



Info e registrazioni: sardiniafinance@gmail.com

CICLO DI INCONTRI CON *SARDINIA IN BUSINESS & FINANCE*:

**LA VALUTAZIONE STRATEGICA E FINANZIARIA NEL PROCESSO DECISIONALE DI
UN FONDO DI PRIVATE EQUITY**

SABATO 20 OTTOBRE 2018 ORE 9.00, FACOLTA' DI ECONOMIA, AULA SIA 1B (EX AULA 12)

Docenti:

- ✓ **Stefano Piras** – Private equity professional at Andera Partners
- ✓ **Francesco Tronci** – Private equity professional at Investindustrial

Introduzione al caso

HF Case

Carlo Bianchi e' un manager di successo per una piccola impresa italiana, la HF.

Assunto 5 anni prima dalla famiglia che ha fondato e controlla HF (per portare un insieme di competenze manageriali e di controllo finanziario all'interno del management team), Carlo ha col tempo assunto pieno controllo della societa' in qualita' di Amministratore Delegato. Durante alcune recenti discussioni con gli azionisti e il consiglio di amministrazione, Carlo ha appreso che la famiglia intende cedere l'azienda e monetizzare cosi' il valore creato dai fondatori e dal management nel corso degli anni.

Una banca d'affari e' stata recentemente incaricata di preparare un "Confidential Information Memorandum" (CIM) che riassume i principali dati economico-finanziari e punti di forza dell'azienda e del mercato in cui essa opera, al fine di contattare possibili compratori (come ad esempio grossi imprenditori del settore, multinazionali operanti in settori adiacenti, fondi di investimento operanti nel settore del Private Equity).

Carlo ha iniziato a raccogliere alcune pagine di dati per la banca, che trovate in allegato. Nel frattempo, la banca gli ha gia' anticipato alcune tabelle di riepilogo sui transaction e trading comparables (anche queste allegate), utili a farsi un'idea delle possibili valutazioni per un'azienda nel settore.

Carlo ha iniziato a rivedere la documentazione, anche perche' ritiene questa possa essere un'opportunita' unica di valutare un possibile "Management Buy-Out" (MBO), ovvero un'acquisizione dell'intera azienda tramite una combinazione di Equity (che dovrebbe anticipare) e debito (da richiedere a delle banche finanziatrici).

Carlo e' molto interessato a capire le meccaniche di un MBO, e per questo ha chiesto a un suo amico che insegna Finanza all'Universita' di inoltrargli alcuni materiali teorici sull'argomento (anche questi in allegato). Giunto alla vigilia della pausa natalizia, Carlo ha stampato l'insieme degli allegati e si accinge a partire per la sua casa in montagna, determinato a capire cosa e' un MBO, quale possa essere il valore della HF che occorrerebbe pagare alla famiglia per assumere il controllo della societa', quali possano essere le possibili fonti di finanziamento da utilizzare per complementare la disponibilita' di cassa (circa 4 milioni) che Carlo ritiene di poter raggiungere vendendo eventualmente diversi immobili che ha ereditato, unite ai risparmi di una vita.

Avete un'opportunita' di visionare il pacchetto di informazioni che Carlo ha messo da parte, e aiutarlo in questa valutazione. Le domande chiave che Carlo vorra' farvi sono:

- 1) Quanto bisogna offrire alla famiglia affinche' non si sentano presi in giro da un'offerta troppo bassa? (Quale e' il valore dell'azienda?)
- 2) Quanto potrebbe essere ragionevolmente offerto da altri possibili compratori? (Quale e' verosimilmente il prezzo di mercato dell'azienda?)
- 3) Posto che diverse metodologie di valutazione daranno risultati (e quindi valori differenti), quali sono le metodologie di valutazione che Carlo dovrebbe utilizzare, e perche'?

The company at a glance

Home fragrance company Srl (“HF” or the “Company”) is one of the European leader in the high-end room fragrances sector.

The Company, established in 1995 in Milan, started its activity in the production of scented candles and later diversified its business to other ambience scenting products. In 2010 core business focuses on stick and catalytic diffusers primarily.

Value added relies mostly on the wide selection of refined fragrances that the Company develops, in collaboration with several selected suppliers in terms of quality and expertise. Complementary key for HF outstanding success is fragrance long lasting quality, which gives customers satisfaction for money.

HF sells to the retail channel in over 50 countries world wide, specifically to gift and household ware shops as well as high end department stores, total clients amount to over 1.500. The company distributes its products directly or through agents and, in the Far-East countries, through distributors.

Total turnover amounted to Euro 12,3 million in 2009, with 11% Ebitda margin.

The Company has shown constant growth and high profitability thanks to a light and extremely efficient business model where product creativity is developed in house while all production phases are outsourced to selected and reliable third parties.

Company Milestones

1995 The company, founded by Mr. Rossi, started its production of hand-made candles

2002 Production of scented candles and scent diffusers (indicative sales: Euro 1 million)

2003 Mr. Bianchi joins HF. He is appointed CEO.

2007 Sales reach Euro 11 million

2007 Shift to the new location and externalization of all the production activities to selected third party manufacturers

2009 Establishment of the distributive subsidiary in the United States: HF USA Inc.

Investment Consideration:

European Leadership in a High-End Market Niche

Strong brand awareness and capillary presence on the gift retail channel in Italy.

Investment in mono brand flagship stores and monobrand shop in shop corners.

Focused marketing efforts to boost corporate image.

Fast increasing presence in International markets (export to over 50 countries)

Products Wide Range and Quality

A rich catalogue of complementary scented accessories in over 40 exceptionally long lasting fragrances.

Strong competitive advantage given higher percentage of fragrance per product

Certified nontoxic, ingredients

Value added design element contributing to products high end decorative function

Strong financial performance

Since foundation in 2002 the company has shown a unique positive trend in terms of sales, and despite advertising and marketing investments and the current market downturn, margins have always been robust with performances overcoming competitors.

Low Capital intensity.

Unrelenting positive Cash Flow.

Compelling Growth Prospects

Further consolidation of the HF brand in the national market through:

- a more structured commercial division;
- transition from a push sale to a pull sale model;
- progressive wider shop in shop presence.

Increasing European coverage through:

- extending to Germany, Austria, Switzerland, Benelux, France and UK the shop in shop distribution model;
- possible setting up of a German subsidiary;
- creating a dedicated international marketing structure.

Overseas Project articulates in:

- Implementing USA start up through:
- Expansion to the North Eastern area by leveraging on the two Florida monobrand stores' experience
- Starting a competent local management structure;
- Structuring a network of distributors;
- Boosting e-commerce sales;
- Entering new fast growing markets: South America, EE, Russia, Australia

Business description

HF offers 45 different fragrances and more than 120 different products.

HF's main expertise is the selection of high level fragrances and the customization to different products.

All the fragrances are entirely produced in Italy and France by certified and high quality suppliers.

HF scented products comply with all European and US regulations.

Product offering

Stick Diffusers

The scented liquid, absorbed by the wood sticks, diffuses into the room.

The stick diffusers represent the core business, almost the corporate identity, and a cash cow product.

Catalytic diffusers

The catalytic combustion technology was originally developed in the late 1800s by a French company that is still now the market leader. With fragrance added to the isopropyl alcohol based lamp fuel, the catalytic burner lamp becomes a fragrance lamp, diffusing scents into the air while it purifies it.

HF has a trade mark and a brand positioning second worldwide in this niche market (estimated in 60 million Euros)

Even though the main competitor invented such diffusers 100 years ago, HF is achieving a great success in this specific sector because of innovative and appealing “Italian” design of the bottles and the wide choice and quality of the fragrances.

Scented Candles

The scented candles are the first products that HF produced and where the company has a great expertise.

The candles are sold in three main formats: normal, tea-light and in jar.

Scented stones and sachets

Perfumed stones to pour into a large container which allows the fragrance to circulate in the ambience

Colored fabric sachets or cards to perfume wardrobes, drawers and small spaces.

