

Funzione di Risk management
Nota n. 2024_014 Registro Risk management
Classificazione: verifica ad evento
Redattore: Paolo Piaggese

Piacenza, 7 marzo 2024

Egr. Signori

Direttore generale

Rag. A. Antoniazzi

e, p.c.,

**Presidente del
Consiglio di amministrazione**

Presidente del Collegio sindacale

Vice Direttore generale

Rag. P. Boselli

Resp.le Direzione finanza

Rag.ra E. Sckokai

**Resp.le Ufficio Pianificazione e controllo di
gestione**

Dott. E. Modenesi

Resp.le Funzione Compliance

Dott.^{ssa} L. Giannotti

Resp.le Funzione Revisione interna

Rag. G. Tassi

Oggetto: Metodologia per la determinazione del valore di sottoscrizione e liquidazione delle azioni delle banche non quotate.

La presente espone le valutazioni e i risultati delle analisi condotte dalla Funzione di Risk management in merito alla metodologia utilizzata per la determinazione del valore di sottoscrizione/liquidazione delle azioni.

Rimanendo a disposizione per eventuali approfondimenti, porgiamo cordiali saluti.

Funzione di Risk management
Il Responsabile

Sintesi conclusiva

La Funzione di Risk management ha analizzato le metodologie utilizzate dal valutatore per la determinazione del valore economico della Banca di Piacenza. L'analisi evidenzia che l'utilizzo del metodo del "Dividend Discount Model - versione Excess Capital" (DDM-EC) costituisca la best practice per la valutazione del capitale azionario di un'azienda bancaria.

Il metodo presenta, tuttavia, limitazioni intrinseche che inducono a far ritenere preferibile il suo utilizzo congiuntamente anche ad altre metodologie reddituali, nel caso specifico il metodo del "Warranted Equity Method" (WEM), e di una o più analisi proprie del market approach. A queste metodologie va comunque assegnata una funzione informativa e di confronto della valutazione del capitale economico operata con il DDM-EC.

La Funzione ha eseguito un'ulteriore analisi di back-test, rispetto a quanto già svolto dal valutatore, per valutare la capacità previsionale della Banca. Le evidenze mostrano che, negli ultimi tre cicli di pianificazione, le voci di ricavo presentano delle stime prudenziali rispetto ai dati di consuntivo; in particolare il margine di interesse è stato stimato con una progressione contenuta e in assenza di ipotesi di anomali rialzi dei tassi di riferimento, impostazione particolarmente evidente nell'ultimo anno consuntivato che riporta uno scostamento positivo molto significativo rispetto ai dati di pianificazione. Anche il margine da servizi presenta stime conservative e con contenuti scostamenti, positivi, rispetto al dato di pianificazione. La voce che presenta maggiore volatilità è quella delle rettifiche/riprese di valore che presenta un andamento volatile sia in fase di pianificazione sia a consuntivo. Questa caratteristica è imputabile alla componente forward looking incorporata nei modelli valutativi del credito in bonis che risente delle incertezze derivanti dagli shock macroeconomici registrati nell'ultimo biennio (pandemia e conflitto russo/ucraino).

Analisi

1. Premessa

In data 29 ottobre 2019 la Banca di Piacenza si è dotata di una "Policy in materia di determinazione del valore delle azioni" con lo scopo di definire e illustrare i principi e le linee guida da seguire nell'annuale processo di determinazione del valore delle azioni.

Al suo interno vengono anche definite le linee guida cui il valutatore deve fare riferimento per la scelta dei criteri di valutazione. In particolare il valore economico delle azioni, espressione del valore intrinseco della Banca, deve essere determinato attraverso l'applicazione di un criterio analitico, basato sull'analisi fondamentale, che tenga conto sia della consistenza patrimoniale, sia dalla capacità di generare flussi di risultato nel futuro e del relativo livello di rischiosità. Viene altresì specificato che i risultati derivanti dall'applicazione del criterio analitico-fondamentale dovranno essere confrontati con i risultati di un criterio sintetico-empirico, basato sull'applicazione di moltiplicatori osservati nel settore di riferimento. I risultati di tale criterio sintetico-empirico dovranno essere considerati con mera finalità di confronto.

