



ASSOLOMBARDA

Piccola Industria

Milano | 24 giugno 2026

Percorso M&A Piccola Industria

Dentro a un'operazione di M&A: processi e costi

Tobia Piovesan | Founder & CEO di Perpethua S.r.l. SB



PICCOLA
INDUSTRIA
GRANDI
IMPRESE

Index

I. Il processo di M&A: dall'analisi preliminare al Closing

Le fasi principali del processo M&A

II. Tempi e costi di un'operazione

Tempistiche medie e costi indicativi di ciascuna fase

III. Il processo di Due Diligence

Analisi approfondita dei principali aspetti aziendali



Index

I. Il processo di M&A: dall'analisi preliminare al Closing

Le fasi principali del processo M&A

II. Tempi e costi di un'operazione

Tempistiche medie e costi indicativi di ciascuna fase

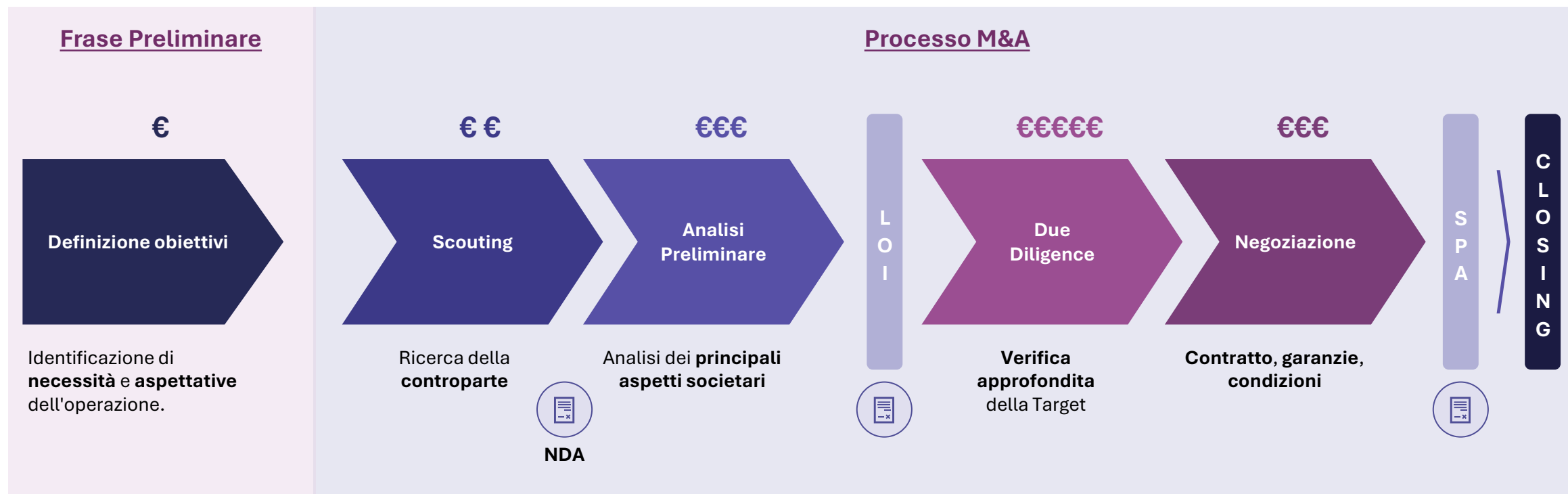
III. Il processo di Due Diligence

Analisi approfondita dei principali aspetti aziendali



Il processo di M&A - overview

Le principali fasi di un **processo di M&A**: dalla **preparazione** dell'operazione fino al **Closing**



Note: il **mandato con l'Advisor M&A** può venir firmato in un momento compreso tra la definizione degli obiettivi e la LOI

Durata media del processo: **9 - 18 mesi**

✓ Un processo strutturato consente di **massimizzare il valore dell'operazione, ridurre i rischi esecutivi e accompagnare l'imprenditore** fino al **Closing**.

I principali attori del processo

Ogni attore ha un ruolo preciso e interviene in fasi specifiche del processo

Sell-side Team

Imprenditore

Definisce gli obiettivi e prende le decisioni chiave in ogni fase

Advisor M&A

Prepara la documentazione, trova i potenziali acquirenti e coordina il processo

Professionisti (avvocato, commercialista e fiscalista)

Assistono il venditore sulle aree di loro competenza

Buy-side Team

Acquirente

Strategico (industriale) o finanziario (fondo / holding)

Advisor M&A

Supporta la ricerca, l'analisi preliminare, l'offerta e la negoziazione

Team di Due Diligence

Assistono l'investitore nell'analisi dei vari aspetti della Target

Altri attori coinvolti

Notaio

Autentica il trasferimento delle quote al closing

Banca finanziatrice

Eroga la finanza a supporto dell'acquisizione

✓ In un'operazione di M&A **nessun attore lavora da solo**: i team coinvolti sono interdipendenti tra di loro e sono coordinati dall'Advisor M&A

I principali documenti del processo

Dall'**accordo di riservatezza (NDA)**, firmato in fase iniziale, fino all'**accordo vincolante (SPA)** che viene firmato davanti al notaio

NDA

Accordo di riservatezza

Il primo documento del processo: impegna le parti a non divulgare le informazioni scambiate.

- Si firma prima di condividere dati sensibili
- Protegge il venditore durante le trattative
- Vincola l'acquirente a non usare i dati per altri fini

Esempio di clausole particolari a tutela della Target

- Divieto di contattare clienti, fornitori e dipendenti senza autorizzazione
- Divieto di assumere o sollecitare il personale della Target per 12 - 24 mesi («*non solicitation*»)

LOI

Lettera di Intenti

Documento **non vincolante** che fissa i termini di massima prima della fase di Due Diligence.

- Definisce **prezzo indicativo, struttura ed esclusiva**
- Stabilisce **tempistiche e tappe** del processo
- Può includere una dichiarazione del venditore sulla **veridicità delle informazioni, con penale se non veritiere**

SPA

Contratto di compravendita

Il **contratto vincolante** che disciplina l'acquisizione e che si firma al *signing*.