Other scented products

Home spray, refresher oil, wood travel diffuser, eau de toilette, shower gel, soap, body cream.

Bath products

The same room fragrance ranges are available in the body products (shower gel, body cream and body mist).

Laundry products

Line of products that gives the possibility of adding fragrance to textiles (ironing products, travel scented cards, detergents, softeners etc..)

Accessories

Accessories for diffusers (e.g. different bases for stick diffusers, diffusion through ceramic caps and original sticks) and for tea-light candles (design and artistic candle holders and bases)

Product lines

All the 45 fragrances available for the products are divided in three “product lines”, each with specific characteristics, which differentiate also in the look, features and price of the products.

Distribution network

ITALY

HF covers all Italian regions through a network of 22 non-exclusive agents who distribute a portfolio of high-quality objects and accessories for interiors decoration.

Currently, more than 150 “shop-in-shop” corners (from 6 to 20 sqm) are placed inside clients’ shops.

The Company sells its products also through two flagship stores in the city centre of Milan

EUROPE

A widespread network of 17 non-exclusive agents distribute HF products in the following EU countries: Germany, Switzerland, Austria, Belgium, Luxemburg, Netherlands, France, U.K., Portugal, Czech Republic, Slovakia.

In Spain, the company can rely on a distributor.

USA

In February 2009, HF invested almost 450.000 USD for the establishment in Florida of an exclusive distribution company for the United States market (“HF USA Inc.”). Its offices and warehouse are located in Hollywood, Florida.

The choice of a direct investment in the creation of a distribution company relies on the belief that the USA represent a “green field” with huge potential, where no major player has yet a strong brand awareness and a dominant market share. Contingent currency exchange rates and favorable renting conditions facilitated the start up.

Currently the company distributes its products in two malls in Miami and in Boca Raton.

HF is achieving great results through the e-commerce activity on the company website.

Wholesale distribution will be launched at the NY trade fair in August 2010

Rest of the World

HF exports and sales in China, Japan, South Korea and Hong Kong through distributors.

Competitive Scenario



- While major multinational players such as S.C. Johnson & Son Inc. (Glade/Brise and Oust), Reckitt Benckiser (Air-Wick), P&G (Febreze), Sara Lee (Ambi Pur) dominate the mass market channel through their costly advertising super brands, the niche upscale retail market is highly fragmented with few local players and brands. This niche is the competitive arena of HF.

M&A transactions

Date	Target	Acquiror	Stake Acquired	Enterprise Value (Eur mln)	EV/sales	EV/Ebitda	EV/Ebit
set-13	Yankee Candle Co. Inc.	Jarden Corporation	Majority	1328,5	2,10x	8,70x	10,40x
ago-13	Colomer Beauty and Professional Products S. L.	Revlon Consumer Products Corporation	100%	497,7			
mag-13	Move Collective LLC	Seventh Generation Inc	100%				
mag-13	Iberchem S. A.	Magnum Capital Industrial Partners	100%	79,8	1,30x		
dic-12	Aesop Retail Pty Ltd	Natura Cosmetics S.A.	65%	82,9			
ott-12	Lampe Berger SA	Azulis Capital	100%				
ott-12	Quimiromar S.L.	Realza Capital	100%				
ott-12	Jeyes Group Ltd.	Nice - Park International Ltd	Majority				
set-12	NEST Fragrances	Tengram Capital Partners	58%				
set-12	S. H. Kelkar & Co. Pvt. Ltd.	Blackstone	33%	105,4	1,20x		6,70x
dic-11	Parlux Fragrances Inc.	Perfurmania Holdings Inc	100%	156,8	1,70x	42,80x	82,70x
ott-11	Les Colorants Wackherr do Brasil Ltda	Sensient Technologies Corporation	50%	8,7	1,30x		
ott-11	OJSC Concern Kalina	Unilever Plc	Majority	603,8	2,10x	12,90x	16,30x
apr-11	Midwest CBK Inc.	Blyth Inc	100%	24,6	0,30x		
nov-10	Re.Le.Vi. SpA	PM & Partners SGR	100%				
apr-10	PT Megasari Makmur Group	Godrej Consumer Products Limited	Majority	89,5	1,00x		
dic-09	Sara Lee	Procter & Gamble	100%	320	1,20x		
mar-09	Domistyle Inc	Brenda Buell	Majority	4,9			
giu-07	The Thymes LLC	Ares Management	Majority				
apr-07	La Gardenia Beauty SpA	SVR S. A.	30%				
ott-06	Yankee Candle Co. Inc.	Madison Deabuorn Partners LLC	100%	1295,7	2,70x	10,20x	12,10x
ago-06	Blyth HomeScents International GmbH	ALG Holdings AB	Majority				
mag-05	Unilever Cosmetic International	Coty Inc	100%	636,8	1,30x		
apr-05	Diptyque	Manzanita Capital Limited	100%				
feb-05	Waterbury Acquisition Corp.	JO capital Management Group Ltd	100%	62,7	1,00x		
				Median	1,30x	11,55x	12,10x

Stock peers 2010

Company	Country	Market Cap	EV FY	EV/Sales			EV/Ebitda			EV/Ebit			P/E						
				LTM	2010	2011	2012	LTM	2010	2011	2012	LTM	2010	2011	2012				
Lancaster Colony Corporation	United States	1.189	1.108	1,3x	1,4x	1,4x	1,3x	6,9x	7,6x	8,8x	8,1x	9,0x	8,5x	9,8x	9,1x	15,2x	14,1x	15,7x	14,5x
The Estée Lauder Companies Inc	United States	11.782	11.884	1,9x	2,1x	1,9x	1,8x	12,5x	14,0x	12,5x	11,2x	16,9x	18,0x	16,0x	14,0x	30,3x	33,9x	25,0x	21,7x
L'Oréal International S.A.	Luxembourg	3.047	3.073	5,0x	4,6x	3,9x	3,3x	22,7x	20,9x	16,7x	13,6x	24,3x	25,6x	21,7x	17,1x	39,6x	32,0x	29,5x	24,1x
MEDIAN		3.047	3.073	1,9x	2,1x	1,9x	1,8x	12,5x	14,0x	12,5x	11,2x	16,9x	18,0x	16,0x	14,0x	30,3x	32,0x	25,0x	21,7x

Company	Country	Market Cap	EV	EV/Sales			EV/Ebitda			EV/Ebit			P/E						
				LTM	2010	2011	2012	LTM	2010	2011	2012	LTM	2010	2011	2012				
Avon Products Inc	United States	9.301	10.751	1,3x	1,4x	1,3x	1,2x	10,7x	10,8x	10,1x	8,8x	12,4x	12,4x	11,7x	10,0x	18,1x	20,0x	15,6x	13,4x
Reckitt Benckiser Group plc	United Kingdom	29.779,6	32.245	3,3x	3,2x	3,0x	2,7x	11,6x	12,3x	10,5x	10,3x	11,6x	13,1x	11,5x	11,2x	19,2x	18,1x	15,4x	15,6x
The Procter & Gamble Company	United States	134.288,8	156.498	2,5x	2,7x	2,6x	2,5x	10,2x	11,1x	10,4x	9,8x	13,2x	13,2x	12,2x	11,4x	20,9x	18,2x	16,1x	14,7x
L Brands, Inc.	United States	7.391,9	8.087	1,3x	1,3x	1,2x	1,2x	8,9x	9,2x	7,1x	6,6x	9,9x	13,3x	9,1x	8,4x	16,0x	22,4x	15,6x	13,9x
MEDIAN		19.540	21.498	1,9x	2,1x	2,0x	1,9x	10,4x	10,9x	10,2x	9,3x	12,0x	13,2x	11,6x	10,6x	18,7x	19,1x	15,6x	14,3x