La scelta appropriata del metodo valutativo dipende anche dalla grandezza economica oggetto di valutazione. Nel caso in esame, l'oggetto è il "valore economico d'impresa", ossia il valore generale che in normali condizioni di mercato deve ritenersi congruo per la totalità

**BANCA DI
PIACENZA**

del capitale economico, ossia del capitale azionario, della Banca di Piacenza, come sussistente al 31.12.2023 stante le consistenze patrimoniali e le prospettive reddituali della stessa.

Nell'ambito del mandato ricevuto dalla Banca il valutatore ricorre a due metodi analitici per la stima del valore intrinseco (income approach) e a due analisi sintetiche-empiriche sviluppate, coerentemente alle indicazioni della policy, a mero scopo illustrativo (market approach). Inoltre, sempre in ottemperanza ai requisiti specificati all'interno della succitata Policy, ai risultati ottenuti con le metodologie income approach sono state applicate prove di sensitività sui principali elementi dei modelli (costo del capitale, tasso di crescita di lungo periodo, requisito patrimoniale Tier1 ratio) sia nello scenario medio atteso di pianificazione, fornito dalla banca, sia applicando allo stesso delle prove di sensitività sulle principali assunzioni del processo di pianificazione: scenario dei tassi, oneri per il sistema bancario, imposta "extra-profitto"; inoltre è stato fornito uno scenario inerziale al quale sono state applicate analisi di sensitività. Sempre nell'ambito del proprio mandato il valutatore è tenuto ad analizzare i dati prospettici predisposti dalla banca e ad effettuare le relative considerazioni in merito alla ragionevolezza e alla coerenza degli stessi con le ipotesi reddituali sottostanti.

Nei paragrafi successivi la Funzione di Risk management analizza le metodologie (paragrafi da 2 a 4) utilizzate dal valutatore per la determinazione del valore economico aziendale ed effettua un ulteriore esercizio di back-test ed analisi degli scostamenti (paragrafo 5) dei dati a consuntivo rispetto a quelli prospettici utilizzati per il processo di valutazione.

2. Stima del valore intrinseco - Income approach - metodo del "Dividend Discount Model - versione Excess Capital" (DDM-EC)

Tra i metodi basati sull'income approach, il valutatore fa uso di quello ritenuto essere best practice per la valutazione del capitale azionario delle banche: il Dividend Discount Model, nella variante nota come "Excess Capital" (DDM-EC).

Il DDM-EC assume che il capitale economico di una banca sia pari alla somma di:

- a) capitale disponibile in eccesso, quindi liberamente distribuibile agli azionisti, rispetto al livello di capitalizzazione target che la banca è opportuno raggiunga e preservi nel tempo per perseguire i propri obiettivi economici dati i vincoli regolamentari e le indicazioni della Vigilanza;
- b) valore attuale dei flussi futuri di reddito che, da un lato, si stima saranno generati dall'azienda sull'orizzonte temporale di previsione esplicita delle variabili reddituali, patrimoniali e finanziarie d'impresa (in genere 3-5 anni), e, dall'altro lato, si ritiene saranno liberamente distribuibili agli azionisti senza intaccare il livello di capitalizzazione target necessario o opportuno per sostenere lo sviluppo atteso delle attività della banca;
- c) valore terminale (attualizzato a oggi), ossia il valore della banca atteso al termine del periodo esplicito di pianificazione analitica, come ottenuto proiettando in perpetuità, sulla base di ipotesi standard di carattere generale, la dinamica attesa dei redditi distribuibili.

L'applicazione del metodo DDM-EC presuppone che il valutatore abbia a disposizione:

**BANCA DI
PIACENZA**

a) una previsione ragionevole e non arbitraria di futuri flussi economici e finanziari prodotti dalla banca su un orizzonte di previsione di solito compreso tra i 3 e i 5 anni. Tali previsioni sono tratte da dati e documenti di pianificazione elaborati dall'azienda, approvati dagli organi di vertice della banca (budget, piani industriali e strategici, motivate e condivise estrapolazioni previsionali del management);

b) una stima del grado di capitalizzazione della banca adeguato a garantire il suo sviluppo alla luce delle disposizioni regolamentari e di autonome valutazioni strategiche e di mercato da parte del management. Tale stima è indispensabile per quantificare tanto l'eventuale presenza di un'eccedenza di capitale distribuibile agli azionisti, quanto la parte dei futuri utili attesi distribuibile senza pregiudicare il mantenimento del livello target di capitalizzazione.

