>4.584.519</b>	<b>15,70%</b>	<b>4.977.691</b>	<b>15,82%</b>
Salari e stipendi	1.772.000	8,59%	1.691.170	7,07%	1.711.157	6,45%	1.732.002	5,93%	1.753.747	5,57%
Oneri diversi di gestione	60.000	0,29%	60.190	0,25%	61.382	0,23%	62.576	0,21%	63.771	0,20%
<b>M.O.L.</b>	<b>1.626.015</b>	<b>7,88%</b>	<b>1.935.008</b>	<b>8,09%</b>	<b>2.355.113</b>	<b>8,87%</b>	<b>2.789.941</b>	<b>9,56%</b>	<b>3.160.173</b>	<b>10,04%</b>
Ammortamenti, svalutazioni e accontamenti	978.524	4,75%	1.101.615	4,60%	1.152.463	4,34%	1.172.885	4,02%	979.097	3,11%
<b>M.O.N.</b>	<b>647.491</b>	<b>3,14%</b>	<b>833.393</b>	<b>3,48%</b>	<b>1.202.650</b>	<b>4,53%</b>	<b>1.617.056</b>	<b>5,54%</b>	<b>2.181.076</b>	<b>6,93%</b>
Altri proventi finanziari	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Oneri finanziari	162.000	0,79%	90.250	0,38%	75.450	0,28%	66.610	0,23%	58.581	0,19%
<b>RISULTATO ORDINARIO</b>	<b>485.491</b>	<b>2,35%</b>	<b>743.143</b>	<b>3,11%</b>	<b>1.127.200</b>	<b>4,25%</b>	<b>1.550.446</b>	<b>5,31%</b>	<b>2.122.495</b>	<b>6,75%</b>
Proventi straordinari	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Oneri straordinari	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
<b>RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE</b>	<b>485.491</b>	<b>2,35%</b>	<b>743.143</b>	<b>3,11%</b>	<b>1.127.200</b>	<b>4,25%</b>	<b>1.550.446</b>	<b>5,31%</b>	<b>2.122.495</b>	<b>6,75%</b>
Imposte nette	148.138	0,72%	194.962	0,81%	296.718	1,12%	410.351	1,41%	567.467	1,80%
Imposte differite	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
<b>RISULTATO D'ESERCIZIO</b>	<b>337.353</b>	<b>1,64%</b>	<b>548.181</b>	<b>2,29%</b>	<b>830.482</b>	<b>3,13%</b>	<b>1.140.095</b>	<b>3,90%</b>	<b>1.555.028</b>	<b>4,94%</b>
<i>di cui: Utile netto di pertinenza di terzi</i>	69.438		89.940		134.436		181.605		224.347	

## 5.1 Consolidato – Elisioni Infragrupo

### 5.1.1 Controllata BCM S.p.A.

La società BCM, al momento dell'acquisto della partecipazione, deteneva un patrimonio netto pari ad euro 764.648 (quindi 70% = euro 535.254).

La capogruppo Terra indica detta partecipazione, nel proprio attivo, per euro 685.000.

Nella rappresentazione la partecipazione della capogruppo Terra è stata elisa per Euro 535.254 con il patrimonio netto della partecipata BCM.

La differenza pari ad euro 149.746 è stata indicata tra immobilizzazioni immateriali come avviamento.

Inoltre, sugli schemi suindicati abbiamo evidenziato a parte il patrimonio netto attribuibile a terzi (30% di BCM); idem il risultato annuo netto di ogni esercizio prodotto dalla stessa azienda.

### 5.1.2 Controllata NEXTA Ltd

La società NEXTA, al momento dell'acquisto della partecipazione, deteneva un patrimonio netto pari ad euro 13.141.

La capogruppo Terra indica detta partecipazione, nel proprio attivo, per euro 2.600.000.

Nella rappresentazione suindicata la partecipazione della capogruppo Terra è stata elisa per Euro 13.141 con il patrimonio netto della partecipata NEXTA.

La differenza pari ad euro 2.586.878 è stata indicata tra immobilizzazioni immateriali come avviamento.

### 5.1.3 Controllata CHEEL srl

La società CHEEL, è stata costituita attraverso l'integrale sottoscrizione del capitale sociale da parte della controllante TERRA SPA.

La capogruppo Terra indica detta partecipazione, nel proprio attivo, per euro 120.000.

Nella rappresentazione suindicata la partecipazione della capogruppo Terra è stata elisa per Euro 120.000 con il capitale sociale della partecipata CHEEL.

## 5.2 Immobilizzazioni - Investimenti e Ammortamenti anni 2016-2020

### 5.2.1 Immobilizzazioni materiali

I prospetti sono stati elaborati tenendo conto di aliquote di ammortamento ordinarie (ridotte della metà nel primo anno di acquisto) secondo il seguente schema:

	Amm.to Civile	Amm.to Fiscale
Macchinari Elettronici-Centrale Telefonica-Macch.altri	12,00%	12,00%
Telefoni cellulari-Macchine d'ufficio-Insegne	20,00%	20,00%
Automezzi	25,00%	25,00%
Infrastruttura di rete (fibra)	5,00%	5,00%
Ponti Radio	18,00%	18,00%
Gruppo Elettrogeno	15,00%	15,00%

Di seguito riportiamo, in dettaglio, le movimentazioni delle principali voci di immobilizzazioni materiali, con indicazione della destinazione degli investimenti pianificati.

La società non ha ritenuto esporre valori per i disinvestimenti in quanto ritiene che ancorchè saranno necessarie sostituzioni per materiali obsoleti queste non avranno alcuna incidenza nei valori contabili.

BENI MATERIALI	2016	2017	2018	2019	2020
Valore di inizio esercizio	752.461	794.477	940.922	1.058.002	1.065.365
Investimenti	118.571	235.000	220.000	120.000	120.000
Disinvestimenti	*	*	*	*	*
Ammortamento	-76.555	-88.555	-102.919	-112.637	-118.443
Valore di fine esercizio	794.477	940.922	1.058.002	1.065.365	1.066.922

\* Dato non rilevante

### 5.2.2 Immobilizzazioni immateriali

I prospetti elaborati sono stati elaborati tenendo conto di aliquote di ammortamento secondo il seguente schema:

	Amm.to Civilistico	Amm.to Fiscale
Costi di impianto/Ricerca e Sviluppo/Migliorie su beni di terzi	20,00%	20,00%
Oneri pluriennali	16,67%	16,67%
Piattaforme Telecomunicazioni e E-Commerce	10,00%	25,00%
Software di Gestione Industriale (Intra)	6,67%	25,00%

BENI IMMATERIALI - AVVIAMENTO per elisione consolidato	2016	2017	2018	2019	2020
Valore di inizio esercizio	2.736.605	2.736.605	2.736.605	2.736.605	2.736.605
Investimenti	0	0	0	0	0
Disinvestimenti	0	0	0	0	0
Ammortamento	0	0	0	0	0
Valore di fine esercizio	2.736.605	2.736.605	2.736.605	2.736.605	2.736.605

BENI IMMATERIALI	2016	2017	2018	2019	2020
Valore di inizio esercizio	5.239.598	5.865.160	5.527.101	4.927.557	4.212.310
Investimenti	1.527.531	675.000	450.000	345.000	210.000
Disinvestimenti	0	0	0	0	0
Ammortamento	-901.969	-1.013.059	-1.049.544	-1.060.248	-860.654
Valore di fine esercizio	5.865.160	5.527.101	4.927.557	4.212.310	3.561.656

Per quanto riguarda gli effetti del consolidamento e la eliminazione prescritta dall'art. 31 comma 2 lettera a) del Dlgs 127/91 il successivo articolo 33 prevede che se l'eliminazione determina una differenza, questa se positiva, è imputata nel bilancio consolidato, ove possibile, agli elementi dell'attivo delle imprese incluse nel consolidamento.