Financials

Key Financials

<u>CONTO ECONOMICO</u>	Actual			CAGR
	dic-08	dic-09	dic-10	
€/000				
RICAVI di VENDITA	11.827,9	12.148,3	13.400,0	6,4%
YoY		2,7%	10,3%	
Margine di Contribuzione	7.866,1	7.865,3	8.497,6	3,9%
% su ricavi	66,5%	64,7%	63,4%	
EBITDA	1.541,0	1.310,9	2.346,2	23,4%
YoY		-14,9%	79,0%	
% su ricavi	13,0%	10,8%	17,5%	
EBITA	1.415,6	1.139,6	2.264,9	26,5%
YoY		-19,5%	98,7%	
% su ricavi	12,0%	9,4%	16,9%	
Utile Netto	928,0	744,5	1.488,1	26,6%

Balance Sheet

<u>STATO PATRIMONIALE</u>	Actual		
	dic-08	dic-09	dic-10
€/000			
Magazzino	1.386,0	1.635,8	1.635,8
Crediti v/clienti	3.806,0	3.861,5	4.405,5
Debiti v/fornitori	(3.419,0)	(3.920,9)	(3.490,2)
Altro ccn	214,7	757,1	265,7
Capitale circolante netto	1.987,7	2.333,5	2.816,8
Valore Partecipazione	0,0	0,0	0,0
Imm. immateriali	108,7	252,8	254,5
Imm. materiali	298,3	230,5	238,4
Imm. finanziarie	79,2	204,3	204,3
Att. immobilizzato netto	486,2	687,6	697,2
Fondi	(73,3)	(72,8)	(76,2)
CAPITALE INVESTITO NETTO	2.400,6	2.948,3	3.437,8
PATRIMONIO NETTO	3.126,8	3.871,7	5.359,4
INDEBITAMENTO FIN. NETTO	(726,2)	(923,4)	(1.921,6)
PN ed IND FIN NETTO	2.400,6	2.948,3	3.437,8

Cash Flow

RENDICONTO FINANZIARIO	Actual		
	dic-08	dic-09	dic-10
€/000			
INDEBITAMENTO FIN. NETTO - iniziale	(726,2)	(923,4)	
EBITDA	1.310,9	2.346,2	
Delta ccn	(345,8)	(483,3)	
Delta TFR	(1,1)	1,1	
Delta fondi	0,6	2,3	
R&D			
Investimenti	(414,9)	(68,9)	
FLUSSO di CASSA OPERATIVO	549,7	1.797,4	
Altro (straordinari)	79,9	13,4	
Imposte sul reddito	(411,1)	(801,3)	
FC per l'IMPRESA	197,2	979,0	
Delta PN	0,0	0,0	
Oneri finanziari	0,0	19,2	
FC a SERVIZIO dell'IND FIN NETTO	197,2	998,2	
INDEBITAMENTO FIN. NETTO - finale	(726,2)	(923,4)	(1.921,6)

Business Plan

CONTO ECONOMICO	PREVISIONI MANAGEMENT				
	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15
€/000					
RICAVI di VENDITA	15.500,4	18.002,8	21.509,4	24.500,9	28.000,8
YoY	15,7%	16,1%	19,5%	13,9%	14,3%
Margine di Contribuzione	9.835,0	11.422,8	13.647,7	15.545,8	17.766,5
% su ricavi	63,4%	63,5%	63,4%	63,4%	63,4%
EBITDA	2.830,0	3.410,0	4.220,0	4.930,0	6.060,0
YoY	20,6%	20,5%	23,8%	16,8%	22,9%
% su ricavi	18,3%	18,9%	19,6%	20,1%	21,6%
EBITA	2.782,3	3.356,0	4.159,7	4.863,3	5.987,0
YoY	22,8%	20,6%	23,9%	16,9%	23,1%
% su ricavi	18,0%	18,6%	19,3%	19,8%	21,4%
Utile Netto	1.676,5	2.058,3	2.617,3	3.125,3	3.925,6
Utile netto adj. Per avviamento	1.676,5	2.058,3	2.617,3	3.125,3	3.925,6

Stato Patrimoniale

STATO PATRIMONIALE	PREVISIONI MANAGEMENT				
	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15
€/000					
Magazzino	1.892	2.197,7	2.651,8	3.020,7	3.452,2
Crediti v/ clienti	5.096,0	5.918,7	7.071,6	8.055,1	9.205,7
Debiti v/ fornitori	(3.968,7)	(4.554,7)	(5.445,0)	(6.206,2)	(7.009,4)
Altro ccn	311,9	362,3	432,8	493,0	563,5
Capitale circolante netto	3.331,5	3.924,0	4.711,3	5.362,6	6.212,0
Valore Partecipazione	10.587,2	10.587,2	10.587,2	10.587,2	10.587,2
Imm. immateriali	400,1	362,6	322,2	278,7	232,3
Imm. materiali	269,2	296,6	320,7	341,5	358,9
Imm. finanziarie	204,3	204,3	204,3	204,3	204,3
Att. immobilizzato netto	11.460,7	11.450,7	11.434,4	11.411,7	11.382,7
Fondi	(24,0)	(24,0)	(24,0)	(24,0)	(24,0)
CAPITALE INVESTITO NETTO	14.768,2	15.350,7	16.121,6	16.750,3	17.570,7
PATRIMONIO NETTO	9.933,7	11.992,0	14.609,2	17.734,5	21.660,1
INDEBITAMENTO FIN. NETTO	4.834,5	3.358,7	1.512,4	(984,2)	(4.089,4)
PN ed IND FIN NETTO	14.768,2	15.350,7	16.121,6	16.750,3	17.570,7
<i>ebitda / oneri finanziari netti</i>	<i>12,4x</i>	<i>14,8x</i>	<i>20,0x</i>	<i>29,2x</i>	<i>49,5x</i>
<i>ebit / oneri finanziari netti</i>	<i>12,1x</i>	<i>14,5x</i>	<i>19,7x</i>	<i>28,8x</i>	<i>48,9x</i>
<i>PFN / ebitda</i>	<i>1,7x</i>	<i>1,0x</i>	<i>0,4x</i>	<i>-0,2x</i>	<i>-0,7x</i>

Cash Flow

RENDICONTO FINANZIARIO	PREVISIONI MANAGEMENT				
	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15
€/000					
INDEBITAMENTO FIN. NETTO - iniziale	(6.000,0)	(4.834,5)	(3.358,7)	(1.512,4)	984,2
EBITDA	2.830,0	3.410,0	4.220,0	4.930,0	6.060,0
Delta ccn	(514,7)	(592,5)	(787,3)	(651,3)	(849,4)
Delta TFR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Delta fondi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
R&D					
Investimenti	(80,0)	(80,0)	(80,0)	(80,0)	(80,0)
FLUSSO di CASSA OPERATIVO	2.235,3	2.737,5	3.352,7	4.198,7	5.130,6
Altro (straordinari)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Imposte sul reddito	(840,7)	(1.031,0)	(1.295,5)	(1.533,3)	(1.903,1)
FC per l'IMPRESA	1.394,6	1.706,4	2.057,2	2.665,4	3.227,5
Delta PN	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Oneri finanziari	(229,1)	(230,7)	(210,8)	(168,8)	(122,4)
FC a SERVIZIO dell'IND FIN NETTO	1.165,5	1.475,8	1.846,4	2.496,6	3.105,2
INDEBITAMENTO FIN. NETTO - finale	(4.834,5)	(3.358,7)	(1.512,4)	984,2	4.089,4

Teoria

Key financials

Income statement / Conto economico

(€k) = (€'000)	2013A	2014E	2015E
Revenues / Ricavi			1)
CoGS / Costo del venduto			2)
Gross Income / Margine lordo			3) = 1) - 2)
SG&A / Costi generali e amministrativi			4)
EBITDA / Margine operativo lordo			5) = 3) - 4)
D&A / ammortamenti e svalutazioni			6)
EBIT / Margine operativo netto, Reddito operativo			7) = 5) - 6)
Interests / Interessi			8)
EBT / Utile ante imposte			9) = 7) - 8)
Taxes / Imposte			10)
Net Income (Loss) / Utile (Perdita)			11) = 9) - 10)