Laddove il valutatore disponga del set informativo appropriato, l'applicazione del metodo DDM-EC costituisce la best practice a cui ricorrere per valorizzare il capitale economico di una banca. L'attrattività del DDM-EC deriva dal fatto che esso consente un immediato, chiaro e trasparente collegamento, per di più fondato direttamente su una nota e condivisa teoria del valore d'impresa, tra gli input e l'output della valutazione. I fruitori della stessa possono così disporre di agevoli e oggettivi punti di riferimento a cui ancorare il proprio personale giudizio sull'affidabilità della valutazione proposta.

L'applicazione del metodo DDM-EC resta, però, comunque esposta a limiti e difficoltà. Esso dipende da proiezioni economiche e finanziarie aleatorie, soggette a significativi cambi di scenario e sempre sensibili a mutamenti del contesto di mercato, del ciclo macroeconomico, delle politiche fiscali e, soprattutto, monetarie, dei principi contabili, nonché della struttura regolamentare e dell'attività di vigilanza esercitata dalle Autorità.

Inoltre, tale metodo di valutazione richiede la stima di una pluralità di parametri finanziari derivati da dati di mercato (tasso risk free, beta, equity market risk premium). Stante la perdurante turbolenza dei mercati, tale stima resta esposta al rischio di subire variazioni, anche rilevanti, in breve tempo rendendo instabile e incerto l'esito del processo valutativo. Di conseguenza è appropriata la decisione del valutatore di utilizzare, a supporto del metodo DDM-EC, un ulteriore metodo analitico scelto nell'ambito dell'income approach come di seguito illustrato.

3. Stima del valore intrinseco - Income approach - metodo del "Warranted Equity Method" (WEM)

Secondo la metodologia del Warranted Equity Method ("WEM", anche noto come Gordon Growth Model), il valore di una banca può essere determinato sulla base della relazione tra:

- Redditività futura stimata espressa dal ROE - Return On Equity;
- Tasso di Crescita Sostenibile degli utili della banca nel lungo termine; il valore utilizzato coincide con quello utilizzato per il metodo del Dividend Discount Model;

- Costo del Capitale, tasso di rendimento richiesto per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio; il valore utilizzato coincide con quello utilizzato per il metodo del Dividend Discount Model

La relazione tra questi tre fattori è espressa sulla base della formula della crescita perpetua dei dividendi, la quale fa sì che l'impatto della redditività netta di una banca (in termini di ROE) sulla valutazione venga moltiplicato dalla crescita stimata. Peraltro, è opportuno specificare che il patrimonio netto cui la formula del WEM fa riferimento rappresenta un patrimonio netto normalizzato, ovvero necessario a mantenere una capitalizzazione adeguata allo svolgimento delle normali attività di business. Il capitale in eccesso viene invece valutato ad un multiplo unitario del valore contabile, rappresentando capitale potenzialmente distribuibile agli azionisti e coincide con quello utilizzato per il metodo del Dividend Discount Model.

4. Analisi sintetico-empirico - Market approach - metodo dei multipli di mercato

I metodi rientranti nell'ambito del market approach derivano il valore del capitale economico non per via analitica a partire da una stima diretta della capacità intrinseca dell'azienda di produrre ricchezza, bensì per via comparativa, tramite l'impiego di appropriati multipli di valore, a partire da valutazioni riscontrate in transazioni intervenute sul mercato e aventi a oggetto il capitale azionario, o parti di esso, di aziende similari impiegando sempre a base della comparazione il multiplo "Prezzo/Book Value" e il multiplo "Prezzo/Tangible Book Value". Il metodo dei multipli di mercato basa la valutazione su dati rilevati da transazioni concluse su un mercato liquido, trasparente, attivo in modo continuativo e con un processo vigilato di corretta formazione dei prezzi. Nello specifico il valutatore ha fatto riferimento ad osservazioni riferite alle banche:

- i cui titoli azionari sono scambiati sulla piattaforma di negoziazione Vorvel, segmento Equity Auction (Multipli Vorvel);
- i cui titoli azionari sono scambiati sul mercato gestito da Borsa Italiana (Multipli di Borsa).

Con riferimento ai Multipli Vorvel si osserva che la liquidità dei titoli su tale piattaforma di negoziazione è ancora limitata e ciò riduce la significatività dei prezzi che su tale mercato si formano.