- **Prezzo e meccanismi di aggiustamento**
- **Dichiarazioni e garanzie (R&W)**
- **Indennizzi e condizioni sospensive**
- **Accordi accessori** (es. servizi transitori)



Ogni documento alza il livello di impegno tra le parti: l'**NDA protegge**, la **LOI allinea le aspettative**, l'**SPA vincola**

Definizione degli obiettivi

Prima di avviare un processo di M&A è fondamentale chiarire **obiettivi, vincoli e aspettative** delle parti coinvolte: una **preparazione insufficiente** può **generare inefficienze, trattative non coerenti** con gli obiettivi e **inutili perdite di tempo e denaro**.

Parte cedente

Per l'imprenditore che valuta la cessione è importante comprendere:

- **Obiettivo principale:** monetizzazione, passaggio generazionale, ingresso di un partner industriale o finanziario, continuità aziendale, crescita futura;
- **Perimetro dell'operazione:** cessione del 100%, cessione di maggioranza, apertura del capitale a una minoranza o ricerca di un partner;
- **Stima credibile del valore dell'azienda**, basata su dati economico-finanziari normalizzati, EBITDA rettificato, PFN e capitale circolante;
- **Tipologia di acquirente sia preferibile:** investitore industriale, fondo di private equity, family office o altro operatore finanziario.

Parte acquisitiva

Per l'acquirente o investitore, occorre definire:

- **Razionale dell'acquisizione:** crescita per linee esterne, ingresso in un nuovo mercato, ampliamento geografico, integrazione verticale o consolidamento settoriale;
- **Profilo ideale della target:** settore, dimensione, marginalità, area geografica, posizionamento competitivo e caratteristiche del management;
- **Budget indicativo** dell'operazione, includendo anche l'eventuale leva finanziaria;
- **Sinergie attese**, sia industriali che commerciali, e il livello di integrazione desiderato post-acquisizione.



✓ Definire a priori **obiettivi e criteri** permette di **impostare correttamente il processo** e di **risparmiare tempo e risorse**, evitando trattative inefficaci

La ricerca della controparte giusta, dalle due prospettive: chi compra e chi vende

Lo scouting: tre opzioni per trovare la controparte



Passaparola / network dell'imprenditore

Si parte dalle relazioni personali e professionali dell'imprenditore e del suo network.



Capital matching (con Assolombarda)

Per entrare in contatto con investitori è possibile attivare un servizio di capital matching con Assolombarda.



Tramite M&A Advisor

L'Advisor attiva il proprio network di buyer qualificati e gestisce l'intero processo di ricerca in modo riservato e strutturato.

Lato Sell-side

Preparazione

Prima di andare sul mercato l'azienda va "messa in ordine": **equity story chiara, numeri puliti e documentazione pronta.**

Mappatura degli acquirenti

Individuazione dei potenziali **interlocutori strategici e finanziari.**

Processo competitivo

Attraverso un **teaser anonimo** e un **processo strutturato** si stimolano più offerte in parallelo. La competizione tra acquirenti è la leva principale che il venditore ha per **massimizzare il valore** e **ridurre le tempistiche.**

Lato Buy-side

Criteri di ricerca

Si definiscono i **parametri della Target ideale**: settore, dimensione, marginalità e area geografica.

Da long list a short list

Si parte da un elenco ampio di possibili target e lo si restringe progressivamente alle aziende davvero in linea con la strategia

Primo contatto

L'avvicinamento avviene in modo riservato, spesso tramite l'Advisor, per sondare la disponibilità a vendere senza esporre l'acquirente né mettere in difficoltà la target.

Analisi preliminare

La fase di analisi preliminare serve a costruire una visione chiara e oggettiva della società

La fase di analisi preliminare include:

Analisi economico-finanziaria

Vengono esaminati i **bilanci** degli ultimi esercizi per valutare l'andamento di ricavi, margini e struttura patrimoniale, con focus sui **principali KPI operativi e finanziari**.

Posizionamento competitivo e di mercato

Viene analizzato il **settore di riferimento**, il **posizionamento** della società rispetto ai principali competitor e i fattori che ne determinano il **vantaggio competitivo**.

Raccolta documentazione di base

Ad esempio: struttura dei **ricavi per cliente**, rapporti con i **fornitori principali**, dettaglio delle **immobilizzazioni** materiali e immateriali.

Creazione dell'Information Memorandum/ Preliminary Data Room

I dati raccolti vengono organizzati e strutturati in un **unico documento di sintesi** (Information Memorandum) o in una data room preliminare, per renderli accessibili ai potenziali acquirenti e facilitare un'analisi efficiente.

Conclusione della fase



LOI



L'analisi preliminare si conclude con la condivisione di un **range valutativo indicativo**, che costituisce la base per qualsiasi ragionamento strategico successivo.

Due Diligence

La Due Diligence (DD) sulla target è la fase più intensa e costosa del processo di M&A

Quando si svolge:

Due Diligence Preventiva

Prima del signing: l'acquirente analizza la target per individuarne i rischi. I risultati servono a impostare la negoziazione e a costruire le dichiarazioni e garanzie da inserire nel contratto.

Due Diligence Confermativa

Dopo il signing: si verifica che le ipotesi su cui si è basato il prezzo siano confermate. Se emergono scostamenti oltre certe soglie, il prezzo viene rettificato secondo i meccanismi previsti dal contratto.

Due Diligence: trust, but verify



La Due Diligence non è un esercizio di sfiducia: se mancasse la fiducia, le parti non sarebbero al tavolo. È il passaggio che consente di **verificare dati, assunzioni e rischi**, trasformando la fiducia iniziale in una **decisione consapevole**.

Gli obiettivi



Valutazione della target

Si verifica se il prezzo richiesto è giustificato dai numeri reali dell'azienda



Identificazione dei rischi

La DD fa emergere passività e criticità non rilevabili durante l'analisi preliminare



Aggiustamento del prezzo

Le rettifiche su EBITDA e PFN si traducono in un prezzo più accurato

Dal prezzo concordato al contratto vincolante: ogni clausola ha un impatto economico

Che cosa si definisce con il contratto di compravendita (SPA):

Prezzo di vendita

Definizione del **prezzo finale** ed eventuale **earn-out** legato ai risultati futuri.

