



**Tassullo Materiali**

Analisi dei flussi di cassa derivanti dalla  
Galleria Rio Maggiore

## Contatti

### Jacopo Barontini

Partner

Office tel: 0283325006

Mobile tel: 3488898410

Email: jbarontini@deloitte.it

### Luca Santa Maria

Director

Office tel: 0283325067

Mobile tel: 3463221299

Email: lsantamaria@deloitte.it

# Deloitte.

Spettabile

Tassullo Materiali S.p.A.

Via Nazionale 157

Tassullo (TN)

## Analisi dei flussi di cassa derivanti dalla Galleria Rio Maggiore (1/2)

24 gennaio 2017

Gentili Signori,

con riferimento alla nostra lettera di incarico datata 7 aprile 2015, e alle successive richieste presentate dalla Curatela Fallimentare («Committente») di Tassullo Materiali S.p.A. (di seguito, «Tassullo» o la «Società»), Vi presentiamo il nostro documento di analisi dei flussi di cassa relativi alla galleria di Rio Maggiore (di seguito «Documento»).

Il presente documento («Documento») è stato predisposto sulla base delle informazioni e indicazioni fornite dalla Direzione aziendale di Tassullo Materiali S.p.A. (di seguito, anche «Tassullo Materiali», o anche «Società»), e con il supporto metodologico di Deloitte Financial Advisory S.r.l. (di seguito, anche «Deloitte»).

Il Documento è stato predisposto sulla base delle informazioni fornite dalla Società. Le informazioni finanziarie o di altro genere contenute del Documento non sono state da noi assoggettate a procedure di controllo o verifica. Di conseguenza, non assumiamo alcuna responsabilità in merito all'accuratezza e completezza delle informazioni incluse del Documento, se non dove altrimenti specificato.

Il nostro intervento è stato completato in data 15 gennaio 2017 e pertanto il nostro Documento non include eventuali aggiornamenti per eventi verificatisi successivamente a tale data.

Le assunzioni su cui si basa e il contenuto del Documento sono di esclusiva responsabilità della Direzione della Società. Deloitte ha svolto una attività di supporto metodologico, i cui termini e le cui estensioni sono riportate nella citata lettera di incarico. In generale, le attività di Deloitte non hanno riguardato la verifica di merito circa la fattibilità tecnica o commerciale, l'adeguatezza della struttura finanziaria od altre strutture ipotizzate, e la conformità delle previsioni finanziarie a qualsivoglia legislazione inerente la Società.

E' esclusa dall'incarico di Deloitte ogni verifica sulla ragionevolezza e/o completezza delle assunzioni e/o delle proiezioni contenute nelle previsioni finanziarie. Pertanto, Deloitte non ha espresso alcuna opinione od altra forma di garanzia relativamente all'accuratezza, alla ragionevolezza e alla completezza di tali informazioni. Gli eventuali terzi che dovessero confidare su tali dati previsionali dovranno procedere autonomamente alle necessarie verifiche e indagini, come ritengano più opportuno.

Deloitte Financial Advisory  
S.r.l.

Via Tortona, 25

Milano 20144

Italia

Tel: +39 02 833 25111

www.deloitte.it



## Contatti

### Jacopo Barontini

Partner

Office tel: 0283325006

Mobile tel: 3488898410

Email: jbarontini@deloitte.it

### Luca Santa Maria

Director

Office tel: 0283325067

Mobile tel: 3463221299

Email: lsantamaria@deloitte.it

# Deloitte.

Spettabile

Tassullo Materiali S.p.A.

Via Nazionale 157

Tassullo (TN)

## Analisi dei flussi di cassa derivanti dalla Galleria Rio Maggiore (2/2)

La realizzazione degli obiettivi e il raggiungimento dei risultati illustrati nelle previsioni finanziarie dipendono, in parte, dall'efficacia delle azioni intraprese dalla Direzione aziendale e dall'effettiva implementazione delle assunzioni dal quale derivano le assunzioni alla base delle previsioni stesse. E' escluso dall'incarico di Deloitte ogni giudizio e/o garanzia che i risultati che si conseguiranno possano corrispondere ai risultati previsti nelle previsioni finanziarie.