L'importo iscritto nell'attivo è ammortizzato nel periodo previsto dall'art. 2426, n. 6, del codice civile (avviamento).

E' altresì evidente che applicando la tecnica di consolidamento secondo i principi nazionali il patrimonio netto contabile consolidato avrebbe avuto un decremento pari al valore di ammortamento dell'avviamento iscritto in bilancio quale differenza di consolidamento delle società partecipate.

Cionondimeno, ai fini della presente perizia non se ne è tenuto conto poiché non si ritiene che sia significativo ai fini della determinazione del valore finale della stima.

### 5.3. Personale

Di seguito l'evoluzione probabile del personale medio prevista dal Piano Industriale.

PERSONALE	2016	2017	2018	2019	2020
N. Medio Personale	49	47	46	46	46
Costo Unitario Medio	(36)	(36)	(37)	(38)	(38)
Variaz.% Costo Unitario Medio	-0,5%	-0,5%	3,4%	1,2%	1,3%
<b>COSTO TOT. LAVORO</b>	<b>(1.772)</b>	<b>(1.691)</b>	<b>(1.711)</b>	<b>(1.732)</b>	<b>(1.754)</b>
<b>TFR</b>					
Accantonamenti TFR	90	85	86	88	89
(Utilizzo TFR)	0	0	0	0	0
<b>ACC.TO NETTO TFR</b>	<b>90</b>	<b>85</b>	<b>86</b>	<b>88</b>	<b>89</b>

In sostanza il numero dei dipendenti rimane stabile anzi tende a diminuire di 2/3 unità dall'anno 2017.

Il costo complessivo del lavoro segue un andamento costante negli anni di previsione.

## 6 Il business plan 2016-2020

STATO PATRIMONIALE	2016	2017	2018 CONSOLIDATO	2019	2020
Crediti commerciali netti	5.951	6.085	6.314	6.473	6.982
Crediti vari operativi	1.031	1.077	1.062	1.168	1.259
Rimanenze magazzino	0	0	0	0	0
<b>ATTIVITA' OPERATIVE</b>	<b>6.982</b>	<b>7.161</b>	<b>7.376</b>	<b>7.641</b>	<b>8.240</b>
(Debiti commerciali)	(5.424)	(5.728)	(5.957)	(6.115)	(6.573)
(Debiti vari operativi)	(2.578)	(2.393)	(2.123)	(2.190)	(2.202)
<b>(PASSIVITA' OPERATIVE)</b>	<b>(8.002)</b>	<b>(8.121)</b>	<b>(8.080)</b>	<b>(8.305)</b>	<b>(8.775)</b>
<b>CAP. CIRCOLANTE NETTO</b>	<b>(1.020)</b>	<b>(959)</b>	<b>(704)</b>	<b>(664)</b>	<b>(535)</b>
Immobilizzazioni materiali	794	941	1.058	1.065	1.067
Immobilizzazioni immateriali	8.602	8.264	7.664	6.949	6.298
<b>ATTIVO FISSO OPERATIVO</b>	<b>9.396</b>	<b>9.205</b>	<b>8.722</b>	<b>8.014</b>	<b>7.365</b>
(FONDO TFR)	(426)	(512)	(598)	(686)	(774)
<b>CAPITALE INVESTITO NETTO OPERATIVO</b>	<b>7.950</b>	<b>7.734</b>	<b>7.420</b>	<b>6.665</b>	<b>6.056</b>
Altre attività (passività) a ML	(97)	(77)	(57)	(37)	(17)
Credito IVA	0	0	0	0	0
Immobilizzazioni finanziarie nette	19	19	19	19	19
<b>ALTRE ATTIVITA' (passività) TOTALI</b>	<b>(78)</b>	<b>(58)</b>	<b>(38)</b>	<b>(18)</b>	<b>2</b>
<b>CAPITALE INVESTITO NETTO</b>	<b>7.872</b>	<b>7.676</b>	<b>7.382</b>	<b>6.647</b>	<b>6.058</b>
Attività finanziarie "disponibilità liquide"	0	488	1.513	3.138	4.782
oltre Azioni proprie	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
(Passività fin. BT)	(156)	0	0	0	0
(Passività nette fin. ML)	(950)	(850)	(750)	(500)	0
<b>POSIZIONE FINANZIARIA NETTA</b>	<b>(1.106)</b>	<b>(362)</b>	<b>763</b>	<b>2.638</b>	<b>4.782</b>
<b>PATRIMONIO NETTO DEL GRUPPO</b>	<b>6.461</b>	<b>6.919</b>	<b>7.615</b>	<b>8.573</b>	<b>9.904</b>
<b>PATRIMONIO NETTO DI TERZI</b>	<b>306</b>	<b>396</b>	<b>530</b>	<b>712</b>	<b>936</b>

CONTO ECONOMICO	2016	2017	2018	2019	2020
<b>RICAVI NETTI</b>	<b>20.622</b>	<b>23.928</b>	<b>26.541</b>	<b>29.198</b>	<b>31.464</b>
(COSTO DEL VENDUTO)	0	0	0	0	0
(COSTI PER SERVIZI)	(16.831)	(19.807)	(21.969)	(24.159)	(26.021)
(COSTI PER COMM E MKT)	0	0	0	0	0
(PER GODIMENTO BENI DI TERZI)	(333)	(434)	(444)	(455)	(465)
(ONERI DIVERSI DI GESTIONE)	(60)	(60)	(61)	(63)	(64)
<b>(COSTI PROD. E GENERALI)</b>	<b>(17.224)</b>	<b>(20.301)</b>	<b>(22.474)</b>	<b>(24.676)</b>	<b>(26.550)</b>
<b>VALORE AGGIUNTO</b>	<b>3.398</b>	<b>3.626</b>	<b>4.066</b>	<b>4.522</b>	<b>4.914</b>
(Costo del personale)	(1.772)	(1.691)	(1.711)	(1.732)	(1.754)
<b>MARGINE OPERATIVO LORDO (EBITDA)</b>	<b>1.626</b>	<b>1.935</b>	<b>2.355</b>	<b>2.790</b>	<b>3.160</b>
(Ammortamenti materiali)	(77)	(89)	(103)	(113)	(118)
(Ammortamenti immateriali)	(902)	(1.013)	(1.050)	(1.060)	(861)
(Altri Accantonamenti)	0	0	0	0	0
<b>TOTALE AMM.TI E ALTRI ACC.TI</b>	<b>(979)</b>	<b>(1.102)</b>	<b>(1.152)</b>	<b>(1.173)</b>	<b>(979)</b>
<b>REDDITO OPERATIVO (EBIT)</b>	<b>647</b>	<b>833</b>	<b>1.203</b>	<b>1.617</b>	<b>2.181</b>
Proventi finanziari	0	0	0	0	0
(Oneri finanziari)	(162)	(90)	(75)	(67)	(59)
(Interessi passivi M/L)	0	0	0	0	0
(Altri interessi passivi)	0	0	0	0	0
<b>PROV/(ONERI) FIN.NETTI</b>	<b>(162)</b>	<b>(90)</b>	<b>(75)</b>	<b>(67)</b>	<b>(59)</b>
Proventi/(Oneri) Diversi	0	0	0	0	0
<b>UTILE CORRENTE</b>	<b>485</b>	<b>743</b>	<b>1.127</b>	<b>1.550</b>	<b>2.122</b>
Contributi in conto esercizio	0	0	0	0	0
Prov.(oneri)straordinari	0	0	0	0	0
<b>UTILE (PERDITA) ANTE IMPOSTE</b>	<b>485</b>	<b>743</b>	<b>1.127</b>	<b>1.550</b>	<b>2.122</b>
(Imposte correnti)	(148)	(195)	(297)	(410)	(567)
(Imposte differite)	0	0	0	0	0
tax rate	30,5%	26,2%	26,3%	26,5%	26,7%
<b>UTILE NETTO/(PERDITA NETTA) DEL GRUPPO</b>	<b>268</b>	<b>458</b>	<b>696</b>	<b>958</b>	<b>1.331</b>
<b>UTILE NETTO/(PERDITA NETTA) DI TERZI</b>	<b>69</b>	<b>90</b>	<b>134</b>	<b>182</b>	<b>224</b>