Dichiarazioni e Garanzie (R&Ws)

Il venditore garantisce la **veridicità delle informazioni** fornite in Due Diligence.

Indennizzi

Indennizzi specifici per rischi emersi in Due Diligence, spesso coperti da un **deposito in escrow**.

Transitional Service Agreements (TSAs)

Accordi che regolano i servizi che il venditore continua a fornire all'acquirente per un periodo transitorio post-closing.

Conclusione della fase



Signing



Il **prezzo** è solo il **punto di partenza**: garanzie, indennizzi e meccanismi di aggiustamento pesano quanto il numero finale

Dal Signing al Closing

Tra la firma del contratto e il trasferimento delle quote, alcune condizioni devono essere verificate e soddisfatte

Le condizioni più frequenti:

Autorizzazione antitrust

Se l'operazione supera determinate soglie di fatturato, deve essere notificata all'**Autorità competente** (AGCM in Italia, Commissione Europea per operazioni di maggiore dimensione).

Consensi di terzi

Alcuni **contratti chiave** (finanziamenti, licenze, accordi commerciali) prevedono clausole di «*change of control*» che richiedono il consenso esplicito della controparte.

Condizioni regolamentari

In settori regolamentati (es. finanziario, sanitario, tlc) possono essere necessarie **autorizzazioni specifiche** da parte delle autorità di vigilanza.

L'operazione è ufficialmente conclusa



Closing

✓ Il **prezzo** è solo il **punto di partenza**: **garanzie, indennizzi e meccanismi di aggiustamento** sono importanti in quanto possono incidere materialmente sul **valore finale**

Index

I. Il processo di M&A: dall'analisi preliminare al Closing

Le fasi principali del processo M&A

II. Tempi e costi di un'operazione

Tempistiche medie e costi indicativi di ciascuna fase

III. Il processo di Due Diligence

Analisi approfondita dei principali aspetti aziendali



Impegno, tempi e costi dell'intera operazione M&A

Una mappa di sintesi

Fase	Attori	Tempo*	Sforzo	Costo
Definizione degli obiettivi	Imprenditore e Advisor M&A	2-4 sett.	●○○○○	€
Scouting	Advisor M&A	1-2 mesi	●●○○○	€€
Analisi Preliminare	Advisor M&A + potenziali acquirenti	1-2 mesi	●●●○○	€€€
Due Diligence	Acquirente con i propri advisor; il venditore fornisce i documenti	1 – 5 mesi	●●●●●	€€€€€
Negoziazione	Acquirente e venditore + advisor M&A e legali	3-6 settimane	●●●●○	€€€
Signing e Closing	Acquirente e venditore, legali, notaio	Da pochi giorni a 2-3 mesi	●●●○○	€€

Extra	Attori	Tempo*	Sforzo	Costo
Valutazione	Advisor M&A + imprenditore	1-2 sett.	●●●○○	€€
NDA	Acquirente e venditore + advisor M&A e legali	Pochi giorni	●○○○○	€
Teaser	Advisor M&A	1 settimana	●●○○○	€
Information Memorandum	Advisor M&A + imprenditore	2-4 settimane	●●●●○	€€€



I costi crescono lungo il processo. Ogni fase serve per **allineare gli obiettivi e ottimizzare le risorse**

* Note: Le tempistiche indicate sono puramente indicative e soggette a variazione in funzione del settore, delle dimensioni e della complessità della target.

Costi della Due Diligence

La fase con il maggiore impegno di risorse dell'intero processo M&A

🕒 **1 - 5**

Mesi di durata tipica

€ € € € € € €

Il costo più alto del processo

👥 **4 - 6**

Team di specialisti coinvolti

Area di analisi

Impegno

Costi

Chi paga?

Commerciale



€ € €

Di norma è l'**acquirente** a sostenere principalmente i costi della Due Diligence: è lui che ingaggia e remunera i propri Advisor (legali, fiscali, finanziari e commerciali), poiché è nel suo interesse verificare ciò che sta comprando.

Finanziaria



€ € € € €

Anche il **venditore**, però, si affianca a un Advisor M&A (sell-side) e ai suoi professionisti, che lo assistono nella preparazione, raccolta e nella revisione dei documenti e nella gestione dei rapporti con l'acquirente e il suo Team.

Legale & societaria



€ € € € €

Fiscale



€ € €

HR / IT / altro



€ €



La DD si avvia solo dopo aver **concordato prezzo e struttura** nella LOI. È la **fase più costosa** del processo e non ci si entra senza aver trovato una **solida base di accordo**

Index

I. Il processo di M&A: dall'analisi preliminare al Closing

Le fasi principali del processo M&A

II. Tempi e costi di un'operazione

Tempistiche medie e costi indicativi di ciascuna fase

III. Il processo di Due Diligence

Analisi approfondita dei principali aspetti aziendali



Come funziona la fase di Due Diligence

L'organizzazione del processo: dalla Virtual Data Room al report finale



NB: All'atto del Signing, i **documenti** presenti in **Data Room** vengono estratti e consegnati su supporto fisico (**USB**) a ciascuna delle parti

✓ La qualità del **controllo di gestione** e l'**organizzazione** del venditore possono accelerare (o rallentare) la fase di Due Diligence

Le principali aree di analisi della DD

Il contenuto varia con il business del target. Le seguenti sono le aree tipiche, ciascuna affidata a specialisti



Commerciale

Mercato, competitor, posizionamento



Finanziaria

CE, SP, RF, Qualità dell'EBITDA, PFN, CCN



Fiscale

Contenziosi, regolarità fiscale



Legale & Societaria

Contratti, contenziosi, governance, real estate



Giuslavoristica / HR

Organigramma, TFR, costo del lavoro, *key people*



IT / Privacy / IP

Sistemi, GDPR, brevetti e marchi a tutela del business

Attori: l'acquirente e la Target, ciascuno con i propri advisor (legali, revisori, fiscalisti) **Tempi:** 4-20 sett. **Costo:** €€€€€ (alto)



La DD coinvolge **team di specialisti** che lavorano in **parallelo** su **più aree**: è proprio questa complessità a renderla **la voce di costo più elevata** dell'intero processo.