Come detto, le informazioni riportate nel presente Documento non hanno costituito oggetto di verifiche, controlli, revisioni da parte di Deloitte, coerentemente con il mandato ricevuto. Il lavoro di Deloitte, pertanto, è stato svolto assumendo la correttezza, completezza e veridicità dei dati e delle informazioni utilizzate, che rimangono di esclusiva pertinenza e responsabilità della Direzione aziendale di Tassullo Materiali.

Le previsioni finanziarie richiamate nel presente Documento sono state formulate alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili dalla Direzione aziendale, e pertanto non tengono conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e non prevedibile.

Il Documento è confidenziale ed è indirizzato al nostro Committente, e non potrà essere divulgato a terzi o utilizzato per scopi differenti da quelli contenuti nel nostro mandato, senza aver ottenuto il nostro preventivo consenso scritto.

Restiamo a Vostra disposizione per ogni eventuale chiarimento relativo ai contenuti del Documento o per qualsiasi ulteriore informazione.

DELOITTE FINANCIAL ADVISORY S.r.l.



Jacopomaria Barontini

Socio

Deloitte Financial Advisory  
S.r.l.

Via Tortona, 25







Milano 20144

Italia

Tel: +39 02 833 25111

www.deloitte.it



	Contenuti	3
	Premessa	4
	Valutazione originale Galleria di Rio Maggiore	6
	Aggiornamento Valutazione Galleria di Rio Maggiore	8
	Prospetto di confronto delle assunzioni	11
	Risultanze dell'aggiornamento	15



# *i* Premessa



## Premessa

### Obiettivi del documento

### Obiettivi del documento

- Il presente documento ha l'obiettivo di illustrare il risultato dell'aggiornamento dell'ultima valutazione della Galleria di Rio Maggiore (datata 20/10/2016), in funzione dell'ulteriore stato di avanzamento della procedura di Tassullo Materiali e dalle richieste di aggiornamento pervenute dagli Organi della Procedura in data 28 novembre 2016.
- Nelle prossime pagine verranno presentate le risultanze dell'ultimo aggiornamento richiesto, con specifica indicazione delle variazioni nelle assunzioni alla base della valutazione.

### Cronologia degli aggiornamenti richiesti dalla Società e dagli Organi della Procedura

1. La valutazione aggiornata al 05 luglio 2016, aveva l'obiettivo di presentare il risultato ottenibile a seguito di una variazione di alcune assunzioni alla base della valutazione "Sensitivity" della Galleria di Rio Maggiore, riportata alle pagine da 19 a 22 della perizia di stima effettuata da Protos Check S.r.l (di seguito "Protos"), e indicata come valore di realizzo all'interno del Piano concordatario di Tassullo Materiali S.p.A..
2. In particolare, in data 05 luglio 2016, la Società, nella persona del Dottor Stefano Zotta, amministratore giudiziale della Tassullo SpA, aveva inviato una richiesta di aggiornamento della valutazione della Galleria di Rio Maggiore, in funzione:
  - ✓ dello stato avanzamento dell'attività di scavo inerente la realizzazione del lotto II nel corso del periodo di gestione interinale (fino a luglio 2016);
  - ✓ dell'annullamento di ogni ricavo prospettico derivante dalla vendita del materiale di scavo residuo dopo la realizzazione dei quattro lotti di celle e del bacino irriguo, alla luce di verifiche eseguite, che hanno evidenziato la probabile non convenienza economica del proseguimento della sola attività mineraria.
3. In data 12 ottobre 2016, la Società ha inviato un'ulteriore richiesta di aggiornamento della valutazione della Galleria di Rio Maggiore, in funzione dello stato avanzamento, alla stessa data, dell'attività di impermeabilizzazione inerente la realizzazione del lotto II, attività di fatto interamente realizzata dalla Tassullo Materiali nel corso del periodo di gestione interinale che va da luglio ad ottobre 2016. La valutazione aggiornata al 20 ottobre 2016 aveva quindi l'obiettivo di presentare l'aggiornamento della versione del 05 luglio 2016, in funzione dell'ulteriore stato di avanzamento dell'attività di realizzazione del lotto II.