Cash flows / Flussi di cassa

Cash flows (€k)	2013A	2014E	2015E
EBIT			1)
(Taxes)			2)
NOPAT o EBIAT			3) = 1) - 2)
D&A			4)
EBITDA without taxes			5) = 3) - 4)
(Increase) / decrease in working capital / (Aumento) / Diminuzione capitale circolante netto			6)
(Increase) / decrease capital expenditures / (Aumento) / Diminuzione Investimenti capitali			7)
Free Cash Flow from Operating activities / FCFO, FCFF, UFCF			8) = 5) +/- 6) +/- 7)

Enterprise value can be calculated through DCF / LBO / Multiples models. E.V. - Net debt = Equity Value

Source: SBF disclosure

Key financials (cont'd)

Balance sheet / Stato patrimoniale

(€k) = (€'000)	2013A	2014E	2015E
Net fixed assets, Non current assets / Attivo fisso netto, Attivo non corrente			1) = 2) + 3) + 4)
<i>Property, plant and equipment / Immobilizzazioni materiali</i>			2)
<i>Intangible assets / Immobilizzazioni immateriali</i>			3)
<i>Financial assets / Immobilizzazioni finanziarie</i>			4)
Current assets / Attivo corrente			5) = 6) + 7) + 8)
<i>Inventories / Magazzino</i>			6)
<i>Receivables / Crediti commerciali</i>			7)
<i>Other current assets / Altri crediti</i>			8)
Cash & equivalents / Cassa e mezzi equivalenti			9)
Total assets / Totale attivo			10) = 1) + 5) + 9)
Current liabilities / Passivo corrente			11) = 12) + 13)
<i>Suppliers / Fornitori</i>			12)
<i>Other current liabilities / Altre passività correnti</i>			13)
Financial liabilities / Passività finanziarie			14) = 15) + 16)
<i>Debt medium/long term / Debito finanziario a MLT</i>			15)
<i>Debt short term / Debito finanziario a BT</i>			16)
Pensions / TFR			17)
Minorities / Patrimonio netto di terzi			18)
Equity / Patrimonio netto			19)
Total liabilities / Totale passivo			20) = 11) + 14) + 17) + 18) + 19)

Source: SBF disclosure

Key indicators for LBO

EBITDA

- EBITDA is essentially net income with interest, taxes, depreciation, and amortization added back to it, and can be used to analyze and compare profitability between companies and industries because it eliminates the effects of financing and accounting decisions
- EBITDA first came into common use with leveraged buyouts in the 1980s, when it was used to indicate the ability of a company to service debt. As time passed, it became popular in industries with expensive assets that had to be written down over long periods of time. EBITDA is now commonly quoted by many companies, especially in the tech sector - even when it isn't warranted
- A common misconception is that EBITDA represents cash earnings. EBITDA is a good metric to evaluate profitability, but not cash flow. EBITDA also leaves out the cash required to fund working capital and the replacement of old equipment, which can be significant. Consequently, EBITDA is often used as an accounting gimmick to dress up a company's earnings. When using this metric, it's key that investors also focus on other performance measures to make sure the company is not trying to hide something with EBITDA

Cash flows

- A revenue or expense stream that changes a cash account over a given period. Cash inflows usually arise from one of three activities - financing, operations or investing - although this also occurs as a result of donations or gifts in the case of personal finance. Cash outflows result from expenses or investments. This holds true for both business and personal finance
- An accounting statement called the "statement of cash flows", which shows the amount of cash generated and used by a company in a given period. It is calculated by adding noncash charges (such as depreciation) to net income after taxes. Cash flow can be attributed to a specific project, or to a business as a whole. Cash flow can be used as an indication of a company's financial strength

Financial debt outstanding

- In an LBO, there is usually a ratio of 70% debt to 30% equity. Because of this high debt/equity ratio, the bonds usually are not investment grade and are referred to as junk bonds. Leveraged buyouts have had a notorious history, especially in the USA in 1980s when several prominent buyouts led to the eventual bankruptcy of the acquired companies. This was mainly due to the fact that the leverage ratio was nearly 100% and the interest payments were so large that the company's operating cash flows were unable to meet the obligation. However, in Europe, often due to a less aggressive strategy carried out by the funds, the LBOs represented a value added instrument for financial sponsors to purchase a company without using entirely equity. This method allowed the funds to allocate more funds to the growth of the company (internationalization, M&A, etc.). The "growth equity LBO" uses less debt to acquire a company

Cash flows are fundamental to properly assess a LBO because of deleveraging and dividends repayment

Source: Investopedia, SBF disclosure

Metodi di valutazione

Principali metodi di valutazione nel Private Equity

		QUOTA	
		NON DI CONTROLLO	DI CONTROLLO
VALUTAZIONE	PUNTUALE	Multipli di borsa	Multipli di transazione
	PROSPETTICA		DCF LBO

- Valutazione relativa vs assoluta
- Valutazione puntuale vs prospettica
- Premio per il controllo

Source: Lazard, SBF disclosure

Metodo dei multipli

Principali metodi di valutazione nel Private Equity

- **PRINCIPIO:** il valore di una società può essere determinato assumendo come riferimento le indicazioni fornite dal mercato per società con caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione
- E' fondamentale la COMPARABILITA'
- **Fasi del metodo:**

STEP	ISSUE
1. Determinazione del campione di società comparabili	▪ Le società del campione devono avere attività comparabili
2. Preparazione dati e calcolo multipli per ciascuna delle società quotate del campione	▪ Coerenza tra numeratore e denominatore ▪ Comparabilità dei dati: riclassificazione, principi contabili, calendarizzazione, normalizzazione
3. Interpretazione e scelta	▪ Scelta del multiplo da applicare

Source: Lazard, SBF disclosure

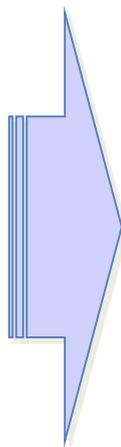
Scelta del Campione di Società Comparabili

Metodo dei Multipli

- **PRINCIPIO:** l'impossibilità pratica di trovare società omogenee sotto ogni profilo induce a determinare il paniere di società comparabili sulla base degli attributi ritenuti più significativi

PARAMETRI

- Business
- Business mix (conglom. vs pure player)
- Prospettiva di crescita
- Dimensione del business
- Profittabilità del business
- Presenza geografica
- Liquidità del titolo
- Società capital intensive
- Solidità finanziaria
- ...



INDICATORI

- Attività
- Split dei ricavi, EBITDA
- Evoluzione dei ricavi, profitti, clienti, qualità economics
- Ammontare dei ricavi e ciclo di vita
- Margini (EBITDA margin, EBIT margin, ecc..)
- Split dei ricavi per paese
- Dimensione e rotazione del capitale/flottante
- Capex
- Ratios net debt (D/E, Net Debt/EBITDA,...)
- ...

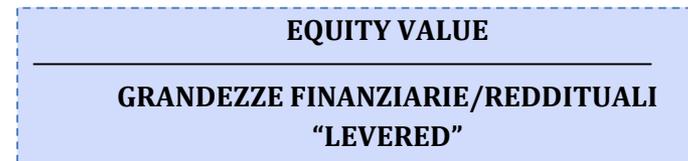
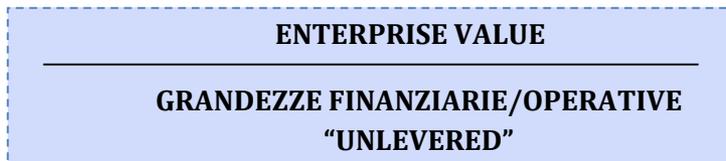
DOVE CERCARE:

- Ricerche analisti, studi di settore, database (Bloomberg, Facset,..), esperti del settore, transazioni recenti, pubblicazioni specialistiche, ecc...

