

*Pescarolo ed Uniti (CR) – 12 aprile 2026*

*Carissimi azionisti,*

quest'anno Lindbergh compie 20 anni. In ognuno di questi anni abbiamo pensato che il bello dovesse ancora arrivare, come in un gioco dove sposti sempre più in là il traguardo, perché alla fine non vuoi arrivare mai. Ci siamo sicuramente goduti e gustati questo viaggio, nei momenti più complicati siamo rimasti uniti ed anche con un po' di sana leggerezza e incoscienza ne siamo usciti. Ecco, mi piace continuare a pensare che non ci sia un traguardo, perché quando c'è e ci arrivi, di fatto è finita. La mia ritrosia nel porre obiettivi a medio e lungo termine forse arriva proprio da questo modo di pensare. Noi dobbiamo "semplicemente" trovare il modo economicamente e finanziariamente più efficiente, efficace e sostenibile per incrementare giorno dopo giorno il valore di ogni singola azione in circolazione. Questo è l'obiettivo, è un moto continuo, non c'è un numero che ci può far pensare di essere arrivati.

L'anno scorso vi ho parlato di persone e valori che restano alla base di tutto ciò che facciamo, non siamo qui a decidere freddamente davanti a dei numeri cosa sia meglio fare o non fare. Vi ribadisco che ci interessa il "come", ancora prima del "cosa". Quest'anno voglio però focalizzare i miei pensieri sui quei pochi, pochissimi punti fermi che ci hanno guidato e che ci guideranno in tutte le decisioni future. E più saremo bravi a trasmettere questi concetti all'interno della nostra organizzazione e a tradurli in scelte e azioni quotidiane, più aumenterà la probabilità che il nostro gruppo cresca e prenda sempre più valore. In tanti di voi mi chiedono quale sia la difficoltà più grande che vediamo nel nostro progetto di sviluppo, credo sia proprio questa, far remare tutti nella stessa direzione.

Da quando l'azienda ha fatto il primo salto dimensionale, intorno al 2012, ho iniziato a pormi il problema dell'analisi e della rendicontazione dei flussi di cassa. Soprattutto in un periodo di forte espansione come quello, volevo capire dove finivano i soldi, visto che il conto economico era buono, ma a fine mese si faticava sempre con la liquidità. Non solo ho studiato, ma mi sono costruito il mio schema di rendiconto finanziario, che ogni mese mi dava una visione completa sui flussi di cassa. Da lì è stato un crescendo di azioni e decisioni volte a far migliorare quella situazione. Oggi la componente variabile degli stipendi dei nostri manager è anche legata a indici e parametri che misurano le performance del cash flow. Ho cercato di trovare delle similitudini efficaci per far comprendere diversi concetti, come quella della spugna per rappresentare il capitale circolante netto. Ne parlo con un certo grado di soddisfazione perché viene costantemente citata in tantissime circostanze, questo significa che ha fatto breccia. Quando la spugna si restringe libera acqua (cash) che ci disseta e ci fa star bene, quando invece si gonfia assorbe acqua (cash) e questo non va bene. Non ricordo a chi l'ho rubata, ma gliene sarò sempre grato. Questo solo per dirvi ancora una volta che il lavoro sulla cultura aziendale e sulla mentalità delle persone, se fatto bene, può davvero portarci molto lontano.

Ecco a voi i nostri pochi (ma buoni) punti fermi, presi direttamente dal rendiconto finanziario e analizzati in funzione dello sviluppo del nostro business.