# Valutazione originale Galleria di Rio Maggiore



## Valutazione originale Galleria di Rio Maggiore

Assunzioni alla base della valutazione «Sensitivity» di Protos

### Assunzioni alla base della valutazione «Sensitivity» di Protos

- Protos, per la valutazione della Galleria di Rio Maggiore, aveva determinato, in linea con quanto elaborato per gli altri asset valutati, sia il «valore di mercato più probabile», sia il «valore di stress test».
- Ai fini concordatari, era stato ritenuto congruo il «valore di mercato più probabile», stimato da Protos nell'ipotesi di realizzazione dei cinque lotti previsti nel Progetto Complessivo Melinda e pari a 10,4 €M, in quanto, anche alla luce dell'evoluzione dei rapporti e delle trattative con il Consorzio e con gli Enti Pubblici, sembrava più che ragionevole ritenere che l'intero progetto si sarebbe realizzato. Tale valore, inoltre, prudenzialmente, non considerava eventuali benefici economici legati alla vendita dei vuoti realizzati per il DCT, seppur erano in corso importanti trattative con operatori del settore delle telecomunicazioni.
- Di seguito si descrivono nel dettaglio le metodologie utilizzate da Protos per la valutazione della Galleria di Rio Maggiore, in termini di «valore di mercato più probabile».
- La miniera di Rio Maggiore è stata valutata considerando non solo lo sfruttamento ai fini di cava, ma anche considerando gli impatti economico-finanziari derivanti dal contratto di appalto con la società CAE s.r.l., funzionale alla realizzazione delle celle ipogee che saranno acquistate da Melinda. In particolare, ai fini della valutazione è stato utilizzato il Metodo dei Flussi di Cassa Scontati con riferimento a:
  1. i flussi operativi derivanti dalla realizzazione, entro il 2019, dei lotti II, III, IV e V, nonché di un serbatoio di accumulo di acqua di falda per irrigazione. Il valore così determinato considerava anche le macchine operatrici utilizzate per la realizzazione dei lotti, in quanto la valorizzazione delle stesse è stata assorbita nel valore assegnato all'asset;
  2. i margini derivanti dalla vendita dei materiali di scavo per il periodo residuo di estrazione (37 anni – 11 anni = 26 anni – 2021-2047). Per la stima delle quantità dei metri cubi estraibili residui, a seguito della realizzazione dei 5 Lotti di celle ipogee (circa 350.000 mc), era stato calcolato il valore residuo di circa 7.650.000 mc in 26 anni. Al fine di considerare anche la capacità di assorbimento del materiale estraibile da parte del mercato, ai fini valutativi, Protos aveva considerato una quantità di circa 80.000 metri cubi estraibili ogni anno, corrispondente al valore prudenziale dell'80% di quanto attualmente estratto e assorbito dallo stabilimento della Tassullo Materiali e dalla Tassullo Beton. Tali mc erano stati valorizzati ad un valore pari ad €/mc 2, derivante dalla differenza tra ricavi e costi di gestione stimati in base all'esperienza di Protos su progetti simili.
- I flussi di cassa operativi, sopra descritti, sono stati attualizzati, alla data di valutazione, sulla base dei seguenti tassi di attualizzazione:
  - ✓ al 5% per la parte relativa all'attività costruttiva delle celle ipogee/bacini;
  - ✓ al 6,50% per la parte relativa all'estrazione del materiale.