Source: Lazard, SBF disclosure

Multipli di mercato: concetto

Multipli di mercato (rapporto tra valori borsistici e grandezze economiche/patrimoniali/operative)



EQUITY VALUE VS ENTERPRISE VALUE



Enterprise Value

- PFN

= Equity Value

ALCUNE REGOLE

- **Coerenza tra numeratore e denominatore**
 - ✓ Valori di mercato piuttosto che valori di bilancio
 - ✓ Considerare sempre fonti ufficiali come punto di partenza dei dati
 - ✓ Cercare di capire i multipli ottenuti e confrontarli con quelli delle ricerche di mercato
 - ✓ Nel caso di livelli anormali dei multipli ottenuti
 - Verificare il meccanismo di calcolo
 - Verificare i dati di base e i relativi aggiustamenti
 - Confrontare i dati alla base dei calcoli effettuati con i dati delle ricerche di mercato

Source: Lazard, SBF disclosure

Tipologie di multipli

Multipli Enterprise Value

MULTIPLI	PROS	CONS	SINTESI
EV/Sales	<ul style="list-style-type: none"> Utile per taluni settori nei quali le vendite sono una variabile importante Margini, cash flow negativi 	<ul style="list-style-type: none"> Presuppone implicitamente una omogeneità nel profilo di profittabilità tra le diverse imprese 	<ul style="list-style-type: none"> Permettono di utilizzare variabili che minimizzano gli effetti delle politiche contabili Evita che il multiplo sia influenzato dalla struttura del capitale Permettono di escludere dalla valutazione gli asset non core
EV/EBITDA	<ul style="list-style-type: none"> Può essere considerato una proxy del cash flow operativo (ante capex) Non risente in maniera evidente delle diverse politiche contabili 	<ul style="list-style-type: none"> Non permette di prendere in considerazione la dotazione di capitale delle società analizzate (sopra/sottovalutazione in funzione dell'ammontare degli ammortamenti) 	
EV/EBIT EV/EBITA	<ul style="list-style-type: none"> Permette di prendere in considerazione le differenze nella dotazione di capitale E' un indicatore della redditività operativa dell'impresa 	<ul style="list-style-type: none"> Rischi relativi alle differenze contabili nel trattamento degli ammortamenti 	
EV/OPFCF (1) EV/FCF (2)	<ul style="list-style-type: none"> Non risente in maniera evidente delle diverse politiche contabili Riflette la maggiore o minore capacità dell'impresa di generare flussi di cassa positivi 	<ul style="list-style-type: none"> No dati sintetici, maggiore laboriosità nel calcolo Rischio di essere poco efficaci, a causa dell'eccessiva volatilità che le fluttuazioni nelle voci del cash flow possono ingenerare 	
EV/Dati Operativi	<ul style="list-style-type: none"> Facilita la comparazione di imprese che operano nello stesso settore 	<ul style="list-style-type: none"> Non indicativi della profittabilità di una impresa Utilizzati come analisi complementare ad altri multipli 	

Source: Lazard, SBF disclosure

Note: 1) OPFCF: EBITDA - Capex +/- Var. CN

2) FCF: OPFCF - Impatto fiscale

Tipologie di Multipli

Multipli Equity Value

MULTIPLI

PROS

CONS

SINTESI

Price/Earnings

- Semplicità di calcolo
- Diffusione all'interno della comunità finanziaria

- Differenze nei principi contabili delle diverse imprese
- Differenze nell'imposizione fiscale
- Differenze nella struttura finanziaria

Price/Cash Earnings ⁽¹⁾

- Permette di correggere i risultati, mitigando le differenze contabili legate al trattamento degli ammortamenti

- Poco utilizzato
- Differenze nell'imposizione fiscale
- Differenze nei principi contabili delle diverse imprese (ad esclusione delle politiche di ammortamento) e nella struttura finanziaria

Price/Book Value

- Risulta particolarmente utile con riferimento alle imprese che appartengono a settori dove gli asset tangibili sono la primaria fonte di generazione di valore (banche, asset management)

- Differenze nei principi contabili e nei livelli di leva finanziaria possono distorcere il valore assunto dal multiplo

Dividend Yield Cash flow Yield ⁽²⁾

- Utile ai fini del calcolo di un valore limite per un titolo

- Dipendenza eccessiva dalle diverse politiche di distribuzione dei dividendi (no cash flow yield) e dalle diverse politiche fiscali
- Differenze nei principi contabili delle diverse imprese

- Sono più facilmente calcolabili
- Sono più familiari agli investitori

Source: Lazard, SBF disclosure

Note: 1) Utile netto + Depreciation + Amortisation; in realtà dovrebbe coincidere con il cash flow a disposizione per gli azionisti

2) Cash flow + Dividendi distribuiti

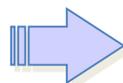
Scelta del Campione di Società Comparabili

Metodo dei Multipli

- **PRINCIPIO:** l'impossibilità pratica di trovare società omogenee sotto ogni profilo induce a determinare il paniere di società comparabili sulla base degli attributi ritenuti più significativi

PARAMETRI

- Business
- Business mix (conglom. vs pure player)
- Prospettiva di crescita
- Dimensione del business
- Profittabilità del business
- Presenza geografica
- Liquidità del titolo
- Società capital intensive
- Solidità finanziaria
- ...



INDICATORI

- Attività
- Split dei ricavi, EBITDA
- Evoluzione dei ricavi, profitti, clienti, qualità economics
- Ammontare dei ricavi e ciclo di vita
- Margini (EBITDA margin, EBIT margin, ecc..)
- Split dei ricavi per paese
- Dimensione e rotazione del capitale/flottante
- Capex
- Ratios net debt (D/E, Net Debt/EBITDA,...)
- ...

DOVE CERCARE:

- Ricerche analisti, studi di settore, database (Bloomberg, Facset,..), esperti del settore, transazioni recenti, pubblicazioni specialistiche, ecc...

Metodo dei Multipli

Interpretazione e scelta dei multipli

- Non esistono regole di scelta ma solo il giudizio e il buon senso del valutatore
- Fondamentale ovviamente la comparabilità del business
- I multipli di Enterprise Value (in particolare EV/EBITDA) sono generalmente più utilizzati perché indipendenti dalla struttura finanziaria e risentono in maniera meno forte delle politiche contabili (eccezione settore banche)
- **Orizzonte temporale**
 - ✓ Ultimo anno, LTM, anno corrente, anno corrente + 1
 - ✓ Media storica, settori ciclici (analisi complementare)
- **In generale il multiplo da applicare ai dati della società oggetto di valutazione:**
 - ✓ Multiplo medio
 - ✓ Multiplo mediano
 - ✓ Eliminazione degli estremi
- **E' utile fare un'analisi di correlazione al fine di comprendere i multipli/le società da utilizzare secondo il mercato (Multiplo EV/Equity - CAGR EBITDA/EBIT/EPS, Multiplo EV - EBITDA/EBIT margin,...)**

Finalità e limiti delle principali metodologie di valutazione

Scenario

SOCIETÀ

- Società quotate
- Dimensione, business e struttura finanziaria simili
- Valutazione mediante moltiplicatori
- I multipli evidenziano il modo in cui il mercato valuta le prospettive future di una società

TRANSAZIONI

- Valore pagato in transazioni che hanno coinvolto società simili
- I multipli di transazione riflettono il valore strategico di una società per l'acquirente
- E' incluso il takeover premium

CASH FLOW (DCF)

- Valutazione basata sul NPV dei free cash flow attesi
- WACC come tasso di sconto
- Il metodo DCF richiede un'analisi approfondita della società e di conseguenza l'accesso a informazioni approfondite