La metodologia dei Multipli di Borsa presenta lo svantaggio che i prezzi delle transazioni di borsa risentono di una volatilità assai maggiore di quella di natura "fondamentale" associabile al valore dell'intero capitale economico d'impresa, ossia all'oggetto della valutazione per la quale questa nota è predisposta. Le transazioni di borsa determinano in modo diretto il valore della singola azione e quindi la capitalizzazione di borsa, grandezza utilizzabile quale possibile misura di valore del capitale economico d'azienda. Bisogna comunque osservare che il prezzo a cui tratta una singola azione sul mercato di borsa è maggiormente esposto alla possibilità di andamenti erratici che non il valore del capitale economico d'impresa inteso nella sua totalità. Quest'ultimo è meglio ancorato all'andamento dei cosiddetti "fondamentali", mentre il primo risente assai di più di un sentiment di mercato mutevole, dettato da fattori non sempre correlati ai "fondamentali",

e non sempre spiegabili in modo razionale. Pertanto, il valore di borsa della singola azione, quando utilizzato come componente di base per la determinazione dell'intero capitale economico d'impresa, trasferisce a esso l'intera propria volatilità, sia essa legata a fattori fondamentali o erratici. Una seconda osservazione nell'impiegare il metodo dei multipli di borsa per valorizzare l'intero capitale economico della Banca sta nel non elevato grado di "comparabilità" esistente tra la stessa e le banche quotate sotto il profilo dimensionale, industriale (differenti business model, differente estensione geografica), giuridico e di quadro regolamentare.

5. Back testing e analisi di scostamento sui dati previsionali

Come esposto al punto 2 uno degli aspetti fondamentali alla base delle metodologie income approach è una previsione ragionevole e non arbitraria di futuri flussi economici e finanziari prodotti dalla banca su un orizzonte di previsione di solito compreso tra i 3 e i 5 anni. Risulta pertanto essere una buona prassi svolgere, da parte del valutatore, un'analisi di back-test al fine di valutare la capacità previsionale storicamente dimostrata dalla Banca. Nello specifico il valutatore ha analizzato gli scostamenti piano strategico-consuntivo con riferimento alle principali voci economico-patrimoniali nel periodo 2021 – 2023. La scrivente funzione ha esteso l'esercizio di valutazione della capacità previsionale della Banca a sei cicli di pianificazione triennale (dal 2017 al 2022) confrontandoli con i risultati consuntivi dal 2018 al 2022. Le evidenze emerse dall'analisi delle principali macro voci di bilanci vengono utilizzate per valutare l'attendibilità delle ipotesi alla base dei dati prospettici (Piano strategico 2024 - 2026) utilizzati per la stima del valor economico aziendale.

In dettaglio la voce, che in passato, è stata maggiormente soggetta a sovrastime è il **Margine di interesse** con scostamenti significativi a partire già dal primo anno di previsione. A partire dalla pianificazione 2019 lo scostamento rispetto al consuntivo è diventato positivo e i dati prospettici evidenziano un andamento prudenziale rispetto ai dati di consuntivo e non evidenziano crescite anomale nel secondo e terzo anno di previsione. Con riferimento al ciclo di pianificazione 2023 il margine di interesse prospettico, 2024 e 2025, si attesta ad un livello (79,0 €/mln e 81,9 €/mln rispettivamente) inferiore rispetto a quanto consuntivato nel 2023 (83,6 €/mln), soltanto nel 2026 il margine si pone a circa 84,7 €/mln.

MARGINE DI INTERESSE												
(dati in Euro/000)		31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	
Pianificazione 2017			47.012	49.287	55.109							
Piano strategico 18-20												
Pianificazione 2018			45.237	51.532	54.186							
Pianificazione 2019				38.093	38.618	40.270						
Pianificazione 2020					43.661	41.547	42.340					
Piano strategico 21-23												
Pianificazione 2021						44.179	44.929	47.025				
Pianificazione 2022							71.510	72.915	76.974			
Pianificazione 2023								78.991	81.899	84.665		
Piano strategico 24-26												
Consuntivo		40.002	43.095	39.032	39.286	45.456	63.292	83.565				
Scostamento vs Consuntivo												
Pianificazione 2017			-3.917	-10.255	-15.823							
Piano strategico 18-20												
Pianificazione 2018				-6.205	-12.246	-8.730						
Pianificazione 2019					1.193	6.838	23.022					
Pianificazione 2020						1.795	21.745	41.225				
Piano strategico 21-23												
Pianificazione 2021							19.113	38.636				
Pianificazione 2022								12.055				

La voce **Margine da servizi** presenta in generale una costante sottostima che tende ad aumentare nel secondo e terzo anno di pianificazione. Con riferimento all'ultimo periodo di pianificazione si evidenzia un contenuto scostamento positivo, Prospettivamente i valori di pianificazione mostrano un andamento di crescita costante pari a circa 2,0 € mln annui.