## Aggiornamento Valutazione Galleria di Rio Maggiore

Assunzioni alla base del presente  
aggiornamento della valutazione

9



## Aggiornamento valutazione Galleria di Rio Maggiore

Assunzioni alla base  
dei passati  
aggiornamenti della  
valutazione

### Aggiornamento della valutazione della Galleria di Rio Maggiore richiesto in data 05 luglio 2016

L'aggiornamento della valutazione della Galleria di Rio Maggiore, richiesto in data 05 luglio 2016, riguardava:

1. la riduzione dei ricavi da attività di scavo, in funzione dello stato avanzamento dell'attività al 30 aprile 2016. In particolare, la Società aveva interamente completato l'attività di scavo del lotto II, ricevendo anche i relativi corrispettivi;
2. la riduzione dei ricavi da vendita del materiale estratto durante le attività di scavo, a seguito della previsione prudenziale di non valorizzare la quota parte di materiale eccedente le quantità assorbite internamente e da altre società del Gruppo e le tonnellate stoccabili. In particolare si presupponeva di cedere a terzi a titolo gratuito il materiale eccedente;
3. l'annullamento di ogni ricavo prospettico derivante dalla vendita del materiale di scavo residuo dopo la realizzazione dei quattro lotti di celle e del bacino irriguo, alla luce di verifiche eseguite, che hanno evidenziato la probabile non convenienza economica del proseguimento della sola attività mineraria.

### Aggiornamento della valutazione della Galleria di Rio Maggiore richiesto in data 12 ottobre 2016

L'aggiornamento della valutazione della Galleria di Rio Maggiore, richiesto in data 12 ottobre 2016, partendo dalla valutazione al 05 luglio 2016, prevedeva:

1. la riduzione dei ricavi da attività di impermeabilizzazione del lotto II, in funzione dello stato avanzamento dell'attività ad inizio ottobre 2016. In particolare, la Società, nel corso dell'ulteriore periodo di gestione interinale, aveva interamente completato l'attività di impermeabilizzazione del lotto II, ricevendo anche i relativi corrispettivi. In particolare, il saldo relativo ai lavori di impermeabilizzazione del lotto II, pari a circa 1,2 €M era stato escluso dall'importo degli incassi prospettici, in quanto di competenza della Tassullo Materials.

In entrambi gli aggiornamenti, erano state invece mantenute invariate tutte le altre assunzioni economiche e finanziarie.

Ai fini della valutazione, in entrambi i casi, era stato utilizzato il tasso di attualizzazione previsto nella valutazione di Protos e pari al 5%.



## Aggiornamento Valutazione Galleria di Rio Maggiore

Assunzioni alla base  
del presente  
aggiornamento della  
valutazione

**L'aggiornamento della valutazione della Galleria di Rio Maggiore**, richiesto in data **28 novembre 2016**, e di seguito presentato, parte dall'aggiornamento al 20 ottobre 2016 e recepisce:

1. l'eliminazione delle risultanze economiche e patrimoniali relative all'attività di realizzazione del bacino ipogeo: nel corso del mese di novembre, è stata infatti consegnata alla procedura copia della perizia redatta dall'ing. Morteani ed allo stesso commissionata dal Consorzio Generale Pongaiola di Segno di Predaia. Da tale perizia emerge un corrispettivo complessivo, in favore di Tassullo Materiali S.p.A., pari a 3,1 €M. Tale corrispettivo è appena sufficiente a coprire i costi di scavo del bacino, non garantendo nessuna redditività all'operazione;
2. l'eliminazione dei ricavi da cessione del materiale di scavo alla partecipata Tassullo Beton, che ad oggi risulta sostanzialmente inattiva, e nei confronti della quale, dunque, non appare ipotizzabile alcuna cessione, almeno nel breve periodo;
3. la vendita a terzi del materiale estratto durante l'attività di scavo, rimanente dopo le vendite intrastabilimento e fino ad un massimo di 75.000 tonnellate, ad un prezzo pari a 2,45 €/ton in ipotesi di cessione di materiale grezzo non raffinato;
4. lo slittamento della partenza delle attività di realizzazione del IV lotto a metà dell'esercizio 2018. Tale scelta deriva dal fatto che, attualmente, non sono ancora iniziate le attività di negoziazione contrattuale con Melinda, e si basa sulle tempistiche storicamente registrate per gli altri lotti. Tale previsione comporta un allungamento di un anno rispetto al Piano originario (nuova fine Piano: agosto 2020).