Due Diligence Commerciale

Verifica la solidità del business plan: mercato, clienti e posizionamento competitivo

Cosa analizza

Il mercato

Dimensione, crescita e dinamiche competitive

I clienti

Concentrazione, fidelizzazione e churn

Il posizionamento

Vantaggio competitivo e pricing power

Il business plan

Sostenibilità delle ipotesi di crescita

Red flag tipici

Concentrazione dei clienti elevata

La perdita di uno solo può mettere a rischio il business

Dipendenza da un singolo canale o prodotto

Un business costruito su un solo prodotto o canale è vulnerabile a qualsiasi cambiamento di mercato

Pipeline commerciale debole

Senza un processo di vendita strutturato i ricavi futuri sono difficili da prevedere e da difendere in trattativa



La DD commerciale verifica se la **crescita** ipotizzata nel business plan è **realistica e difendibile**

Due Diligence Commerciale

Le informazioni richieste alla target, organizzate per area di analisi

N°	Descrizione	Priorità
A) Business model e organizzazione		
1	Business plan o budget 2025, al massimo dettaglio	Alta
2	Modello di business e attività svolte (progettazione, assemblaggio, installazione, post-vendita)	Alta
3	Struttura organizzativa e personale per funzione	Alta
4	Strategia commerciale: canali, agenti e sviluppo nuovi clienti	Alta
B) Mercato, clienti e concorrenza		
5	Database ricavi per cliente, geografia e tipo di prodotto	Alta
6	Anzianità e fidelizzazione dei principali clienti	Alta
7	Principali competitor, segmenti serviti e tecnologie	Alta
8	Evoluzione del mercato e strategia di sviluppo	Media
C) Ricavi, ordini e backlog		
9	P&L: nuove installazioni vs servizi post-vendita	Alta
10	Parco installato e pipeline di opportunità commerciali	Alta
11	Backlog aggiornato e storico (2021–2024)	Alta
12	Dinamica storica di ingresso e chiusura ordini	Media

Due Diligence Commerciale

Nella Due Diligence Commerciale si analizzano principalmente due dimensioni strategiche chiave: il mercato e la target

Mercato

Domanda

- Definire il **perimetro di mercato rilevante**
- Individuare i **driver di ricavo** e il loro impatto sulle vendite
- Valutare le **prospettive di crescita** alla luce dell'evoluzione del mercato
- Identificare i **rischi legati alla domanda**

Settore e Offerta

- Comprendere le “**regole del gioco**” del settore
- Individuare i **principali competitor** e i **potenziali nuovi entranti**
- Valutare le **minacce competitive** e la **vulnerabilità delle vendite**
- Valutare i **rischi di settore** (es. regolamentazione)

Target

Performance

- Capire se i **risultati passati** sono **replicabili o migliorabili**
- Valutare i **rischi specifici** della società (perdita di clienti chiave, qualità del prodotto, eccessiva dipendenza da un fornitore, ecc.)

Business Plan

- Verificare la **sostenibilità del business plan**
- Se necessario e richiesto dal cliente, **rivederlo e adeguarlo**

Raccolta dati

Ricerca di mercato, dati aziendali e sui competitor

Ricerca primaria

Interviste a esperti indipendenti, competitor e non-clienti

Analisi

Sintesi dei dati, trend di mercato e criticità emerse

Tempistica media: da 2 a 8 settimane, in base al perimetro di analisi

Interviste al management

Confronto approfondito con il management della target

Interviste a clienti e fornitori

Criteri d'acquisto e performance vs concorrenza

Presentazione

Presentazione dei risultati e dei punti chiave

Due Diligence Finanziaria

Quality of Earnings: dai dati di bilancio a EBITDA e PFN normalizzati

Cosa analizza

Qualità dell'EBITDA

Normalizzazione delle poste non ricorrenti

PFN

Debiti “nascosti” e poste debt-like

Capitale circolante

Livello normalizzato e stagionalità

Business plan

Tenuta di proiezioni e flussi di cassa

Red flag tipici

EBITDA gonfiato da componenti one-off

Ricavi o risparmi di costo una tantum che gonfiano la marginalità contabile: una volta normalizzati, riducono il valore dell'azienda e quindi il prezzo

Poste debt-like non emerse (TFR, leasing, scaduti)

TFR, leasing, debiti scaduti verso fornitori o altre passività nascoste che non emergono dal bilancio ma aumentano la posizione finanziaria netta e abbassano l'Equity Value

Crediti di dubbia esigibilità

Crediti commerciali iscritti in bilancio ma difficilmente recuperabili: se non svalutati, sovrastimano il valore reale dell'azienda



È la base del prezzo: ogni **rettifica** di **EBITDA** e **PFN** si riflette direttamente sull'**Equity Value**

Due Diligence Finanziaria

Verifica la solidità del business plan: mercato, clienti e posizionamento competitivo

N°	Descrizione	Priorità
A) Informazioni generali		
1	Presentazione e overview aziendale	Media
2	Cambiamenti nelle politiche contabili e impatti su EBITDA/PFN	Alta
3	Bilanci 2022-2024 e riconciliazioni con i gestionali	Alta
4	Operazioni con parti correlate	Alta
B) Conto economico		
5	Database commesse: ricavi e margini (budget vs consuntivo)	Alta
6	Ordini ricevuti e backlog per cliente e paese	Alta
7	Costo del personale per categoria e funzione	Media
8	Lista dei costi e ricavi non ricorrenti	Alta
C) Stato patrimoniale		
9	Roll-forward immobilizzazioni e capex (espansione vs mantenimento)	Media
10	Scadenziario clienti/fornitori e crediti scaduti oltre 90 gg	Alta
11	Magazzino e WIP: valori e fondo svalutazione	Media
12	Finanziamenti, leasing e factoring in essere	Alta