FLUSSI DI CASSA	2016	2017	2018	2019	2020
<b>REDDITO OPERATIVO (EBIT)</b>	<b>647</b>	<b>833</b>	<b>1.203</b>	<b>1.617</b>	<b>2.181</b>
(Imposte sul reddito operativo)	(198)	(219)	(317)	(428)	(583)
tax rate	30,5%	26,2%	26,3%	26,5%	26,7%
<b>REDDITO OPERATIVO (EBIT) AL NETTO DI IMP.</b>	<b>450</b>	<b>615</b>	<b>886</b>	<b>1.189</b>	<b>1.598</b>
Ammortamenti materiali	77	89	103	113	118
Ammortamenti immateriali	902	1.013	1.050	1.060	861
Variazione TFR	90	85	86	88	89
<b>CASH FLOW OPERATIVO LORDO</b>	<b>1.518</b>	<b>1.802</b>	<b>2.125</b>	<b>2.449</b>	<b>2.666</b>
(Incremento)/decr.circolante op. netto	536	(61)	(255)	(40)	(129)
(Investimenti in attività materiali)	(119)	(235)	(220)	(120)	(120)
(Investimenti in attività immateriali)	(1.528)	(675)	(450)	(345)	(210)
investimenti no cash					
<b>CASH FLOW OPERATIVO DISPONIBILE</b>	<b>408</b>	<b>831</b>	<b>1.200</b>	<b>1.944</b>	<b>2.207</b>
Proventi (oneri) fin netti	(162)	(90)	(75)	(67)	(59)
Proventi (oneri) diversi e straordinari	0	0	0	0	0
(Imposte su comp.fin./extrag.)	49	24	20	18	16
Variazione altre att./pass.	19	(20)	(20)	(20)	(20)
<b>FLUSSI NETTI ATTIVITA' FIN E DIV.GEST.</b>	<b>(94)</b>	<b>(87)</b>	<b>(76)</b>	<b>(69)</b>	<b>(63)</b>
<b>FLUSSI DI CASSA NETTI</b>	<b>314</b>	<b>744</b>	<b>1.124</b>	<b>1.875</b>	<b>2.144</b>
Acquisto (vendita) azioni proprie	0				
Aumenti (riduzioni di capitale)	0	0	0	0	0
Aumenti CS no cash	0				
Dividendi distribuiti	0	0	0	0	0
<b>VARIAZ. POS. FIN. NETTA</b>	<b>314</b>	<b>744</b>	<b>1.124</b>	<b>1.875</b>	<b>2.144</b>

POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	2016	2017	2018	2019	2020
Attività finanziarie	0	488	1.513	3.138	4.782
- oltre Azioni proprie	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
(Passività fin. BT)	(156)	0	0	0	0
(Passività fin. ML)	(950)	(850)	(750)	(500)	0
<b>POSIZIONE FINANZIARIA NETTA</b>	<b>(1.106)</b>	<b>(361)</b>	<b>763</b>	<b>2.638</b>	<b>4.782</b>
Variazione attività finanziarie	(477)	488	1.024	1.625	1.644
- oltre Azioni proprie	(217)	0	0	0	0
Variazione passività fin. BT	907	156	0	0	0
Rimborsi (accensione) passività fin. ML	100	100	100	250	500
<b>VARIAZIONE PFN</b>	<b>314</b>	<b>744</b>	<b>1.124</b>	<b>1.875</b>	<b>2.144</b>

Di seguito vengono esposti i risultati riclassificati delle analisi dei dati previsionali:

CORTE ECONOMICO DI ANALISI REDDITUALE	2015	%	2016	%	2017	%	2018	%	2019	%	2020	%
<b>Valore della produzione (a)</b>	<b>18.669.245</b>	<b>100%</b>	<b>20.621.800</b>	<b>100%</b>	<b>23.927.548</b>	<b>100%</b>	<b>26.540.705</b>	<b>100%</b>	<b>29.198.143</b>	<b>100%</b>	<b>31.463.727</b>	<b>100%</b>
Costi per materie	24.382	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Costi per servizi	14.954.305	80%	16.531.265	80%	19.506.960	82%	23.858.958	82%	25.721.142	82%	27.521.142	82%
Costi per godimento beni di terzi	702.055	4%	632.900	3%	734.220	3%	754.667	3%	764.893	3%	764.893	2%
Variazione delle rimanenze di materie prime	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Oneri diversi di gestione	74.811	0%	60.000	0%	60.191	0%	62.575	0%	63.772	0%	63.772	0%
<b>Totale costi esterni (b)</b>	<b>15.765.613</b>	<b>84%</b>	<b>17.223.785</b>	<b>83%</b>	<b>20.301.371</b>	<b>85%</b>	<b>22.474.435</b>	<b>85%</b>	<b>24.676.200</b>	<b>85%</b>	<b>26.549.807</b>	<b>84%</b>
<b>Valore aggiunto (a) - (b)</b>	<b>2.903.632</b>	<b>16%</b>	<b>3.398.015</b>	<b>16%</b>	<b>3.626.177</b>	<b>15%</b>	<b>4.066.270</b>	<b>15%</b>	<b>4.521.943</b>	<b>15%</b>	<b>4.913.920</b>	<b>16%</b>
Costi del personale	1.453.617	8%	1.772.000	9%	1.691.170	7%	1.711.157	6%	1.732.002	6%	1.753.747	6%
<b>Margine operativo lordo</b>	<b>1.450.015</b>	<b>8%</b>	<b>1.626.015</b>	<b>8%</b>	<b>1.935.007</b>	<b>8%</b>	<b>2.355.113</b>	<b>9%</b>	<b>2.789.941</b>	<b>10%</b>	<b>3.160.173</b>	<b>10%</b>
Ammortamenti e svalutazioni	956.497	5%	978.524	5%	1.101.614	5%	1.172.865	4%	1.172.865	4%	979.097	3%
Accantonamenti	20.000	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0	0	0%
<b>Totale amm. sval e accantonamenti</b>	<b>989.497</b>	<b>5%</b>	<b>978.524</b>	<b>5%</b>	<b>1.101.614</b>	<b>5%</b>	<b>1.152.463</b>	<b>4%</b>	<b>1.172.865</b>	<b>4%</b>	<b>979.097</b>	<b>3%</b>
<b>Reddito operativo</b>	<b>460.518</b>	<b>2%</b>	<b>647.491</b>	<b>3%</b>	<b>833.393</b>	<b>3%</b>	<b>1.202.650</b>	<b>5%</b>	<b>1.617.056</b>	<b>6%</b>	<b>2.181.076</b>	<b>7%</b>
Risultato dell'area finanziaria	-164.500	-1%	-162.000	-1%	-90.250	-0%	0	0%	-66.610	-0%	-58.581	-0%
Risultato dell'area straordinaria	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Risultato dell'area atipica	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Totale aree non operative	-164.500	-1%	-162.000	-1%	-90.250	-0%	-75.450	-0%	-66.610	-0%	-58.581	-0%
<b>Reddito prima delle imposte</b>	<b>296.018</b>	<b>2%</b>	<b>485.491</b>	<b>2%</b>	<b>743.143</b>	<b>3%</b>	<b>1.127.200</b>	<b>4%</b>	<b>1.550.446</b>	<b>5%</b>	<b>2.122.495</b>	<b>7%</b>
Imposte sul reddito	-132.685	-1%	-148.138	-1%	-194.862	-1%	-296.718	-1%	-410.351	-1%	-567.467	-2%
<b>Risultato d'esercizio</b>	<b>163.333</b>	<b>1%</b>	<b>337.353</b>	<b>2%</b>	<b>548.181</b>	<b>2%</b>	<b>830.482</b>	<b>3%</b>	<b>1.140.095</b>	<b>4%</b>	<b>1.555.028</b>	<b>5%</b>