+ MARKET INTELLIGENCE

CONCLUSIONI SULLA VALUTAZIONE

DCF - unlevered

Come utilizzare il DCF unlevered

- **L'analisi dei DCF è l'unico strumento che permette di determinare il valore "intrinseco" di una società**
 - ✓ Le valutazioni basate su società appaiono più appropriate a fornire un'indicazione del *sentiment* di mercato in un certo periodo di tempo
- **Per raggiungere questo scopo il DCF deve basarsi su un modello economico realistico per la società in questione**
- **E' necessario capire il business della società ed in particolare le relazione tra:**
 - ✓ Ricavi-e Margine Operativo (c.d. leva operativa),
 - ✓ e tra crescita dei margini e gli investimenti necessari a sostenere la crescita (c.d. creazione di valore)
- **Il valore risultante dall'analisi DCF (*asset side*) è il valore atteso (NPV) di:**
 - ✓ Free cash flow del periodo di previsione esplicita
 - ✓ Terminal Value (valore della società oltre il periodo di previsione esplicita)
- **NPV è calcolato usando come tasso di sconto il WACC**

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^n}$$

$$TV = \frac{FCF_N * (1+g)}{WACC - g}$$

Source: Lazard, SBF disclosure

DCF – Terminal Value

Importanza del Terminal Value

La determinazione del TV rappresenta l'aspetto cruciale di ogni valutazione DCF

- **Il TV riflette il valore di una società oltre il periodo di previsione esplicita**
 - ✓ La teoria suggerisce che il periodo di previsione debba essere esteso fino a quando la società non raggiunga una fase di c.d. steady state, caratterizzato da flussi di cassa stabili
 - ✓ Nella prassi, il periodo di previsione esplicita varia generalmente tra 5 – 10 anni
- **Il peso del TV sulla valutazione è funzione della lunghezza del periodo di previsione esplicita nonché della fase del ciclo vita in cui si trova l'azienda**
 - ✓ Generalmente, per aziende consolidate operanti in settori maturi il TV ha un'incidenza sulla valutazione compresa tra 60 – 80% (nel caso di proiezioni analitiche comprese tra 5 – 7 anni)
 - ✓ma nel caso di *start-up*, tipicamente caratterizzate da flussi di cassa negativi nei primi anni di piano, il TV può avere un'incidenza sulla valutazione superiore al 100%!
 - ✓mentre per società operanti in business regolamentati e caratterizzate da bassa crescita , il TV ha un'incidenza generalmente non superiore al 50%
- **Alla luce di quanto scritto, è evidente come piccole variazioni delle ipotesi alla base della costruzione dei flussi utilizzati nel TV possano generare ampie oscillazioni nella valutazione**
 - ✓ Occorre pertanto prestare la massima attenzione alla difendibilità delle ipotesi sottostanti la determinazione del TV



IL TV E' L'ELEMENTO DI MAGGIORE FLESSIBILITA' NELLA VALUTAZIONE

Source: Lazard, SBF disclosure

- **Il tasso di attualizzazione rappresenta il costo opportunità per un investitore (a titolo di equity o di debito) di allocare risorse in un certo progetto**
- **Il tasso deve essere coerente con l'approccio valutativo utilizzato**
 - ✓ Free Cash Flow to Equity: Costo dell'equity ("Ke")
 - ✓ Unlevered Free Cash Flow: Costo medio ponderato del capitale ("WACC")
- **Il costo dell'equity rappresenta il rendimento atteso per un investitore che impiega le proprie risorse in un'attività con un determinato profilo di rischio**
- **Il WACC rappresenta un tasso che remunera tutte le risorse finanziarie utilizzate dalla società per finanziare la propria attività**

$$\text{WACC} = K_e \cdot \frac{E}{(D+E)} + K_d \cdot (1-t) \cdot \frac{D}{(D+E)}$$

- **Rappresentando la remunerazione attesa per la rinuncia ad investimenti alternativi il tasso di attualizzazione è influenzato da parametri quali:**
 - ✓ Durata
 - ✓ Liquidità
 - ✓ Rischio

- Il CAPM è la metodologia più semplice e più usata nella prassi valutativa
- Il Ke, utilizzando la metodologia del CAPM, può essere ricavato dalla seguente relazione:

$$Ke = Rf + \beta \bullet Erp$$

- **dove:**
- **Ke** = Costo del capitale di rischio
- **Rf** = Il Risk Free rate evidenzia il valore finanziario del tempo destinato a compensare la rinuncia al consumo nel presente e la possibile perdita di potere d'acquisto dovuto all'inflazione
- **β** = È il coefficiente di regressione di una retta che rappresenta la relazione intercorrente tra il tasso di ritorno offerto dal titolo e quello del mercato nel suo complesso. Il coefficiente Beta individua la sola componente del rischio di una iniziativa non diversificabile che quindi deve essere remunerato
- **Erp** = Il market risk premium individua il maggior rendimento che nel lungo termine caratterizza le attività rischiose rispetto a quelle prive di rischio

Source: Lazard, SBF disclosure

Stima del Risk Free

- **In linea teorica, un tasso è definibile “Risk Free” quando:**
 - ✓ I flussi sottostanti non presentano il rischio di default
 - ✓ Il rendimento non è correlato al rendimento di altre attività
 - ✓ Assenza di re-investment risk
- **La scelta del risk free rate deve essere coerente con l’arco temporale utilizzato per la valutazione**
- **Quindi, una buona proxy è costituita dall’utilizzo del tasso a 10/20 anni delle obbligazioni del tesoro in quanto:**
 - ✓ La durata delle obbligazioni a 10/20 anni è generalmente simile alla durata dei flussi di cassa della società oggetto di valutazione
 - ✓ Il tasso a dieci anni corrisponde approssimativamente alla durata del portafoglio su cui è basato l’indice del mercato azionario (S&P 500)
 - ✓ Un’obbligazione a 10/20 anni è meno sensibile alle variazioni dell’inflazione, e quindi ha un beta inferiore a quello del tasso a 30 anni

DCF – Beta

Stima del Coefficiente Beta

- I valori dei coefficienti Beta derivati dai dati di mercato (es: Bloomberg) incorporano l'effetto della struttura finanziaria della società, si tratta cioè di Beta levered
- Ai fini della determinazione del Ke, ciò che interessa è però il Beta asset (unlevered)
- L'effetto leva sul Beta va quindi ricalibrato in funzione dell'obiettivo di struttura finanziaria della società oggetto di valutazione
- Conseguentemente bisogna prima delevereggiare il beta del campione utilizzando la seguente formula

$$\beta (U) = \beta (L) / [1+(1-t) \cdot (D/E)]$$

- E quindi levereggiandolo secondo la struttura debito target utilizzando la seguente formula

$$\beta (L) = \beta (U) \cdot [1+(1-t) \cdot (D/E)]$$

- Cose da tenere a mente:

- Coerenza tra Market Value e Book Value
- Struttura del debito D/E da utilizzare quella target (tranne in situazioni anomale)
- Se la società ha cassa, prudenzialmente porre $D/E = 0$