Due Diligence Finanziaria: Conto Economico

Conto Economico		2022 A	2023 A	2024 A	2025 A
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	€k	4.819	4.840	5.760	5.324
Variazione dei lavori in corso su ordinazione	€k	28	(54)	109	173
Contributi in conto esercizio	€k	11	1	7	3
Ricavi e proventi diversi	€k	5	5	20	6
Tot. Ricavi	€k	4.863	4.792	5.896	5.506
% yoy	%	n.a.	(1,4%)	23,0%	(6,6%)
Costi per materie prime	€k	(40)	(41)	(38)	(49)
Consulenze tecniche	€k	(985)	(1.220)	(1.396)	(1.091)
Trasporti e rimborsi operativi	€k	(43)	(32)	(17)	(29)
Lavorazioni di terzi	€k	(2)	(2)	(8)	(0)
Costo del Personale	€k	(2.026)	(2.103)	(2.312)	(2.358)
Primo Margine	€k	1.768	1.394	2.124	1.979
% margine	%	36,4%	29,1%	36,0%	35,9%
Costi per servizi	€k	(310)	(480)	(471)	(485)
Utenze	€k	(36)	(27)	(27)	(27)
Costi per godimento di beni di terzi	€k	(176)	(232)	(258)	(288)
Oneri diversi di gestione	€k	(41)	(48)	(47)	(70)
EBITDA	€k	1.205	607	1.321	1.108
Margine EBITDA	%	24,8%	12,7%	22,4%	20,1%
Ammortamenti	€k	(62)	(60)	(74)	(100)
Svalutazioni	€k	(13)	(10)	(11)	(14)
EBIT	€k	1.129	538	1.236	994
% margine	%	23,2%	11,2%	21,0%	18,1%
Oneri finanziari	€k	(4)	(6)	(2)	(2)
Proventi finanziari	€k	0	0	0	4
EBT	€k	1.126	531	1.234	995
% margine	%	23,2%	11,1%	20,9%	18,1%
Imposte	€k	(321)	(167)	(161)	(156)
Risultato d'esercizio	€k	805	364	1.072	839
% margine	%	16,6%	7,6%	18,2%	15,2%
KPIs		2022 A	2023 A	2024 A	2025 A
% su ricavi Consulenze tecniche	%	(20,3%)	(25,5%)	(23,7%)	(19,8%)
% su ricavi Costo del Personale	%	(41,7%)	(43,9%)	(39,2%)	(42,8%)
% su ricavi Costi per servizi	%	(6,4%)	(10,0%)	(8,0%)	(8,8%)

Ricavi

- Si osserva il **trend** nel periodo distinguendo crescita organica da commesse o eventi non ricorrenti
- Si valuta la **qualità del fatturato**: ricorrenza, concentrazione per cliente/commessa, tempistiche di riconoscimento

Insight: Quanto i ricavi sono **sostenibili e prevedibili**, e che visibilità offrono backlog e pipeline

Primo Margine

- Misura la **redditività industriale** al netto dei **solli costi diretti**, e la sua stabilità nel tempo
- Si analizzano i **driver degli scostamenti**: mix di commessa, costo materie prime, ricorso a consulenze/lavorazioni esterne

Insight: solidità del modello operativo e scalabilità, leggendo la struttura interni vs. esterni e fissi vs. variabili

EBITDA

- Indicatore della **redditività operativa** e della **capacità di generare cassa** dalla gestione caratteristica
- Si **normalizzano le poste non ricorrenti** e si analizza il salto rispetto al Primo Margine

Insight: redditività "vera" e ricorrente, gestione della leva operativa e flessibilità della struttura di costo

Due Diligence Finanziaria: Stato Patrimoniale

Stato Patrimoniale		2022 A	2023 A	2024 A	2025 A
Immobilizzazioni Immateriali	€k	9	9	21	38
Immobilizzazioni Materiali	€k	103	154	263	230
Immobilizzazioni Finanziarie	€k	-	-	-	83
Attivo Fisso	€k	111	163	284	351
Rimanenze	€k	275	221	330	503
Crediti verso Clienti	€k	2.676	2.298	2.594	3.120
Debiti verso Fornitori	€k	(455)	(380)	(323)	(215)
Capitale Circolante Operativo (CCO)	€k	2.496	2.139	2.601	3.408
Altre Attività	€k	148	196	147	319
Altre Passività	€k	(1.142)	(872)	(802)	(801)
Capitale Circolante Netto (CCN)	€k	1.501	1.463	1.946	2.926
Fondo TFR	€k	(783)	(860)	(813)	(891)
Totale Impieghi	€k	830	765	1.417	2.385
Capitale Sociale	€k	21	21	21	21
Riserve	€k	633	938	1.302	1.875
Utile / (Perdita) d'Esercizio	€k	805	364	1.072	839
Patrimonio Netto	€k	1.458	1.323	2.395	2.735
Debiti vs Banche	€k	0	0	1	1
Altri debiti finanziari	€k	2	0	0	0
Debiti vs Soci per Dividendi	€k	240	380	-	230
(Titoli e Investimenti)	€k	(1)	(1)	(200)	(200)
(Disponibilità liquide)	€k	(870)	(937)	(779)	(381)
Posizione Finanziaria Netta (PFN)	€k	(629)	(557)	(979)	(350)
Totale Fonti	€k	830	765	1.417	2.385

Attivo Fisso

➤ Si verifica la coerenza tra entità dell'attivo fisso e modello di business (asset-light vs. capital-intensive)

➤ Si analizza la composizione: materiali immateriali e finanziarie

Insight: dove l'azienda investe, quanto è capital-intensive e se le immobilizzazioni finanziarie nascondono operazioni straordinarie da approfondire

Capitale Circolante Netto

➤ Si osserva la dinamica del CCN nel periodo e la sua incidenza sui ricavi, scomponendo crediti, rimanenze e debiti verso fornitori

➤ Si analizzano i tempi del ciclo monetario (incasso clienti, rotazione magazzino) e si isolano gli scostamenti legati a singole commesse/clienti

Insight: quanto cassa assorbe la crescita e quale fabbisogno di capitale serve a sostenere il business

Posizione Finanziaria Netta

➤ Si verifica se la PFN è positiva (indebitamente) o negativa (cassa netta) e come evolve nel tempo