IMPIEGHI		2015	valori %	2016	valori %	2017	valori %
<b>Attivo immobilizzato</b>	<b>AI</b>	<b>8.987.859</b>	57,49%	<b>9.975.984</b>	60,84%	<b>9.798.414</b>	58,07%
- Immobilizzazioni immateriali		7.976.203	51,02%	8.601.766	52,46%	8.263.707	48,97%
- Immobilizzazioni materiali		752.461	4,81%	794.477	4,85%	940.922	5,58%
- Immobilizzazioni finanziarie		259.195	1,66%	579.741	3,54%	593.785	3,52%
<b>Attivo Circolante lordo</b>	<b>AC</b>	<b>6.646.624</b>	42,51%	<b>6.420.989</b>	39,16%	<b>7.075.464</b>	41,93%
- Disponibilità non liquide	D	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
- Liquidita' differite	Ld	6.169.767	39,46%	6.420.989	39,16%	6.586.305	39,03%
- Liquidita' immediate	li	476.857	3,05%	0	0,00%	489.159	2,90%
<b>TOTALE CAPITALE INVESTITO</b>	<b>K</b>	<b>15.634.483</b>	100,00%	<b>16.396.973</b>	100,00%	<b>16.873.878</b>	100,00%

FONTI		2015	valori %	2016	valori %	2017	valori %
<b>Patrimonio netto</b>	<b>PN</b>	<b>6.428.911</b>	41,12%	<b>6.766.264</b>	41,27%	<b>7.314.445</b>	43,35%
di cui Capitale Sociale	CS	4.650.680	29,75%	4.650.680	28,36%	4.650.680	27,56%
<b>Passività consolidate</b>	<b>Pc</b>	<b>3.055.712</b>	19,54%	<b>3.111.145</b>	18,97%	<b>2.931.630</b>	17,37%
<b>Passività correnti</b>	<b>pb</b>	<b>6.149.860</b>	39,34%	<b>6.519.564</b>	39,76%	<b>6.627.803</b>	39,28%
<b>TOTALE CAPITALE ACQUISITO</b>	<b>K</b>	<b>15.634.483</b>	100,00%	<b>16.396.973</b>	100,00%	<b>16.873.878</b>	100,00%

#### Altri valori significativi:

Capitale permanente	PN+Pc	9.484.623	60,66%	9.877.409	60,24%	10.246.075	60,72%
Capitale di terzi	Pc+pb	9.205.572	58,88%	9.630.709	58,73%	9.559.433	56,65%
Capitale area caratteristica $K_o = K - K_a^* - li$		15.100.007	96,58%	16.378.359	99,89%	16.366.105	96,99%

\* $K_a$  = Capitale investito nell'area atipica

IMPIEGHI		2018	valori %	2019	valori %	2020	valori %
<b>Attivo immobilizzato</b>	<b>AI</b>	<b>9.300.838</b>	52,75%	<b>8.699.251</b>	46,24%	<b>8.140.777</b>	39,89%
- Immobilizzazioni immateriali		7.664.163	43,47%	6.948.915	36,94%	6.298.261	30,86%
- Immobilizzazioni materiali		1.058.002	6,00%	1.065.365	5,66%	1.066.922	5,23%
- Immobilizzazioni finanziarie		578.673	3,28%	684.971	3,64%	775.594	3,80%
<b>Attivo Circolante lordo</b>	<b>AC</b>	<b>8.329.476</b>	47,25%	<b>10.113.185</b>	53,76%	<b>12.266.212</b>	60,11%
- Disponibilità non liquide	D	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
- Liquidita' differite	Ld	6.815.883	38,66%	6.974.504	37,07%	7.483.493	36,67%
- Liquidita' immediate	li	1.513.593	8,59%	3.138.681	16,68%	4.782.719	23,44%
<b>TOTALE CAPITALE INVESTITO</b>	<b>K</b>	<b>17.630.314</b>	100,00%	<b>18.812.436</b>	100,00%	<b>20.406.989</b>	100,00%

FONTI		2018	valori %	2019	valori %	2020	valori %
<b>Patrimonio netto</b>	<b>PN</b>	<b>8.144.927</b>	46,20%	<b>9.285.024</b>	49,36%	<b>10.840.052</b>	53,12%
di cui Capitale Sociale	CS	4.650.680	26,38%	4.650.680	24,72%	4.650.680	22,79%
<b>Passività consolidate</b>	<b>Pc</b>	<b>2.728.049</b>	15,47%	<b>2.612.172</b>	13,89%	<b>2.193.389</b>	10,74%
<b>Passività correnti</b>	<b>pb</b>	<b>6.757.338</b>	38,33%	<b>6.915.240</b>	36,76%	<b>7.373.548</b>	36,44%
<b>TOTALE CAPITALE ACQUISITO</b>	<b>K</b>	<b>17.630.314</b>	100,00%	<b>18.812.436</b>	100,00%	<b>20.406.989</b>	100,00%

#### Altri valori significativi:

Capitale permanente	PN+Pc	10.872.976	61,67%	11.897.196	63,24%	13.033.441	63,85%
Capitale di terzi	Pc+pb	9.485.387	53,80%	9.527.412	50,64%	9.566.937	46,88%
Capitale area caratteristica $K_o = K - K_a^* - li$		16.098.107	91,31%	15.655.141	83,22%	15.605.656	76,47%

\* $K_a$  = Capitale investito nell'area atipica

Indici di composizione			2015	2016	2017	2018	2019	2020
dell'attivo	% Attivo immobilizzato	$\frac{AI}{K}$	0,57	0,61	0,58	0,53	0,46	0,40
	% Liquidità	$\frac{Ld+li}{K}$	0,43	0,39	0,39	0,47	0,54	0,52
del passivo	% Capitale permanente	$\frac{PN+Pc}{K}$	0,61	0,60	0,61	0,62	0,63	0,64
	% Correnti	$\frac{pb}{K}$	0,39	0,40	0,39	0,38	0,37	0,36
	% Capitale proprio	$\frac{PN}{K}$	0,41	0,41	0,43	0,46	0,49	0,53
	% Capitale di terzi	$\frac{Pc+pb}{K}$	0,59	0,59	0,57	0,54	0,51	0,47

4.2.1.	1)	Elasticità degli impieghi	$\frac{AC}{K}$	0,43	0,39	0,42	0,47	0,54	0,60
	2)	Liquidità capitale investito	$\frac{Ld+li}{K}$	0,43	0,39	0,42	0,47	0,54	0,60
4.2.2.	3)	Rigidità dei finanziamenti	$\frac{K}{pb}$	2,54	2,52	2,55	2,61	2,72	2,77
	4)	Grado di indebitamento	$\frac{K}{PN}$	2,43	2,42	2,31	2,16	2,03	1,88
4.2.3.	5)	Solidità patrimoniale	$\frac{PN}{CS}$	1,38	1,45	1,57	1,75	2,00	2,33

Indici di situazione economica			2015	2016	2017	2018	2019	2020
Tasso di redditività del capitale investito nell'area operativa: ROI (Return on Investment)	$\frac{Ro}{Ko}$		3,05%	3,95%	5,09%	7,47%	10,33%	13,98%
Tasso di redditività del capitale proprio: ROE (Return on Equity)	$\frac{Rn}{PN}$		2,54%	4,99%	7,49%	10,20%	12,28%	14,35%
Indice di economicità delle vendite: ROS (Return on Sales)	$\frac{Ro}{Rv}$		2,58%	3,27%	3,53%	4,57%	5,58%	6,97%
Tasso di rotazione del capitale investito nell'area operativa:	$\frac{Rv}{Ko}$		1,18	1,21	1,44	1,64	1,85	2,01

## 7 Scopo e metodologie di valutazione

### 7.1 Scopo

Il quesito di stima consiste nella richiesta di conoscere il più probabile valore di mercato del patrimonio aziendale, tenendo conto:

- delle condizioni accertate sul rispettivo mercato;
- della condizione pregiudiziale circa la permanenza delle situazioni in atto relativamente alla combinazione dei fattori di produzione e, specificatamente, alle prospettive;
- dello stato giuridico in cui si trova la società e dei vincoli in atto.