## Cash operativo

Ben prima della scelta di approdare in Borsa, avevo letto buona parte della bibliografia disponibile su Warren Buffet. Da sempre mi hanno incuriosito le sue metodologie di valutazione delle aziende. Non volevo replicarne i successi, ci mancherebbe, volevo solo capire quali fossero i principali indici per lui determinanti nella valutazione di una società e ovviamente comprendere se la nostra piccola Lindbergh poteva avere qualche buona carta da giocare a tal proposito. Questi ragionamenti li ho affinati ancora di più negli ultimi anni grazie al confronto e all'aiuto di alcuni di voi, per me davvero prezioso. Torno all'obiettivo, al moto continuo di cui ho parlato in precedenza: **lavoriamo per far crescere il free cash flow per azione**. Partiamo quindi dal presupposto che il numero di azioni in circolazione (denominatore) è un parametro che ci interessa e di cui teniamo conto nelle nostre scelte. Poi c'è il numeratore, quindi la formazione del free cash flow. Fin da quando ero studente mi è sempre stato detto che le aziende falliscono quando finiscono i soldi in banca, vero. E' ancora più vero che, al contrario, le aziende crescono e prosperano quando producono cassa dalle loro operazioni caratteristiche e sanno poi come reinvestirle in modo profittevole. Questo è il mantra che tutta l'organizzazione deve fare proprio, quando anche un tecnico capirà che il suo lavoro è terminato non quando una caldaia è stata riparata, ma quando i soldi per quella riparazione sono in banca, allora saremo davvero sulla buona strada. Da questo punto di vista, soprattutto nel HVAC, dobbiamo fare di più, ciò che stiamo facendo non è sufficiente, in alcuni casi abbiamo una gestione dei crediti commerciali e dello stock di magazzino altamente deficitaria. Su questo stiamo lavorando con obiettivi precisi e azioni operative concrete. **Questo approccio si riflette anche nella scelta delle potenziali società target per le nostre acquisizioni**. L'attenzione è rivolta in primis all'analisi della capacità di queste aziende di produrre flussi di cassa operativi costanti nel tempo. Ricavi ricorrenti e marginalità costanti sono un ottimo punto di partenza e questi li si trovano quasi sempre nelle società che offrono servizi di assistenza e manutenzione e meno in quelle che offrono servizi di installazione. Ciò non significa che da qui ai prossimi 50 anni faremo solo acquisizioni di società di manutenzione, significa che oggi, analizzando il contesto attuale in cui operiamo, riteniamo più attraenti queste società. Domani, se dovesse cambiare lo scenario, **saremo orgogliosamente incoerenti** rispetto alle nostre attuali convinzioni.

## Cash per investimenti

Tolti gli investimenti legati alle operazioni straordinarie, non ritengo che un gruppo di servizi come il nostro debba sostenere anno dopo anno uscite di cassa importanti per questa voce del rendiconto finanziario. **Dobbiamo lavorare per ridurre i capex ricorrenti (software su tutti)**, negli anni li abbiamo gestiti davvero male. Potevamo spendere molto meno ed ottenere risultati migliori, li consideriamo degli incidenti di percorso, ma adesso dobbiamo fare tesoro degli errori fatti ed agire di conseguenza. **Abbiamo acquistato due immobili: resteranno casi isolati**. Non c'è nessuna intenzione di iniziare a impegnare risorse per investimenti immobiliari. In un caso, avendo acquistato un impianto autorizzato per la gestione dei rifiuti, non potevamo lasciare la proprietà in mano a terzi, essendo l'autorizzazione inscindibilmente legata all'immobile. Nell'altro caso, all'interno della trattativa per l'azienda Alpiclima, abbiamo deciso di procedere anche con l'acquisto dell'immobile per chiuderla più agevolmente, per evitare i costi operativi dell'affitto e soprattutto per ottenere l'erogazione di un mutuo a lungo termine che ha finanziato totalmente il cash pagato al closing.

Nelle società controllate del HVAC non sono necessari investimenti e non cerchiamo società *capital intensive*.