➤ Si individuano i driver delle variazioni di liquidità: distribuzione dividendi, effetto CCN, ricorso a fonti esterne, impieghi della cassa in eccesso

Insight: solidità finanziaria e autonomia dell'azienda, normalizzando le componenti non ricorrenti per leggere la PFN "vera"

Due Diligence Finanziaria: Rendiconto finanziario

Cash Flow		2023 A	2024 A	2025 A	Cum.
EBITDA contabile	€k	607	1.321	1.108	3.037
Imposte	€k	(167)	(161)	(156)	(484)
EBITDA netto imposte	€k	441	1.160	953	2.554
Δ Rimanenze	€k	54	(109)	(173)	(228)
Δ Crediti commerciali	€k	368	(307)	(540)	(480)
Δ Debiti commerciali	€k	(75)	(57)	(108)	(239)
Δ Capitale Circolante Operativo (CCO)	€k	347	(473)	(821)	(947)
Δ Altre attività	€k	(48)	48	(172)	(171)
Δ Altre passività	€k	(270)	(70)	(1)	(341)
Δ Capitale Circolante Netto (CCN)	€k	28	(494)	(993)	(1.459)
Flusso di cassa operativo (FCO)	€k	469	666	(41)	1.094
Capex	€k	(111)	(196)	(84)	(391)
Δ Immobilizzazioni Finanziarie	€k	-	-	(83)	(83)
Δ Fondo TFR	€k	77	(47)	78	109
Free cash flow (FCF)	€k	435	423	(130)	729
Oneri Finanziari Netti	€k	(6)	(2)	1	(7)
Δ Patrimonio Netto	€k	(500)	-	(500)	(1.000)
Flusso di cassa netto (FCN)	€k	(71)	421	(628)	(278)
Δ Debiti Finanziari	€k	(2)	0	0	(1)
Δ (Titoli e investimenti)	€k	-	(199)	0	(199)
Δ Debiti vs Soci per Dividendi	€k	140	(380)	230	(10)
Change in Cash	€k	67	(158)	(398)	(489)

Flusso di cassa Operativo (FCO)

- Si misura la capacità dell'azienda di generare cassa dalla gestione caratteristica e la qualità della conversione EBITDA-to-cash
- Si analizza l'assorbimento/rilascio di CCO, isolando le componenti transitorie da quelle strutturali

Insight: quanto l'EBITDA si traduce davvero in cassa e quale FCO "normalizzato" emerge al netto degli effetti puntuali

Free Cash Flow (FCF)

- Si valuta la cassa che resta dopo gli investimenti, leggendo l'entità e la natura del Capex rispetto al modello di business
- Si separano gli investimenti ricorrenti dalle operazioni puntuali (es. acquisizioni, partecipazioni), classificate a parte

Insight: quanta cassa l'azienda libera realmente per remunerare il capitale o crescere, e quanto è capital-light il modello

Flusso di Cassa Netto (FCN)

- Si analizza l'impiego finale della cassa: distribuzione dividendi, gestione del debito, movimenti finanziari
- Si verifica la struttura finanziaria (debt-free vs. leveraged) e l'incidenza degli oneri finanziari

Insight: come l'azienda alloca la cassa generata, la sua capacità di remunerare i soci senza ricorrere al debito e la solidità complessiva, da leggere insieme alla PFN normalizzata

Due Diligence Finanziaria: Qualità degli utili ("QoE")

		Rif	2022 A	2023 A	2024 A	2025 A
EBITDA contabile	€k		1.205	607	1.321	1.108
<i>Margine EBITDA contabile</i>	%		24,8%	12,7%	22,4%	20,1%
Rettifiche						
Plusvalenze / minusvalenze da cessione cespiti	€k	1	1	(0)	(16)	0
Ricavi/ costi non ricorrenti	€k	2	1	0	(0)	(1)
Rettifiche totali	€k		2	0	(16)	(1)
Normalizzazioni						
Costi BoD attuali	€k	i	121	282	235	241
Costi BoD prospettici	€k	ii	(200)	(200)	(200)	(200)
Normalizzazioni totali	€k		(79)	82	35	41
EBITDA rettificato	€k		1.127	690	1.341	1.149
<i>Margine EBITDA rettificato</i>	%		23,2%	14,4%	22,7%	20,9%

Logica

l'EBITDA contabile viene riconciliato con l'EBITDA rettificato per isolare la redditività ricorrente e "depurata«

Due categorie

Rettifiche (poste non ricorrenti — plus/minusvalenze, costi/ricavi straordinari) e normalizzazioni (allineamento di voci come i compensi del management a un livello prospettico congruo)

Esito

Impatto complessivo contenuto in tutti gli esercizi, a conferma di una qualità degli utili elevata e dell'assenza di componenti distorsive di rilievo

Due Diligence Finanziaria: Valutazione e diversi scenari di acquisizione

Ipotesi A: Acquisto di una partecipazione pari al 40%

Pagamento upfront 2026 (€m) - @Closing

EBITDA Medio Adj '22-'25	1.077	1.077	1.077
Multiplo	4,0 x	4,5 x	5,0 x
Enterprise Value	4.308	4.846	5.384
Posizione Finanziaria Netta	(327)	(327)	(327)
Equity Value	4.635	5.173	5.712
<i>di cui: Partecipazione Acquisita</i>	<i>1.854</i>	<i>2.069</i>	<i>2.285</i>

Put-Call Option (€m) - @2030

EBITDA Medio Adj '26-'29	1.508	1.508	1.508
Multiplo	3,0 x	3,5 x	4,0 x
Enterprise Value	4.523	5.277	6.031
Posizione Finanziaria Netta	(1.809)	(1.809)	(1.809)
Equity Value	6.332	7.086	7.840
Partecipazione Call-Option	60,0%	60,0%	60,0%
Prezzo Call-Option	3.799	4.252	4.704

Prezzo Complessivo (€m)