### 7.2 Configurazione di valore (basis of value)

La configurazione di valore è definita dall'articolo 2343 ter, comma 2, lettera b) del codice civile. Al riguardo è utile considerare il dettato dei primi due commi dell'articolo che recitano:

“[1] Nel caso di conferimento di valori mobiliari ovvero di strumenti del mercato monetario non è richiesta la relazione di cui all'articolo 2343, primo comma, se il valore ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo è pari o inferiore al prezzo medio ponderato al quale sono stati negoziati su uno o più mercati regolamentati nei sei mesi precedenti il conferimento;

Fuori dai casi in cui è applicabile il primo comma, non è altresì richiesta la relazione di cui all'art. 2343, primo comma, qualora il valore attribuito, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, ai beni in natura o crediti conferiti sia pari o inferiore;

a) al fair value iscritto nel bilancio dell'esercizio precedente quello nel quale è effettuato il conferimento a condizione che il bilancio sia sottoposto a revisione legale e la relazione del revisore non esprima rilievi in ordine alla valutazione dei beni oggetto del conferimento, ovvero;

b) al valore risultante da una valutazione riferita ad una data precedente di non oltre sei mesi il conferimento e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento, a condizione che essa provenga da un esperto indipendente da chi effettua il conferimento, dalla società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla società medesima, dotato di adeguata e comprovata professionalità”.

Dal dettato dell'articolo si desume che la configurazione di valore di riferimento è: il fair value dei principi contabili (IAS/IFRS e ripreso negli ITA Gaap) ovvero il valore di perizia, che, per coerenza, non può essere significativamente diverso dal valore di mercato (ovvero il market value) dei beni oggetto di conferimento (nel nostro caso il 100% delle azioni di Terra) considerati separatamente rispetto alla conferitaria (ovvero stand alone).

Il Fair value è definito dai principi contabili internazionali IFRS 13 come “il prezzo che si percepirebbe per la vendita di un'attività ovvero che si pagherebbe per il trasferimento di una passività in una regolare operazione tra operatori di mercato alla data di valutazione....”.

Come rilevato anche nel principio di valutazione internazionale IVS 300 Valuation for Financial Reporting, la definizione di fair value dell'IFRS 13 è generalmente coerente con la definizione di valore di mercato (Market Value) degli IVS. Ciò detto esistono delle differenze, fra cui è opportuno segnalare (elenco non esaustivo):

*Exit price.* Il fair value IFRS 13 è un prezzo di vendita (exit price) mentre il valore di mercato si riferisce ad un più generico prezzo di scambio, assumendo che entry price ed exit price siano i medesimi;

*Unit of account.* Ci possono essere differenze nella unità di valutazione rilevante per la stima del fair value a fini contabili e l'aggregato di riferimento a fini della stima del valore di mercato;

*Blockage.* Il fair value IFRS 13 impedisce l'uso di premi o sconti che riflettono la dimensione del pacchetto azionario di riferimento per tener conto della loro diversa liquidità e o marketability. Il valore di mercato non proibisce di considerare questi profili.

*Restrictions.* L'IFRS 13 impone di considerare solo le eventuali restrizioni che attengono alla specifica attività (intrinseche all'attività e trasferibili con essa) e non invece restrizioni che possono riguardare i contraenti e non l'attività in sé. Ancora una volta il valore di mercato non proibisce di considerare tali profili.

### **7.3 I principi e criteri generalmente riconosciuti di riferimento.**

I principi e criteri generalmente riconosciuti sono rappresentati in primis dai principi di valutazione internazionali (IVS-International Valuation Standards, edizione 2013) i quali definiscono il valore di mercato (market value) come segue:

“.. Il valore di mercato è l'importo stimato al quale un'attività o una passività dovrebbero scambiarsi alla data di valutazione tra un acquirente e un venditore disponibili in un'operazione a condizioni di mercato , dopo un'adeguata strategia di vendita e in cui le parti hanno agito con cognizione di causa, con prudenza e senza costrizioni ...”

Scopo della stima è evitare che, attraverso una sopravvalutazione dei beni conferiti, il patrimonio della società conferitaria risulti artificialmente incrementato.

Pertanto la stima deve essere ispirata a principi di prudenza.

Va naturalmente considerata anche la sostanza economica dell'Offerta, che rappresenta un'acquisizione della totalità delle azioni di Terra.

In letteratura è noto che: “Quando il conferimento ha per beneficiaria una società preesistente, il carattere prudenziale della valutazione deve essere temperato con l'equilibrio fra le posizioni delle parti”, nel senso che il conferimento avviene al prezzo offerto dall'acquirente, prezzo che deve rappresentare un'adeguata contropartita per i soggetti potenziali conferenti (gli azionisti Terra) pena la non adesione all'offerta.

Pertanto se è generalmente accettato che le stime ai fini di conferimento debbano essere composte con prudenza badando soprattutto all'accertamento dei valori in atto e limitando ai casi di maggiore concretezza il riconoscimento di componenti di valore potenziale, occorre altresì considerare che la prudenza deve tenere conto che il conferimento avviene solo se il prezzo è giudicato conveniente da entrambe le parti (offerente/conferitaria e azionisti di Terra/conferenti).

Pertanto la prudenza deve essere intesa come la verifica che il prezzo riconosciuto nell'Offerta sia un prezzo da questa recuperabile a prescindere dai benefici che potranno risultare dall'integrazione.

In altre parole, la prudenza in questo caso consiste proprio nell'escludere i benefici che la conferitaria potrà realizzare a seguito dell'integrazione, limitandosi a verificare che il prezzo in parola (che corrisponde al valore di conferimento) esprima un valore recuperabile per un qualsiasi altro partecipante al mercato che acquisisse la totalità delle azioni di Terra.

## 7.4 Prospettiva di valutazione.

La prospettiva di valutazione è quella dell'emittente (le azioni oggetto di possibile conferimento, cioè Terra) in funzionamento e stand alone ed esclude pertanto le sinergie specifiche realizzabili da CHL attraverso l'integrazione. La valutazione esprime il valore della totalità delle azioni di TERRA nella prospettiva di un partecipante al mercato che ne acquisisca il controllo.

Tutto ciò premesso occorre altresì chiarire che:

la presente relazione di stima non è finalizzata ad esprimere:

- alcun giudizio sul valore delle azioni di CHL;
- alcun giudizio sulla congruità del corrispettivo;
- alcun giudizio sulla congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni di CHL;
- alcuna raccomandazione ad aderire o meno all'Offerta di scambio;
- la presente relazione stima non può essere utilizzata per finalità diverse da quelle che hanno motivato l'incarico che è stato affidato agli scriventi.