MARGINE SERVIZI	(dati in Euro/000)	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026
Pianificazione 2017			42.811	43.013	44.001						
Piano strategico 18-20											
Pianificazione 2018				43.591	44.233	45.013					
Pianificazione 2019					45.674	46.234	46.899				
Pianificazione 2020						44.303	45.507	46.612			
Piano strategico 21-23											
Pianificazione 2021							47.871	48.491	49.239		
Pianificazione 2022								47.355	48.749	49.925	
Pianificazione 2023									49.000	51.095	53.178
Piano strategico 24-26											
Consuntivo		41.908	43.900	44.344	44.338	45.939	48.071	48.476			
Scostamento vs Consuntivo											
Pianificazione 2017			1.089	1.330	337						
Piano strategico 18-20											
Pianificazione 2018				753	105	926					
Pianificazione 2019					-1.336	-295	1.172				
Pianificazione 2020						1.636	2.564	1.864			
Piano strategico 21-23											
Pianificazione 2021							200	-15			
Pianificazione 2022								1.121			

Con riferimento alle **Spese per il personale** gli scostamenti sono riferibili alle differenti tempistiche di attuazione dei piani di ricambio generazionale i cui benefici risultano evidenti nella tendenziale riduzione di questa voce di spesa. Con riferimento alla pianificazione 2022 la voce si pone poco al di sopra del dato di pianificazione a fronte delle incertezze legate al rinnovo del contratto collettivo nazionale del settore bancario. Prospettivamente la voce presenta un andamento in crescita costante in coerenza con le ipotesi di crescita dell'organico e degli aumenti salariali legati al contratto collettivo nazionale.

SPESE PER IL PERSONALE: (al netto incentivi esodo)	(dati in Euro/000)	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026
Pianificazione 2017			-41.628	-37.830	-38.571						
Piano strategico 18-20											
Pianificazione 2018				-38.274	-38.369	-38.577					
Pianificazione 2019					-36.669	-35.879	-36.192				
Pianificazione 2020						-36.320	-34.401	-34.440			
Piano strategico 21-23											
Pianificazione 2021							-35.662	-34.767	-35.089		
Pianificazione 2022								-37.596	-38.348	-39.696	
Pianificazione 2023									-39.542	-40.864	-42.286
Piano strategico 24-26											
Consuntivo		-38.215	-38.747	-36.292	-35.833	-36.679	-36.373	-38.090			
Scostamento vs Consuntivo											
Pianificazione 2017			2.881	1.538	2.738						
Piano strategico 18-20											
Pianificazione 2018				1.982	2.536	1.898					
Pianificazione 2019					836	-799	-181				
Pianificazione 2020						-359	-1.971	-3.650			
Piano strategico 21-23											
Pianificazione 2021							-711	-3.323			
Pianificazione 2022								-494			

Con riferimento alle **Spese amministrative** è evidente lo scostamento con i consuntivo 2020 e 2021 per effetto sia, dei maggiori costi commissionali legati all'operatività con MCC a seguito dell'incremento dell'attività di erogazione di prestiti con garanzia statale, sia dei maggiori costi di sanificazione. Nell'ultimo periodo di pianificazione lo scostamento rispetto al consuntivo e da imputare a stime molto conservative sui prezzi delle utenze che non si sono verificate. Prospettivamente l'andamento delle spese è in incremento nel