Enterprise Value al closing	1.723	1.938	2.154
Enterprise Value alla put/call	2.714	3.166	3.618
Enterprise Value Complessivo	4.437	5.104	5.772
<i>EV/Adj. EBITDA 2025 multiplo implicito</i>	<i>3,9 x</i>	<i>4,4 x</i>	<i>5,0 x</i>
<i>EBITDA Medio Adj '22-'25 multiplo implicito</i>	<i>4,1 x</i>	<i>4,7 x</i>	<i>5,4 x</i>
<i>EBITDA Medio Adj '22-'25 (excl. '23) multiplo implicito</i>	<i>3,7 x</i>	<i>4,2 x</i>	<i>4,8 x</i>
<i>EV/Adj. EBITDA medio '26-'29 multiplo implicito</i>	<i>2,9 x</i>	<i>3,4 x</i>	<i>3,8 x</i>

Ipotesi B: Acquisto di una partecipazione pari al 51%

Pagamento upfront 2026 (€m) - @Closing

EBITDA Medio Adj '22-'25	1.077	1.077	1.077
Multiplo	4,0 x	4,5 x	5,0 x
Enterprise Value	4.308	4.846	5.384
Posizione Finanziaria Netta	(327)	(327)	(327)
Equity Value	4.635	5.173	5.712
<i>di cui: Partecipazione Acquisita</i>	<i>2.364</i>	<i>2.638</i>	<i>2.913</i>

Put-Call Option (€m) - @2030

EBITDA Medio Adj '26-'29	1.508	1.508	1.508
Multiplo	3,0 x	3,5 x	4,0 x
Enterprise Value	4.523	5.277	6.031
Posizione Finanziaria Netta	(1.809)	(1.809)	(1.809)
Equity Value	6.332	7.086	7.840
Partecipazione Call-Option	49,0%	49,0%	49,0%
Prezzo Call-Option	3.103	3.472	3.842

Prezzo Complessivo (€m)

Enterprise Value al closing	2.197	2.471	2.746
Enterprise Value alla put/call	2.216	2.586	2.955
Enterprise Value Complessivo	4.413	5.057	5.701
<i>EV/Adj. EBITDA 2025 multiplo implicito</i>	<i>3,8 x</i>	<i>4,4 x</i>	<i>5,0 x</i>
<i>EBITDA Medio Adj '22-'25 multiplo implicito</i>	<i>4,1 x</i>	<i>4,7 x</i>	<i>5,3 x</i>
<i>EBITDA Medio Adj '22-'25 (excl. '23) multiplo implicito</i>	<i>3,7 x</i>	<i>4,2 x</i>	<i>4,7 x</i>
<i>EV/Adj. EBITDA medio '26-'29 multiplo implicito</i>	<i>2,9 x</i>	<i>3,4 x</i>	<i>3,8 x</i>

Due Diligence Legale

Governance, contratti e contenziosi che incidono su valore e responsabilità

Cosa analizza

Governance

Assetto societario e deleghe

Contratti

Clienti, fornitori, finanziamenti, change of control

Contenziosi

Cause in essere e potenziali

Asset

Immobili, autorizzazioni e IP

Red flag tipici

Change of control nei contratti chiave

Alcuni contratti con clienti, fornitori o finanziatori prevedono clausole che consentono alla controparte di recedere o rinegoziare in caso di cambio di proprietà

Contenziosi rilevanti perdenti

Cause in corso rappresentano passività potenziali che l'acquirente vorrà coprire con indennizzi specifici nel contratto

Titoli o licenze non in regola

Autorizzazioni, concessioni o licenze scadute, incomplete o non trasferibili possono bloccare l'operazione o ridurne significativamente il valore



Le criticità legali confluiscono in dichiarazioni, garanzie e condizioni sospensive dell'SPA

Due Diligence Legale

Società, contratti e contenziosi da esaminare per individuare rischi e responsabilità

N°	Descrizione	Priorità
A) Società e governance		
1	Atto costitutivo, statuto e libri sociali	Alta
2	Patti parasociali e operazioni sul capitale	Alta
3	Operazioni straordinarie degli ultimi 5 anni	Media
4	Autorizzazioni, licenze e modello 231	Alta
B) Contratti e rapporti finanziari		
5	Contratti con i principali clienti e fornitori	Alta
6	Contratti con agenti e distributori	Media
7	Finanziamenti, garanzie e clausole di change of control	Alta
8	Immobili e beni strumentali (locazioni, leasing)	Media
C) Personale, contenzioso e compliance		
9	Personale: organico, contratti e contenziosi	Alta
10	Contenziosi giudiziali e responsabilità prodotto	Alta
11	Normativa ambientale e autorizzazioni	Media
12	Proprietà intellettuale e privacy (GDPR)	Alta

Due Diligence Fiscale

Misura i rischi fiscali latenti e la tenuta della struttura tributaria

Cosa analizza

Periodi d'imposta

Annualità aperte e ancora accertabili

Imposte

Dirette, IVA e tributi locali

Contenziosi

Accertamenti e passività potenziali

Struttura

Operazioni straordinarie e infragruppo

Red flag tipici

Accertamenti o contenziosi fiscali in corso

Dispute aperte con il fisco rappresentano passività potenziali che impattano direttamente sul prezzo e sulle garanzie richieste in contratto

Crediti d'imposta di incerto recupero

Gonfiano il valore contabile dell'azienda in modo non realistico

Agevolazioni a rischio di decadenza

Benefici fiscali ottenuti in passato che potrebbero essere revocati se non sono stati rispettati tutti i requisiti previsti dalla normativa



I rischi fiscali emersi si traducono in indennizzi e garanzie specifiche nel contratto (SPA)

Due Diligence Fiscale

Le imposte, gli adempimenti e i contenziosi da verificare per misurare il rischio fiscale latente