### **Cash da attività finanziaria**

Abbiamo un buon equilibrio tra PFN e EBITDA, questo può consentirci, **se lo riterremo necessario**, di spingere ulteriormente sulla leva finanziaria, considerando che l'indebitamento bancario puro (debiti bancari al netto della cassa disponibile) è di 500.000 Euro. Un altro aspetto che ritengo cruciale per la crescita costante e sostenibile per linee esterne, è la possibilità di ottenere dei **vendor loans** mediamente di 3 o 4 anni. Sostengo da sempre che i multipli di acquisto sono importanti, ma ancora più importante è trattare e ottenere dilazioni di pagamento che permettano una copertura annuale dei debiti con la generazione di nuova cassa operativa delle società acquisite.

### **Azioni proprie**

Abbiamo un piccolo tesoretto (non a caso in inglese si dice "treasury") di azioni proprie, circa il 2,5% del capitale. La tentazione di offrire parte di queste azioni come contropartita per l'acquisto delle società ogni tanto torna. In questi casi l'errore comune e umano che si tende a fare è concentrarsi sul prezzo di carico e quindi, in momenti di mercato buoni, ritenere che sia un grande affare cederle al venditore. Guardare quindi al passato e non al futuro. Chiedersi quanto questo tesoretto possa crescere nel tempo è la domanda che per prima dobbiamo porci. Ciò non significa escludere a priori il pagamento attraverso le azioni, che invece potrebbe essere interessante e conveniente per quei venditori che restano in azienda e possono contribuire sensibilmente al successo del nostro progetto nel medio/lungo termine. In merito al buyback, saremo sempre pronti a valutarne i benefici in funzione delle condizioni di mercato e delle altre opportunità alternative di investimento.

### **Compensi, bonus, dividendi**

Chiudo le mie riflessioni toccando questi argomenti, che in tante circostanze e legittimamente escono durante gli incontri con alcuni di voi. Partiamo dal presupposto che per noi che abbiamo fondato e costruito anno dopo anno l'azienda, resta la ferma volontà di continuare a controllare direttamente e senza vincoli o costrizioni il percorso del nostro business. Come dico sempre, la qualità della nostra vita passa indissolubilmente attraverso questa visione e questo approccio. Nel corso degli anni abbiamo sempre mantenuto i nostri compensi in linea con ciò che ci potevamo permettere e, anche se oggi potremmo permetterci di più, continuiamo ad essere convinti che il bonus più grande che possiamo ottenere è l'incremento del valore del nostro gruppo e quindi delle nostre azioni. Questo è il meccanismo di remunerazione premiale più efficiente che ci sia, non ne conosco di migliori. Il premio per noi è la remunerazione del nostro capitale, che si esprime sottoforma di dividendo e/o di plusvalore dell'azione e **non penalizza mai il conto economico**. Non escludo a priori la possibilità di erogare dividendi, ma con il percorso di crescita e sviluppo che abbiamo intrapreso, riterrei sbagliato impegnare in questa fase risorse a questo scopo a fronte di opportunità di investimento che, a mio parere, possono garantirci crescite di valore importanti nel tempo.

Rileggendomi, quest'anno ho tralasciato le riflessioni sul business, che comunque trovate in relazione. Non è stata una scelta voluta, probabilmente la necessità di mettere a fuoco determinati concetti riflette anche la metamorfosi del mio ruolo in azienda.

Il 13 giugno ci concederemo una giornata di festa tutti insieme per i nostri 20 anni, in un posto magnifico e unico al mondo come il Museo del Violino di Cremona, la città che ci ha adottato. A differenza dei bonus e dei lauti compensi non dati, questo peserà un po' sul conto economico.. siate comprensivi, succede solo ogni vent'anni, quasi come il Giubileo.

Vi voglio salutare quest'anno con una frase di uno dei miei autori preferiti, Nassim Nicholas Taleb dal suo libro "Antifragile".

*"Chiunque faccia previsioni sarà fragile rispetto agli errori di previsione"*

Grazie!

Michele

Michele Corradi - (CEO e co-founder di Lindbergh S.p.a.)