ALTRE SPESE AMMINISTRATIVE:	(dati in Euro/000)	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026
Pianificazione 2017			-18.687	-18.758	-18.428						
Piano strategico 18-20											
Pianificazione 2018				-19.262	-18.289	-18.339					
Pianificazione 2019					-18.696	-18.264	-18.096				
Pianificazione 2020						-19.750	-19.385	-19.281			
Piano strategico 21-23											
Pianificazione 2021							-23.487	-23.823	-23.853		
Pianificazione 2022								-26.010	-26.808	-27.632	
Pianificazione 2023									-26.072	-24.802	-25.191
Piano strategico 24-26											
Consuntivo		-19.205	-19.718	-18.846	-21.174	-21.464	-24.025	-24.398			
Scostamento vs Consuntivo											
Pianificazione 2017			-1.031	-87	-2.746						
Piano strategico 18-20											
Pianificazione 2018				417	-2.885	-3.125					
Pianificazione 2019					-2.478	-3.199	-5.929				
Pianificazione 2020						-1.714	-4.640	-5.117			
Piano strategico 21-23											
Pianificazione 2021							-538	-575			
Pianificazione 2022								1.612			

2024 per maggiori spese legate al comparto IT, mentre negli anni successivi l'aggregato si contrae per effetto del termine del periodo di contribuzione agli schemi di garanzia dei depositi e al fondo di risoluzione delle crisi.

Con riferimento alle **Rettifiche di valore** è evidente la costante

sovrastima che tende ad aumentare per effetto soprattutto della prima adozione del principio contabile IFRS9 che ha agevolato il raggiungimento di elevati livelli di copertura dei crediti deteriorati. Il consuntivo 2020 presenta un forte scostamento in quanto sono state incorporate in questa voce le incertezze legate all'evoluzione del ciclo economico a seguito della situazione pandemica. Con riferimento al periodo di

pianificazione 2022 si evidenzia uno scostamento significativo su questa voce, in quanto il dato di consuntivo incorpora le incertezze legate ai possibili effetti negativi del conflitto Russo/Ucraino. Alla luce delle incertezze geo-politiche e delle incertezze legate all'attuale scenario dei tassi di interesse le stime sono prudenziali per tutto il triennio di pianificazione.

Con riferimento al **Risultato netto** risulta evidente che solo nel primo anno di previsione i risultati sono allineati al budget mentre risultano scostamenti marcati nel secondo e terzo anno di previsione. I consuntivi a partire dal 2021 presentano un significativo scostamento positivo. L'andamento della voce utile netto risente positivamente delle dinamiche sopra descritte: incremento del margine di interesse e contenimento delle rettifiche su crediti.

RETTIFICHE E RIPRESE DI VALORE

(dati in Euro/000)	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026
Pianificazione 2017 Piano strategico 18-20	-13.612	-11.523	-10.500							
Pianificazione 2018		-11.500	-10.500	-9.500						
Pianificazione 2019			-7.700	-7.992	-7.115					
Pianificazione 2020 Piano strategico 21-23				-19.842	-20.099	-18.246				
Pianificazione 2021					-12.437	-12.005	-11.070			
Pianificazione 2022						-21.000	-19.000	-19.000		
Pianificazione 2023 Piano strategico 24-26							-17.271	-19.171	-19.500	
Consuntivo	-17.709	-11.096	-7.871	-21.021	-12.421	-15.556	-11.965			

Scostamento vs Consuntivo

Pianificazione 2017 Piano strategico 18-20	2.516	3.652	-10.521							
Pianificazione 2018		3.629	-10.520	-2.922						
Pianificazione 2019			-13.321	-4.430	-8.441					
Pianificazione 2020 Piano strategico 21-23				7.420	4.543	6.281				
Pianificazione 2021					-3.119	40				
Pianificazione 2022						9.035				

RISULTATO NETTO

(dati in Euro/000)	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026
Pianificazione 2017 Piano strategico 18-20	13.900	18.446	21.743							
Pianificazione 2018		13.542	19.447	22.243						
Pianificazione 2019			14.826	16.696	18.961					
Pianificazione 2020 Piano strategico 21-23				11.225	14.679	18.232				
Pianificazione 2021					16.064	17.436	19.885			
Pianificazione 2022						22.334	24.437	26.385		
Pianificazione 2023 Piano strategico 24-26							29.807	31.848	33.662	
Consuntivo	11.061	13.991	14.287	12.337	15.926	20.610	29.971			

Scostamento vs Consuntivo

Pianificazione 2017 Piano strategico 18-20	92	-4.159	-9.407							
Pianificazione 2018		744	-7.110	-6.317						
Pianificazione 2019			-2.490	-770	1.649					
Pianificazione 2020 Piano strategico 21-23				4.701	5.931	11.739				
Pianificazione 2021					4.546	12.535				
Pianificazione 2022						7.637				