Sono state invece mantenute invariate tutte le altre assunzioni economiche e finanziarie.

Ai fini della valutazione è stato utilizzato il tasso di attualizzazione previsto nella valutazione di Protos e pari al 5%.

Le modifiche di aggiornamento sopra esposte generano una contrazione dei ricavi pari a circa 6 €M con un effetto netto sul margine e sui flussi di cassa operativi pari a circa 2,5 €M.

---

**Sulla base delle variazioni alle assunzioni precedentemente descritte la valutazione complessiva dell'asset, nello scenario "Sensitivity", si ridurrebbe di circa 6,2 €M (circa 2,3 €M se si considera la valutazione aggiornata al 20/10/2016), passando da un valore pari a 10,4 €M ad un valore pari a 4,2 €M**

---



## ☰ Prospetto di confronto delle assunzioni

12



## Prospetto di confronto delle assunzioni

Variazioni in termini di assunzioni tra la «valutazione Protos» e gli aggiornamenti intervenuti (1/3)

Assunzione	Valutazione Protos	Aggiornamento luglio	Aggiornamento ottobre	Aggiornamento dicembre
1 Ricavi da business ipogeo	Ricavi da realizzazione, entro il 2019, dei lotti II, III, IV e V, nonché di un serbatoio di accumulo di acqua di falda per irrigazione (bacino ipogeo)	I ricavi sono stati ridotti dei ricavi relativi all'attività di scavo inerente il lotto II	I ricavi sono stati ridotti dei ricavi relativi all'attività di scavo e all'attività di impermeabilizzazione inerente il lotto II	I ricavi sono stati ulteriormente ridotti dei ricavi relativi all'attività di realizzazione del serbatoio di accumulo di acqua di falda per irrigazione (bacino ipogeo)
2 Ricavi da vendita materiale estratto	Cessione del materiale estratto agli stabilimenti della Tassullo Materiali e alla Tassullo Beton, saturazione della capacità di stoccaggio del magazzino, e cessione a terzi del materiale eccedente, ad un valore pari a 4 €/ton	Prudenzialmente non si prevede la valorizzazione del materiale estratto eccedente la quota parte stoccabile e ceduta all'interno del Gruppo, che si presuppone invece di cedere a terzi a titolo gratuito	Non sono intervenute variazioni	I ricavi sono stati ulteriormente ridotti dei ricavi da cessione del materiale di scavo alla partecipata Tassullo Beton, che ad oggi risulta sostanzialmente inattiva ed incrementati delle vendite a terzi, valorizzate a 2,45 €/ton



## Prospetto di confronto delle assunzioni

Variazioni in termini di assunzioni tra la «valutazione Protos» e gli aggiornamenti intervenuti (2/3)

Assunzione	Valutazione Protos	Aggiornamento luglio	Aggiornamento ottobre	Aggiornamento dicembre
3 <b>Costi e marginalità</b>	I costi unitari sono stati stimati sulla base dei costi consuntivati in sede di realizzazione del lotto I, ipotizzando un utilizzo di 6 FTE per le celle e ulteriori 3 FTE per i bacini	Non sono intervenute variazioni	Non sono intervenute variazioni	I costi sono stati ridotti di tutti i costi relativi alla realizzazione dei bacini ipogei. In particolare, il costo del personale è stato ridotto, passando da 9 a 6 FTE
4 <b>Dinamica finanziaria</b>	La dinamica finanziaria relativa al circolante e alla dinamica di acconti e SAL rispecchia le condizioni medie storiche del circolante della Società e gli accordi contrattualizzati con CAE	Aggiornamento dei SAL e degli acconti, al fine di nettare quanto già realizzato ed incassato da Tassullo Materiali durante la gestione interinale fino a luglio 2016	Aggiornamento dei SAL e degli acconti, al fine di nettare quanto già realizzato ed incassato da Tassullo Materiali durante la gestione interinale fino ad ottobre 2016	La dinamica del circolante riflette le variazioni economiche precedentemente esposte.