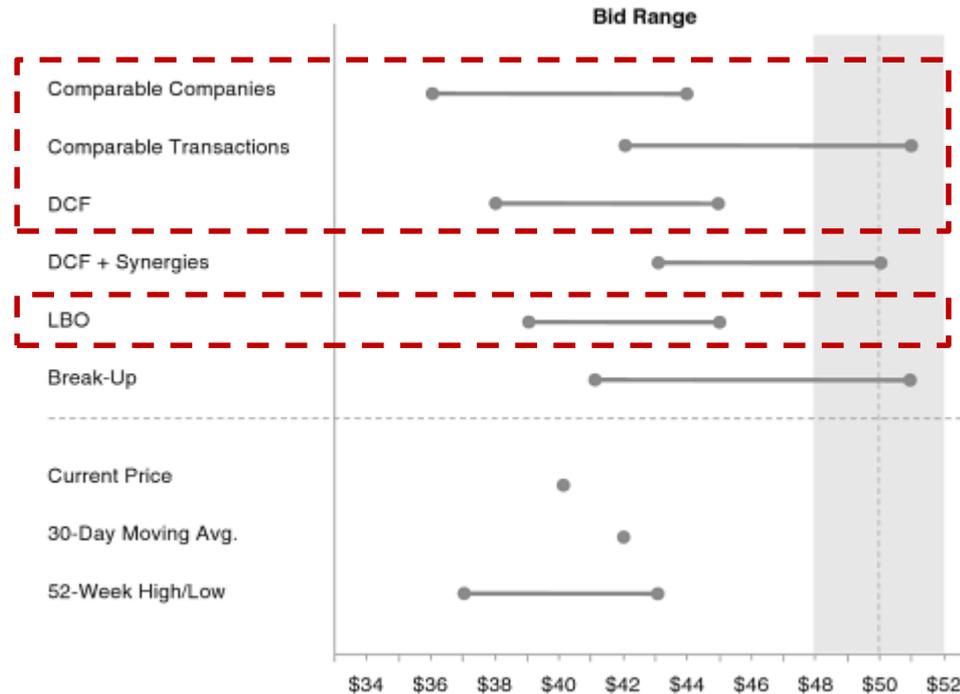
Stima del Equity Risk Premium

- **Il market risk premium è ottenuto come differenza tra la media geometrica dei rendimenti azionari e la media geometrica dei rendimenti dei titoli di stato**
 - ✓ Al fine di stimare il market risk premium bisogna fare riferimento ad un ampio campione di titoli azionari quotati e l'arco temporale di riferimento deve riguardare un periodo molto ampio al fine di neutralizzare le fluttuazioni dei rendimenti ciclici di borsa
- **Affinché i rendimenti azionari di lungo termine possano essere assunti quali stime dei rendimenti attesi debbono valere le seguenti ipotesi:**
 - ✓ Aspettative razionali, gli investitori sono in grado di formare le proprie aspettative sulla base delle informazioni disponibili
 - ✓ Le condizioni nelle quali si sono formati i rendimenti nel passato non devono risultati radicalmente diversi da quelli attuali (per esempio sistema economico: capitalismo americano)
- **Le stime del market risk premium sui mercati europei generalmente sono poco significative dato il limitato numero di società quotate, conseguentemente la prassi suggerisce di utilizzare le statistiche USA a cui sommare un country risk premium**

Football Field

Rappresentazione finale risultati ottenuti

- Dopo aver completato la valutazione dell'azienda con diverse metodologie, i risultati vengono riassunti creando quello che nel gergo dell'investment banking viene chiamato «Football Field». Tale riassunto permette di stabilire il range di valutazione per una società che è soggetta ad una transazione di m&a

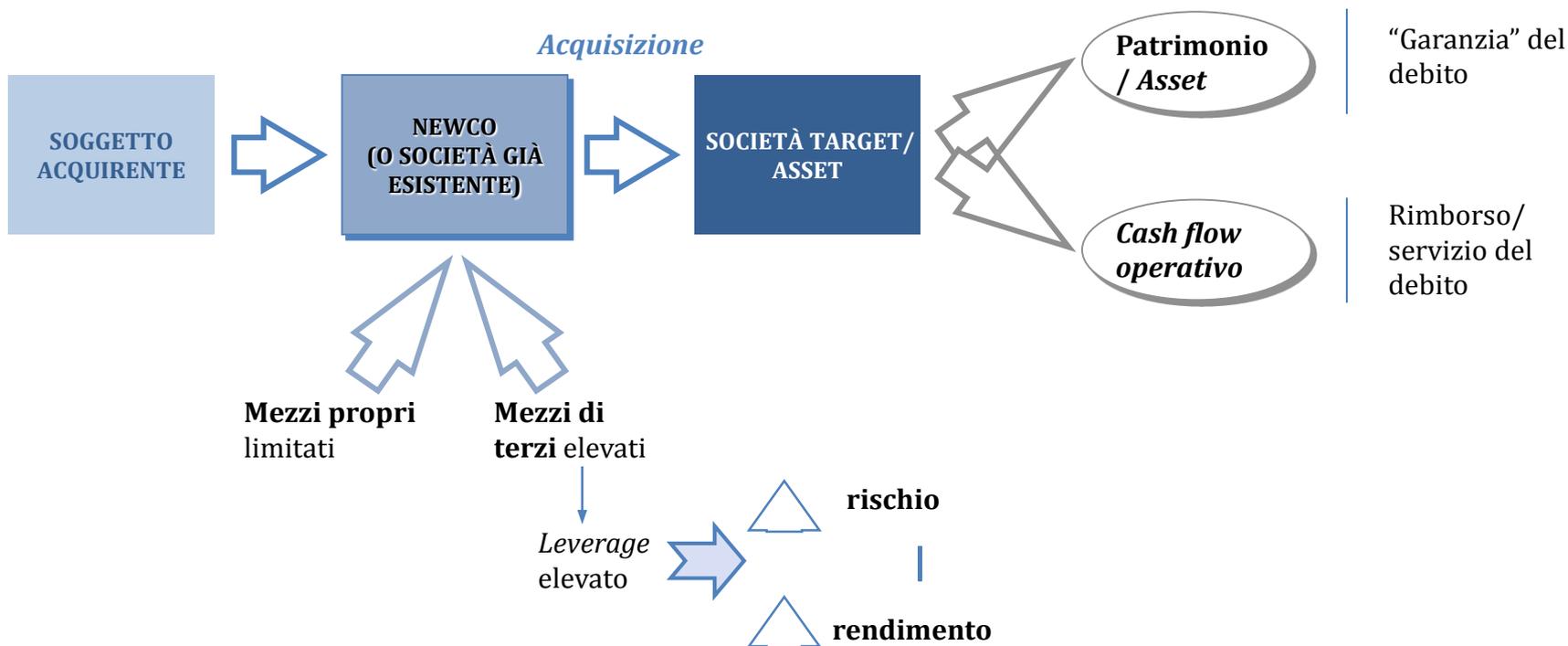


Source: David Stowell, SBF disclosure

Leveraged Buyout

Definizione di Leverage Buy-out

- Il leveraged buy-out (“LBO”) indica operazioni di acquisizione di un’impresa (società target), o dei soli cespiti di questa⁽¹⁾, con fondi prevalentemente derivanti da capitale di debito, il cui rimborso è garantito dall’attivo patrimoniale dell’impresa acquisita e dai cash flow da essa generati, oltre che dall’eventuale dismissione di attività non strategiche da essa possedute – asset stripping



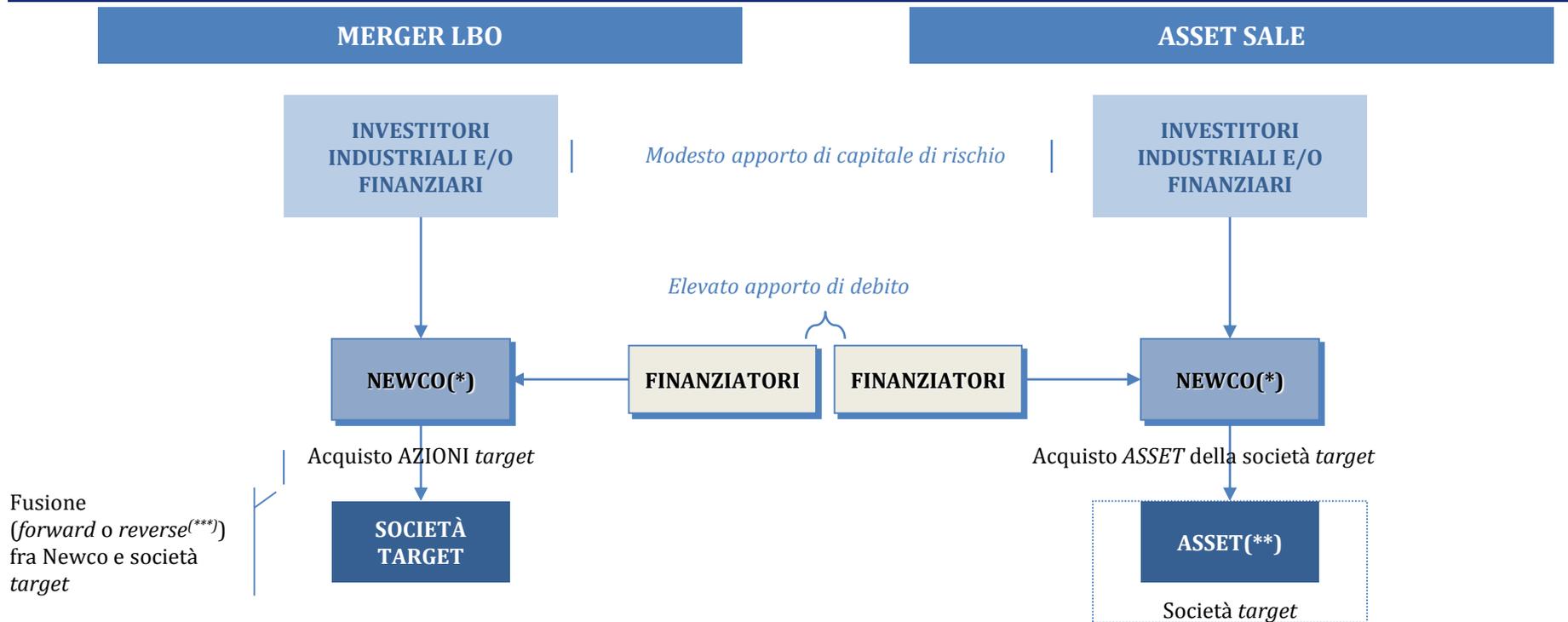
- La finalità principale di un’operazione di *LBO* consiste nel trasferire sul patrimonio e sulla redditività prospettica della società *target* il peso dell’indebitamento contratto dalla società acquirente per l’acquisto delle società/attività