Il termine "partecipante al mercato" in questa relazione fa sempre riferimento alla definizione degli IVS. I paragrafi 18 e 19 del Framework degli IVS, così si riferiscono ai partecipanti al mercato:

"...società o altri organismi che si occupano di transazioni reali o che stanno completando una transazione per un particolare tipo di attività .....

i risultati della presente relazione non possono essere considerati in forma parziale, ovvero enucleati dalla presente relazione, il cui scopo è quello di fornire, ai sensi dell'art. 2343-ter del Codice Civile, la stima del valore del 100% delle azioni di TERRA S.p.A. oggetto dell'Offerta.

## 7.5 I profili peculiari della valutazione

La valutazione si è fondata esclusivamente su informazione di fonte TERRA (report, piano industriale, business plan pluriennale per gli anni 2016 / 2020, bilanci approvati, situazioni contabili approvate).

Alla data di svolgimento della valutazione TERRA ha reso disponibile un bilancio consolidato con le partecipate NEXTA ed BCM completo al 30.06.2016 di TERRA S.p.A.; il Cda di Terra nella riunione del 25 ottobre 2016 ha approvato il piano industriale 2016/2020 mentre in data 25 settembre 2016 il bilancio consolidato del Gruppo alla data del 30 giugno 2016; il bilancio consolidato al 30 giugno 2016 è stato oggetto di certificazione da parte della società di revisione BDO.

In conseguenza la valutazione ha tenuto conto dei dati riportati nel bilancio consolidati relativo all'esercizio 2015, aggiornati con quelli esistenti e resi disponibili con il bilancio consolidato del gruppo alla data del 30 giugno 2016 e si è basata, inoltre sui piani strategici e previsionali predisposti ed approvati dal Cda della società.

Si precisa che tali dati e informazioni, sono stati da noi assunti ai fini della valutazione e quindi verranno di seguito analizzati nel dettaglio in quanto rappresentano la base della relazione, ma il giudizio espresso non riguarderà la loro congruità, correttezza completezza e validazione.

## 7.6 Le principali difficoltà incontrate nella valutazione

Le principali difficoltà incontrate nella valutazione attengono ai seguenti punti:

- la società Terra Spa ha completato nel corso del 2015 alcune Merger & Acquisition.

Si tratta di interventi strategici e complessi che secondo le strategie aziendali rappresentano uno strumento indispensabile per attivare i processi di crescita della società e il presupposto per lo sviluppo della crescita dei ricavi, destinati quindi a provocare modificazioni permanenti sulla struttura aziendale.

La presente relazione ha tenuto conto dei fatti aziendali e delle operazioni dell'intero gruppo.

Come già accennato il bilancio intermedio alla data di riferimento e in particolare il bilancio consolidato certificato dalla BDO è stato utilizzato per la verifica della consistenza del patrimonio e della posizione finanziaria netta del gruppo (TERRA SPA + BCM Spa + NEXTA LTD), il bilancio intermedio al 30 giugno 2016 è stato approvato dal CDA in data 25/09/2016, senza rilievi da parte dell'organo di controllo.

La ridotta comparabilità con altre società che operano nel settore in quanto anche per effetto delle M&A la struttura dei ricavi di Terra nel corso del 2015 e del 2016 e nelle proiezioni si è sostanzialmente modificata a vantaggio di una diversificazione complessiva abbastanza unica nel settore TLC e/o autotrasporti.

Trattandosi di società non quotata si evidenzia la ridotta comparabilità delle transazioni aventi per oggetto società operanti nel settore di Terra.

Gli indici dei settori in cui la società sviluppa i suoi business, sono stati scelti tra quelli calcolati e pubblicati dal Prof. A. Damodaran per l'Europa e sono stati utilizzati per il raffronto con alcuni indici degli specifici settori.

## 7.7 Metodologie

Per l'esecuzione del quesito di stima, si possono utilizzare varie metodologie di riconosciuta validità a livello internazionale, che si differenziano tra loro in quanto pongono l'attenzione su aspetti diversi dell'azienda da valutare.

Essi, inoltre, seppure corretti sotto il profilo concettuale, presentano problemi peculiari nella loro applicazione pratica, derivanti dalla corretta identificazione delle variabili essenziali delle formule applicabili.

Per questo motivo, i metodi di valutazione dovranno essere opportunamente scelti, a seconda delle caratteristiche dell'azienda da valutare, nonché delle finalità della valutazione stessa.

Seguendo i criteri normalmente utilizzati per queste fattispecie, si è scelto di adottare per il caso in questione, i seguenti criteri comunemente proposti dalla dottrina e dalla prassi professionale prevalente, e cioè:

- il Metodo finanziario, così detto "DCF" nella versione asset side;
- il Metodo dei Multipli.

Riteniamo che il mix tra le diverse valutazioni, sia in grado di meglio cogliere il "corretto fair value" di una società come Terra spa caratterizzata da alcune particolarità (garanzia dei flussi di cassa dovuta alla diversificazione delle attività e alle economie di miglioramento della redditività all'aumento dei volumi, oltre che al management quality, azionisti manager, posizionamento strategico rispetto all'andamento del mercato di riferimento, investimenti effettuati e coperti in larga parte da capitale proprio, basso grado di debt, etc.)

## 7.8 IL MODELLO DCF (Discounted Cash Flows - Flussi di Cassa Operativi Netti)

I risultati dell'applicazione del modello DCF ai fini del calcolo dell'equity value di una società sono, come noto, funzione delle stime.

Oltre al valore dell'equity ciò che assume rilevanza, ai fini della comparabilità dei risultati, è la qualità degli stessi, a sua volta funzione di numerose variabili, tra le quali la visibilità del business che nel caso di Terra ci consente di poter allungare l'orizzonte temporale fino al 2020 anno in cui si ritiene che tutte le BU andranno a regime per quanto riguarda la capacità di generare ricavi.

In altri termini il periodo delle previsioni esplicite coincide con il tempo necessario affinché l'impresa raggiunga il suo equilibrio competitivo rispetto alle azioni di investimento e di aggregazione già attuate.

Secondo il MODELLO DCF il valore di un'impresa dipende dalla sua capacità di generare flussi di cassa, che, a sua volta, dipende (1) dallo spread tra il rendimento e il costo del capitale impiegato, (2) dalla durata di tale spread (3) nonché dalla crescita a lungo termine.

Questo approccio alla valutazione, che è basato sui flussi monetari operativi al netto dell'effetto fiscale (flussi di cassa operativi netti), scontati al costo-opportunità del capitale impiegato, corrispondente al costo medio ponderato (WACC), comprendente anche il costo implicito del capitale proprio.

Esso permette di determinare il valore del capitale operativo dell'intero capitale investito netto (Assets Value = Valore del Capitale Proprio e Valore del Debito Finanziario).

Il valore del capitale proprio (Equity Value) viene poi ottenuto sottraendo dall'Assets Value il valore di mercato del debito finanziario alla data della valutazione.

Con questo approccio ciò che viene, dunque, valorizzato, attraverso l'utilizzo del WACC e dei flussi di cassa al lordo degli oneri finanziari, è l'intero capitale operativo.

Sotto il profilo della razionalità, la metodologia dei flussi di cassa pare, infatti, essere la più coerente con la strategia di Terra che ha effettuato proprio nei mesi di luglio / agosto e settembre 2015 le acquisizioni di cui si è già parlato nei capitoli precedenti e in conseguenza ha predisposto un dettagliato e approfondito Piano Industriale sia per la parte qualitativa che quantitativa; pertanto si ritiene che la presente valutazione occorra considerare l'impresa in funzionamento come un investimento il cui valore dipende dai flussi monetari che esso è atteso produrre nel futuro.