N°	Descrizione	Priorità
A) Imposte dirette e dichiarazioni		
1	Dichiarazioni dei redditi e IRAP degli ultimi 5 anni	Alta
2	Riconciliazione tra utile civilistico e imponibile fiscale	Alta
3	Perdite fiscali pregresse e relativa riportabilità	Media
4	Versamenti e ravvedimenti: prova del regolare pagamento delle imposte	Alta
B) IVA, imposte indirette e adempimenti		
5	Dichiarazioni IVA e liquidazioni periodiche degli ultimi 5 anni	Alta
6	Operazioni con l'estero: regime IVA e prova delle cessioni intra/extra-UE	Alta
7	Imposte locali e di registro (IMU, registro su contratti e immobili)	Media
8	Crediti d'imposta e agevolazioni fruite (es. R&S, Industria 4.0)	Alta
C) Contenzioso, rischi e operazioni straordinarie		
9	Accertamenti, verifiche e contenziosi fiscali in corso o chiusi negli ultimi 5 anni	Alta
10	Operazioni con parti correlate e transfer pricing (documentazione)	Alta
11	Operazioni straordinarie e riallineamenti/rivalutazioni con effetti fiscali	Media
12	Fondo imposte e rischi fiscali stanziati a bilancio	Alta

Le altre aree: HR, IT, Operational

Le analisi specialistiche che completano il quadro in base al business della target

Giuslavoristica / HR

TFR e fondi del personale

Contenziosi con i dipendenti

Persone chiave e piani di incentivazione

IT / Privacy / IP

Sistemi e infrastruttura tecnologica

GDPR e gestione dei dati

Brevetti e marchi e licenze software

Operational / ESG

Produzione e supply chain

Capex e manutenzioni

Certificazioni e profilo ambientale



Il perimetro della DD si estende solo alle aree davvero rilevanti per valore e rischi della target

Glossario M&A (I/II)

Acronimo	Definizione
A (es. FY22 A)	<i>Actual - dato consuntivo/effettivo</i>
Asset-light	<i>Modello operativo con investimenti fissi contenuti; il valore è generato dal capitale umano, non dall'infrastruttura fisica</i>
Backlog	<i>Portafoglio ordini acquisiti non ancora eseguiti; misura la visibilità commerciale futura</i>
BoD / CdA	<i>Board of Directors / Consiglio di Amministrazione (CdA)</i>
BoP / EoP	<i>Beginning of Period / End of Period - inizio e fine del periodo di riferimento</i>
Bridge	<i>Rappresentazione analitica delle variazioni che riconciliano un valore di partenza con uno di arrivo</i>
CAGR	<i>Compound Annual Growth Rate - tasso di crescita annuo composto nel periodo considerato</i>
Capex	<i>Capital Expenditure - investimenti in immobilizzazioni materiali e immateriali</i>
Cash Conversion	<i>Percentuale di EBITDA che si trasforma in flusso di cassa; indicatore della qualità della generazione di cassa</i>
CCN	<i>Capitale Circolante Netto - differenza tra attività e passività correnti, incluse le poste fiscali e altre</i>
CCO	<i>Capitale Circolante Operativo - componente strettamente operativa del circolante (crediti vs clienti + rimanenze – debiti vs fornitori)</i>
Closing	<i>Data di perfezionamento della transazione M&A; momento del trasferimento della proprietà e del pagamento del corrispettivo</i>
DD / Due Diligence	<i>Processo di verifica analitica condotto da un acquirente su una società target prima del closing (finanziaria, legale, fiscale, commerciale)</i>
Debt-free	<i>Assenza di indebitamento finanziario netto; struttura finanziaria con PFN negativa (cassa netta)</i>
DQ	<i>Direzione per la Qualità</i>
EBIT	<i>Earnings Before Interest and Taxes - risultato operativo prima degli oneri / proventi finanziari e delle imposte</i>
EBITDA	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization - margine operativo lordo prima di ammortamenti e svalutazioni</i>
Engineering-intensive	<i>Commesse ad elevato contenuto di ingegneria multidisciplinare avanzata, non standardizzabile</i>

Glossario M&A (II/II)

Acronimo	Definizione
Enterprise Value (EV)	<i>Valore dell'impresa nel suo complesso; calcolato come Equity Value +/- PFN</i>
Equity Value (EqV)	<i>Valore del capitale azionario; differenza tra Enterprise Value e PFN rettificata</i>
EV/EBITDA	<i>Multiplo di valutazione; rapporto tra Enterprise Value ed EBITDA utilizzato per la valutazione relativa</i>
FCF	<i>Free Cash Flow - flusso di cassa disponibile dopo Capex e variazione del circolante, prima di oneri finanziari e movimenti del debito</i>
FCN	<i>Flusso di Cassa Netto - variazione netta della posizione finanziaria nel periodo, inclusiva di oneri finanziari, dividendi e movimenti del debito</i>
FCO	<i>Flusso di Cassa Operativo - cassa generata dalla gestione corrente, inclusiva della variazione del capitale circolante</i>
FY	<i>Fiscal Year - anno fiscale/esercizio di riferimento (es. FY25 = esercizio 2025)</i>
Labour-intensive	<i>Modello di business in cui il costo del lavoro rappresenta la componente prevalente dei costi variabili</i>
PFN	<i>Posizione Finanziaria Netta - differenza algebrica tra debiti finanziari e disponibilità liquide; se negativa indica cassa netta</i>
Primo Margine	<i>Margine lordo calcolato sottraendo dai ricavi i costi diretti di produzione (personale, consulenze tecniche, materie prime, trasporti, lavorazioni di terzi)</i>
Put-Call Option	<i>Meccanismo contrattuale che attribuisce al venditore il diritto di vendere (put) e all'acquirente il diritto di acquistare (call) la quota residua a una data e condizioni predeterminate</i>
QoE	<i>Quality of Earnings - analisi della qualità degli utili; riconcilia l'EBITDA contabile con un EBITDA rettificato e normalizzato</i>
QoND	<i>Quality of Net Debt - analisi della qualità della PFN; riconcilia la PFN contabile con una PFN rettificata includendo voci assimilabili a debito/cassa presenti nel circolante</i>
RTS	<i>Responsabile Tecnico di Specialità</i>
SGQ / SGQS	<i>Sistema di Gestione per la Qualità / Sistema di Gestione per la Qualità e Sicurezza</i>
TFR	<i>Trattamento di Fine Rapporto - fondo accantonato per il personale dipendente; trattato come passività certa nella PFN rettificata</i>
Upfront	<i>Pagamento effettuato al closing, in contrapposizione a componenti differite (put-call)</i>
Yoy	<i>Year-on-year - variazione percentuale rispetto all'esercizio precedente</i>

Q&A