## Prospetto di confronto delle assunzioni

Variazioni in termini di assunzioni tra la «valutazione Protos» e gli aggiornamenti intervenuti (3/3)

	Assunzione	Valutazione Protos	Aggiornamento luglio	Aggiornamento ottobre	Aggiornamento dicembre
5	<b>Orizzonte temporale</b>	Realizzazione, entro il 2019, dei lotti II, III, IV e V, nonché di un serbatoio di accumulo di acqua di falda per irrigazione	Non sono intervenute variazioni	Non sono intervenute variazioni	Allungamento di un anno del Piano, che termina in questa versione nel 2020, per traslazione al 2018 della partenza dei lavori del lotto IV
6	<b>Attività estrattiva</b>	Valorizzazione dei margini derivanti dalla vendita dei materiali di scavo per il periodo residuo di estrazione (37 anni – 11 anni= 26 anni – 2021-2047)	Annullamento dei ricavi derivanti dalla vendita del materiale di scavo residuo dopo la realizzazione dei progetti ipogei, alla luce di verifiche eseguite	Non sono intervenute variazioni	Non sono intervenute variazioni
7	<b>Tasso di attualizzazione</b>	Pari al 5% per la parte relativa all'attività costruttiva delle celle ipogee/bacini	Non sono intervenute variazioni	Non sono intervenute variazioni	Non sono intervenute variazioni



## Risultanze dell'aggiornamento

Valutazione aggiornata della Galleria di Rio  
Maggiore

16





# Risultanze dell'aggiornamento

o

Valutazione aggiornata della Galleria di Rio Maggiore

Valutazione Galleria Rio Maggiore	2016	2017	2018	2019	2020
Ricavi verso società del Gruppo	313	237	351	480	261
Altri ricavi	1.912	1.644	2.086	4.178	1.920
<b>Totale ricavi</b>	<b>2.225</b>	<b>1.881</b>	<b>2.436</b>	<b>4.658</b>	<b>2.181</b>
Costi materie prime	(480)	(557)	(516)	(1.227)	(613)
Costi trasporti	(239)	(9)	(257)	(255)	(51)
<b>Margine di contribuzione</b>	<b>1.507</b>	<b>1.315</b>	<b>1.664</b>	<b>3.176</b>	<b>1.517</b>
incidenza %	68%	70%	68%	68%	70%
Costi diretti industriali	(348)	(161)	(410)	(428)	(156)
<b>I margine Industriale</b>	<b>1.159</b>	<b>1.154</b>	<b>1.254</b>	<b>2.748</b>	<b>1.361</b>
incidenza %	52%	61%	51%	59%	62%
Costi indiretti industriali	(29)	(44)	(45)	(46)	(31)
<b>Il margine Industriale</b>	<b>1.130</b>	<b>1.109</b>	<b>1.209</b>	<b>2.702</b>	<b>1.330</b>
incidenza %	51%	59%	50%	58%	61%
Costi commerciali	-	-	-	-	-
Costi generali	(47)	(2)	(51)	(50)	(10)
Costi e proventi caratteristici	-	-	-	-	-
<b>Valore Aggiunto</b>	<b>1.083</b>	<b>1.107</b>	<b>1.158</b>	<b>2.652</b>	<b>1.320</b>
incidenza %	49%	59%	48%	57%	61%
Costo del personale	(244)	(360)	(367)	(346)	(230)
Service fee da gallerie	(100)	(150)	(150)	(150)	(100)
<b>EBITDA</b>	<b>738</b>	<b>598</b>	<b>641</b>	<b>2.156</b>	<b>990</b>
EBITDA %	33%	32%	26%	46%	45%
<b>Totale variazione immobilizzazioni</b>	-	-	-	-	-
Variazione rimanenze	(220)	217	(217)	-	163
Variazione lavorazioni in corso	(1.912)	1.912	(2.086)	596	1.490
Variazione crediti verso clienti	(84)	89	(97)	86	(14)
Variazione acconti	1.532	(1.532)	1.841	(526)	(1.315)
Variazione debiti verso fornitori	121	(121)	149	(39)	(110)
<b>Totale variazioni capitale circolante</b>	<b>(563)</b>	<b>565</b>	<b>(410)</b>	<b>117</b>	<b>215</b>
<b>Flusso di cassa operativo</b>	<b>176</b>	<b>1.162</b>	<b>231</b>	<b>2.273</b>	<b>1.205</b>