Secondo gli scriventi valutatori è del tutto congruo tentare di ricavare delle proiezioni sulla dinamica delle principali variabili che condizionano i flussi di cassa attesi: investimenti, volumi, mix, prezzi, efficienze, diversificazioni, economie di volume ecc..

Questo convincimento si basa sulla constatazione che l'impresa, nel momento in cui viene effettuata la valutazione, sta vivendo un certo disegno strategico che qualifica la sua sostanza economica e da cui deriva il suo valore per il generico investitore.

## 7.9 La prospettiva della valutazione

Per arrivare a definire quale valore ricercare, è necessario premettere la distinzione tra prezzo e valore.

Per valore si intende la quantità di moneta che può ritenersi equivalente al bene impresa oggetto di trasferimento, determinata sulla base del giudizio espresso dal valutatore.

Altra cosa è il prezzo, che è, invece, un dato di fatto, che si forma all'incrocio tra domanda e offerta.

Il valore è basato su delle condizioni oggettive dell'impresa e costituisce la base di riferimento per la negoziazione del prezzo, il quale è fondato anche su delle condizioni soggettive, quali gli interessi extra-economici delle parti interessate, la forza contrattuale e la capacità di negoziazione.

La nozione di valore attorno la quale ruota il contenuto di questo lavoro è, dunque, quella di valore economico o valore stand alone.

Si tratta del valore che può essere attribuito ad una impresa nelle sue attuali condizioni di gestione.

E che, perciò astrae concretamente dalle convenienze e dalle forze contrattuali di dati contraenti.

È, dunque, indubitabile che la prospettiva da cui muovere nella valutazione del capitale d'impresa sia quella del generico investitore, che guarda all'azienda in sé, con i suoi prodotti, i suoi mercati e le sue strategie, puntando a stimare un valore generale.

## 7.10 Il procedimento di valutazione

Come supporti all'elaborazione di una ipotesi di gestione prudentiale, gli scriventi valutatori dispongono dei documenti, dei dati e delle informazioni indicati nelle premesse e nelle precedenti pagine.

L'elaborazione delle stime concerne, prima di tutto, gli aggregati economici e patrimoniali, identificati nell'ambito dell'analisi dei risultati storici come generatori di redditività operativa e di valore.

## 7.11 I ricavi di vendita ed i costi ed oneri della gestione

Le previsioni hanno ad oggetto l'evoluzione dell'intero assetto economico, finanziario e patrimoniale.

Il punto di partenza delle previsioni sono i ricavi di vendita la cui composizione è stata analizzata per ogni area strategica o BU tenendo conto dell'importante tasso di crescita che le caratterizzano.

Per i dettagli del piano si rimanda a quanto già esposto in precedenza e che qui si riassume:

- per quanto riguarda gli anni da 2016 a 2020 i dati sono quelli forniti con il Piano Industriale predisposto da Terra

## 7.12 Posizione finanziaria netta

Si può calcolare la Posizione Finanziaria Netta, alla data di riferimento, calcolata come somma algebrica delle poste di debito e credito relative ai flussi di natura finanziaria. Nel caso di specie si sottolinea che la società ha limitato, e intende limitarlo per il futuro, il ricorso a forme di finanziamento esterne potendo contare su un consistente valore di patrimonio netto destinato ad incrementarsi nel tempo per effetto della politica di autofinanziamento che la società dichiara di adottare. Quindi la posizione finanziaria di partenza al 30 giugno 2016 pari a euro (-1.686 x 1.000) è destinata a migliorare con la gestione e conseguentemente il reddito prodotto destinato a remunerare esclusivamente il capitale proprio.

## 7.13 Il WACC (Weighted Average Cost of Capital)

Il costo medio ponderato del capitale, o WACC (Weighted Average Cost of Capital), è inteso come il costo che l'azienda deve sostenere per raccogliere risorse finanziarie presso soci e terzi finanziatori.

Si tratta di una media ponderata tra il costo del capitale proprio ed il costo del debito, con "pesi" rappresentati dai mezzi propri e dai debiti finanziari complessivi. La formula è la seguente:

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

dove:

WACC = Weighted Average Cost of Capital

$K_e$  = costo del capitale proprio

E = patrimonio netto (*Equity*)

D = indebitamento (*Debt*)

$K_i$  = costo dell'indebitamento

t = aliquota fiscale sulle imposte sui redditi

$V = D + E$

Il **tasso risk free** è quello calcolato come media dei titoli pubblici degli ultimi sei mesi con i dati pubblicati da Banca d'Italia (Rendistato anno 2016) per fasce di vita residua da 8 anni e 7 mesi a 12 anni e 6 mesi e porta ad un valore di 1,44%.

Il **premio per il rischio di mercato** è quello calcolato dal Prof. A. Damodaran per l'Italia ed è pari a 9,25% aggiornato al luglio 2016 al quale si aggiunge un + 2,5% a fronte dell'ulteriore "**premio per il rischio addizionale**" per coprire il rischio "per le ridotte dimensioni".

I valori dei coefficienti **Beta**, determinati in base ai dati di mercato, sono influenzati:

- sia dal rischio operativo, costituito dalla variabilità della redditività operativa, a sua volta dipendente dal sistema "prezzi/volume/costi operativi/capitale investito",
- che dal rischio finanziario, costituito dalla maggiore variabilità della redditività del capitale proprio, a carico dei soci/investitori, conseguente al grado di indebitamento finanziario dell'impresa.

In alternativa al Beta di una o più società comparabile, ci si può riferire al Beta medio di settore: i Beta di settore sono normalmente più stabili ed affidabili di quelli delle singole imprese, in quanto gli errori, se ve ne sono, tendono nella media ad elidersi.

Per il calcolo del coefficiente di rischio "unlevered beta" trattandosi di impresa non quotata si sono rilevati i beta unlevered pubblicati nel sito Damodaran e riferiti ai settori in cui la società opera e precisamente:

SETTORE	Beta unlevered
Telecom. Services	0,66
Software (System & Application)	0,89
Trasportation	0,85

assumendo quale parametro di riferimento quello più alto in considerazione delle ridotte dimensioni della società. Per quanto riguarda il **tasso g (crescita)** si è optato per un tasso pari all'inflazione programmata 2016 (DEF Aggiornamento 2016) pari allo 0,9%.

Il **tasso debt** è stato considerato quello applicato in sede di stipula di un contratto finanziario in via di definizione, pertanto il valore assunto è pari al 6,5%.

<b>WACC = <math>k_e E/V + K_i (1-t) D/V =</math></b>	<b>10,3980%</b>
<b><math>K_e = r_f + (r_m - r_f) B =</math></b>	<b>11,8975%</b>
$r_f =$	1,44%
Equity Risk Premium - total	11,75%
$B = \text{Beta} =$	0,89
<b><math>K_i =</math></b>	<b>6,50%</b>
$t =$	28%
$E/V =$	79%
$D/V =$	21%
$D/E =$	0,26
$g = \text{Growth Perpetuity Rate on TV FCF}$	0,90%
<b>WACC - g =</b>	<b>9,4980%</b>

Ne risulta un **WACC 10,398 %** e un **WACC - g pari a 9,498%** considerando un tasso di crescita pari all'inflazione stimata.

## 7.14 Il modello DCF

DCF CON TV = (WACC - g)	2016	2017	2018	2019	2020	TV
<b>Margine operativo lordo (EBITDA)</b>	<b>1.626</b>	<b>1.935</b>	<b>2.355</b>	<b>2.790</b>	<b>3.160</b>	
Ammortamenti materiali	-77	-89	-103	-113	-118	
Ammortamenti immateriali	-902	-1.013	-1.050	-1.060	-861	
altri accantonamenti	0	0	0	0	0	
<b>Reddito Operativo (EBIT)</b>	<b>647</b>	<b>833</b>	<b>1.203</b>	<b>1.617</b>	<b>2.181</b>	
- Imposte su EBIT	-198	-219	-317	-428	-583	
<b>Flusso di circolante gestione caratteristica</b>	<b>450</b>	<b>615</b>	<b>886</b>	<b>1.189</b>	<b>1.598</b>	
Ammortamenti materiali	77	89	103	113	118	
Ammortamenti immateriali	902	1.013	1.050	1.060	861	
Variazione TFR	90	85	86	88	89	
Variazione capitale circolante netto	536	-61	-255	-40	-129	
Investimenti tecnici	-119	-235	-220	-120	-120	
Attività immateriali	-1.528	-675	-450	-345	-210	
<b>Cash Flow operativo (FCF)</b>	<b>408</b>	<b>831</b>	<b>1.200</b>	<b>1.944</b>	<b>2.207</b>	
Terminal Value = FCF (18-19-20/3) / (WACC - g) =						18.780
Discounted FCF	388	716	937	1.375	1.414	12.033
Cumulated Discounted FCF	388	1.105	2.042	3.417	4.831	16.864

ENTERPRISE VALUE	16.864
------------------	--------

PFN	-1.686
-----	--------

VALORE DELL'AZIENDA (EQUITY VALUE)	15.178
------------------------------------	--------

Il valore dei flussi adottato per il calcolo del Terminal Value è pari alla media degli ultimi tre anni di previsioni esplicitate ed è pari ad euro 1.783 x 1.000.

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime, ne risulta un equity value di 15.178 x 1.000.

## 7.15 Il modello dei multipli

Inizialmente utilizzati come semplici strumenti di controllo e applicati a guisa di raffronto e conferma rispetto a precedenti valutazioni effettuate con criteri tradizionali (patrimoniali e reddituali), i metodi fondati sui multipli, hanno assunto, nel tempo, sempre maggiore rilievo tanto da essere utilizzati direttamente e principalmente nelle procedure di stima. I metodi di valutazione relativa (o metodi dei multipli) fondano la loro essenza sull'utilizzo di moltiplicatori (rappresentati numericamente da rapporti

matematici), i cui elementi costitutivi (i numeratori) sono specificamente individuati a priori e acquisiti direttamente dal mercato.

Assunti a importante metodo con qualche ritardo e una certa dose di moderazione in Europa rispetto al mondo anglosassone, dovuta al fatto che i moltiplicatori traggono origine da valori tendenzialmente certi, ovvero risultanti da listini o transazioni effettivamente avvenute e relative ad aziende omogenee del tutto simili alla realtà economica oggetto della stima. La scelta delle stesse aziende comparabili non può essere frutto di arbitrarie considerazioni (forzature) che potrebbero finire anche con l'invalidare tutto il processo valutativo. Pertanto, per il nostro caso, la scelta delle aziende di riferimento è stata effettuata con la massima attenzione. Ricercando la misura più adeguata abbiamo preso in considerazione il seguente campione, rappresentato dai multipli di settore calcolati dal Prof. Damodaran per l'Europa per i settori in cui Terra opera e aggiornati al gennaio 2016:

Si è proceduto ad effettuare una ponderazione sulla base dei fatturati per ogni ASA del gruppo Terra.

TLC - Retail-Wholesale-Premium (70%)	<p>Rivendita, al dettaglio e all'ingrosso, di telefonia, internet a banda larga e servizi di telecomunicazione a valore aggiunto (899-895-800- 178-199- ecc...)</p> <p>Fanno parte della BU Telecomunicazioni</p> <p>Per questo motivo riteniamo comparabile il multiplo della cat. Telecom Services poiché contiene al suo interno aziende come Telecom Italia o altri operatori telefonici simili</p>
IT - Tecnical Services (30%)	<p>Progettazione, implementazione e rivendita di applicativi software destinati sia all'ambito delle telecomunicazioni che dei gestionali aziendali (esempio piattaforma per la gestione di call center; gestionali aziendali (intra))</p> <p>Fanno parte della BU Telecomunicazioni</p> <p>Per questo motivo riteniamo comparabile il multiplo della cat. Software (System &amp; Application) poiché contiene al suo interno aziende come Sap , Call Center Tools o altri simili)</p>
Logistica & Trasporti	<p>Attività di trasporto di merci e relativo stoccaggio delle stesse</p> <p>Fanno parte della BU Logistica &amp; E-Commerce</p> <p>Per questo motivo riteniamo comparabile il multiplo della cat. Transportation poiché contiene al suo interno aziende come TNT Express</p>
E-Commerce	<p>Attività di vendita on-line di servizi di spedizioni attraverso la piattaforma software proprietaria</p> <p>Fanno parte della BU Logistica &amp; E-Commerce</p> <p>Per questo motivo riteniamo comparabile il multiplo della cat. Software (System &amp; Application) poiché trattasi di piattaforma software per la gestione e triangolazione delle spedizioni</p>
Carrier to Carrier	<p>Rivendita, all'ingrosso (carrier internazionali), di traffico telefonico</p> <p>Fanno parte della BU Carrier to Carrier</p> <p>Per questo motivo riteniamo comparabile il multiplo della cat. Telecom Services</p>

Fatte queste premesse si è calcolata l'incidenza di ogni singola ASA sul ebitda del gruppo.

	PREVISIONE EBITDA anno 2016	Incidenza Ebitda su gruppo
TLC - Retail-Wholesale-Premium (70%)	683.903	42,06%
IT - Tecnical Services (30%)	293.101	18,03%
Logistica & Trasporti	401.360	24,68%
E-Commerce	72.150	4,44%
Carrier to Carrier	175.500	10,79%
<b>GRUPPO TERRA</b>	<b>1.626.015</b>	<b>100,00%</b>

A questo punto si sono applicati i risultati e si è ottenuta la ponderazione

MULTIPLI DI SETTORE PONDERATI		
Industry Name	EV/EBITDA	EV/EBITDA ponderati su Terra
Telecom. Services	7,23	3,04
Software (System & Application)	14,10	2,54
Trasportation	9,26	2,29
Software (System & Application)	14,10	0,63
Telecom. Services	7,23	0,78
		9,27

Si ottiene un valore pari ad  $9,27 \times 1.626.015 = 15.080.125$  euro, al quale va sottratta la posizione netta (1.686.000) come già calcolata in precedenza per definire un valore di euro 13.394.125 di Equity Value.

## 7.16 Equity value

Considerata la validità di ambedue le metodologie di stima utilizzate, per il calcolo del Equity Value definitivo, abbiamo effettuato una media aritmetica semplice tra il valore ottenuto con il DCF e il valore ottenuto con il metodo dei multipli attribuendo un peso paritetico alle diverse metodologie.

Multipli	13.394.125,20
DCF	15.178.000,00
Media	14.286.062,60

## Conclusioni

I sottoscritti pertanto, attestano che il valore complessivo delle azioni di Terra s.p.a. risulta arrotondato ad **€ 14.286.000** (quattordicimilioniduecentoottantaseimila) e pertanto il valore come sopra attribuito, non potrà essere superiore al valore nominale di eventuali azioni che dovessero essere emesse relativamente al detto importo.

Si ritiene che le semplificazioni di calcolo e le approssimazioni non influenzino significativamente il risultato ottenuto.

Gli accadimenti a noi resi noti dopo la data del 30.06.2016 non possono influenzare il lavoro effettuato, pertanto quanto contenuto nella presente relazione rappresenta la nostra opinione in merito.

Arezzo, 28 ottobre 2016

Elenco allegati:

- bilancio al 30.06.2016 Terra S.p.a.
- relazione della società di revisione BDO

I sottoscritti Periti  
Prof. Roberto Giacinti



Prof. Carlo Luigi Lubello