Valutazione Business di Sviluppo Lotti						
Discount Factor		0,97	0,91	0,86	0,82	0,78
Tasso di attualizzazione	<b>5,0%</b>	5%	5%	5%	5%	5%
<b>Flusso annuale attualizzato</b>		<b>170</b>	<b>1.054</b>	<b>200</b>	<b>1.870</b>	<b>944</b>
<b>Valore Business Sviluppo</b>		<b>4.238</b>				

## 1 Riduzione dei ricavi

- I ricavi sono stati:
  - ✓ ulteriormente ridotti dei ricavi derivanti dalla realizzazione del bacino ipogeo e dei ricavi derivanti dalla vendita del materiale estratto alla Società partecipata Tassullo Beton;
  - ✓ incrementati dei ricavi derivanti dalla vendita a terzi di parte del materiale estratto durante le attività di scavo dei lotti ipogei.

## 2 Costi e marginalità operativa (EBITDA)

- I costi diretti ed indiretti sono stati ridotti di tutti i costi relativi alla realizzazione dei bacini ipogei. In particolare il costo del personale è stato ridotto, passando da 9 a 6 FTE.
- La marginalità operativa (EBITDA) riflette dunque in tale ipotesi, esclusivamente la marginalità derivante dall'attività di realizzazione delle celle ipogee.

## 3 Aggiornamento dinamica circolante

- La dinamica del circolante riflette le variazioni economiche sopra esposte.

## 4 Valutazione

- Sulla base delle assunzioni precedentemente descritte la valutazione dell'asset si ridurrebbe di circa 6,2 €M (circa 2,3 €M se si considera la valutazione aggiornata al 20/10/2016), passando da un valore pari a 10,4 €M ad un valore pari a **4,2 €M**.





Deloitte refers to one or more of Deloitte Touche Tohmatsu Limited, a UK private company limited by guarantee, and its network of member firms, each of which is a legally separate and independent entity. Please see [www.deloitte.com/about](http://www.deloitte.com/about) for a detailed description of the legal structure of Deloitte Touche Tohmatsu Limited and its member firms.

Deloitte provides audit, tax, consulting, and financial advisory services to public and private clients spanning multiple industries. With a globally connected network of member firms in more than 150 countries, Deloitte brings world-class capabilities and high quality service to clients, delivering the insights they need to address their most complex business challenges. Deloitte has in the region of 200,000 professionals, all committed to becoming the standard of excellence.

This publication is for internal distribution and use only among personnel of Deloitte Touche Tohmatsu Limited, its member firms, and its and their affiliates.

None of Deloitte Touche Tohmatsu Limited, Deloitte Global Services Limited, Deloitte Global Services Holdings Limited, the Deloitte Touche Tohmatsu Verein, any of their member firms, or any of the foregoing's affiliates shall be responsible for any loss whatsoever sustained by any person who relies on this publication.

© 2017. Deloitte Financial Advisory S.r.l.



**Deloitte Financial Advisory**