Source: Lazard, SBF disclosure

Note: 1) In realtà non è infrequente l’assunzione anche di alcune passività della target

Leveraged Buyout (segue)

Schema di un'operazione di Leverage Buy-out



- L'acquisizione riguarda le azioni della società target
- Si parla di **SHARE SALE** o **MERGER LBO**, considerando la tipica successiva fusione tra Target e Newco
- Costituisce la modalità più adottata

- L'acquisizione riguarda gli asset, in tutto o in parte, della società target
- Si parla di **ASSET SALE** o tecnica Oppenheimer
- Ha il vantaggio per l'acquirente di evitare problemi di responsabilità sugli impegni pendenti in capo alla società venditrice degli asset

Source: Lazard, SBF disclosure

Note: 1) Anche società già esistente

2) Tutti o parte di essi

3) Si ricorre al reverse merger di solito quando la società controllata ha una posizione di maggior rilievo verso i terzi rispetto alla controllante; o quando si teme che possa essere una opposizione alla fusione da parte di terzi per il timore che la controllata possa essere depauperata del proprio patrimonio

Processo di LBO

TARGET

?

- **INDIVIDUAZIONE DEL TARGET**
- **Caratteristiche specifiche (economico-finanziarie/patrimoniali)**
- **Caratteristiche del settore di appartenenza**

FUNDING

D / E

- **DEFINIZIONE STRUTTURA FINANZIARIA**
- **Debito**
- **Equity**
- **Financial ratios/Covenants**

OFFERTA

\$

- **OFFERTA**
- **Valutazione "asset"**
- **Rendimenti attesi**
- **Contesto competitivo**

BP



- **IMPLEMENTAZIONE BUSINESS PLAN**
- **Sviluppo del Business Plan**
- **Add-on Acquisitions**
- **Releverage**

EXIT

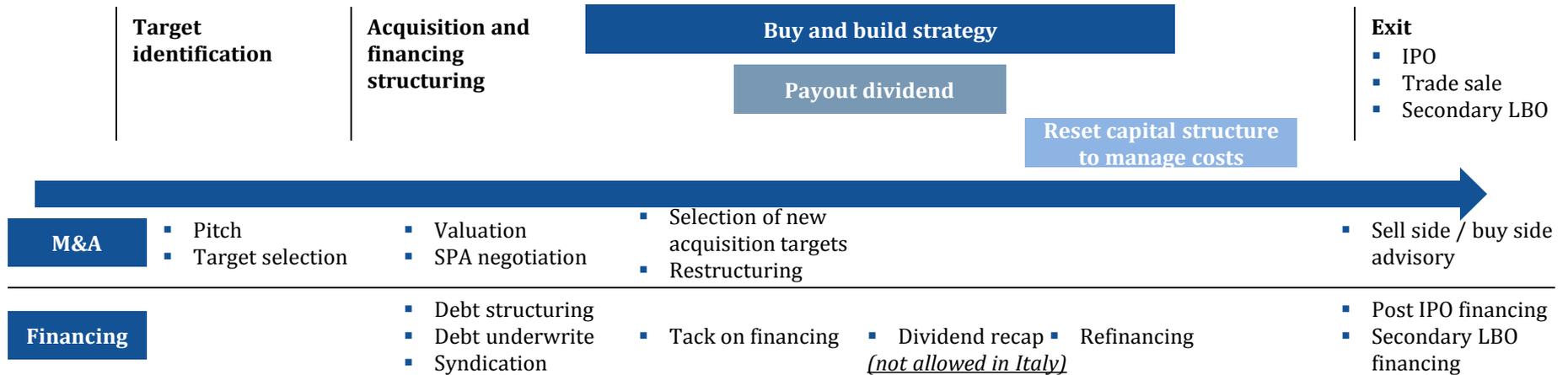
\$\$\$

- **EXIT**
- **Way-out**
- **"Rientro" dall'investimento**

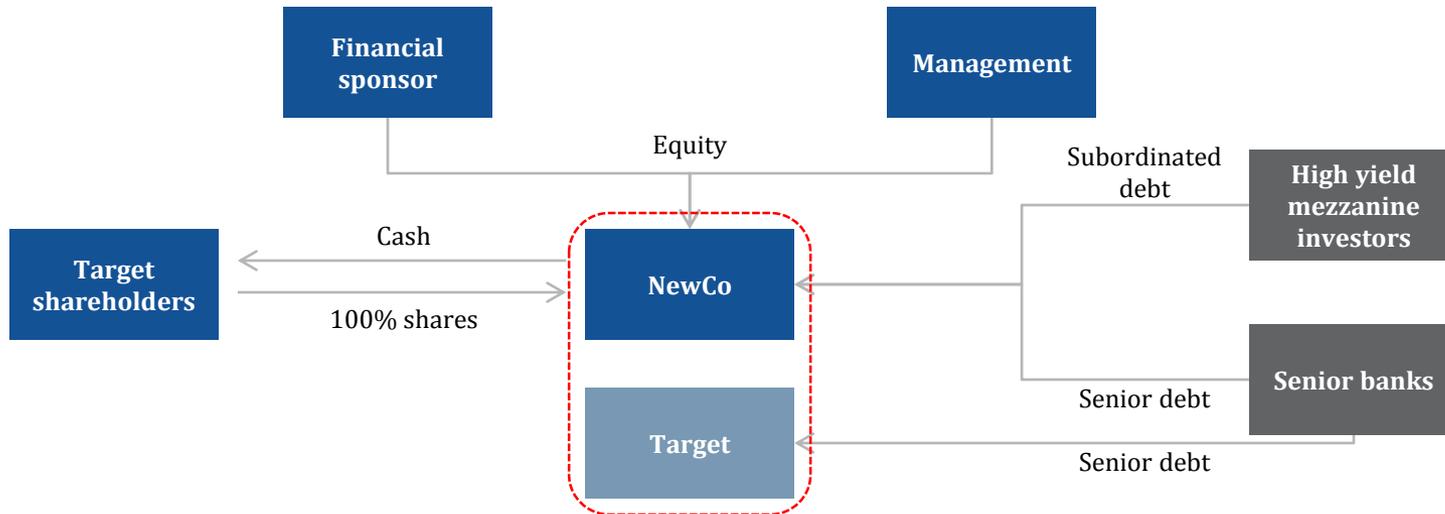
Source: Lazard, SBF disclosure

LBO process

Typical steps of a LBO



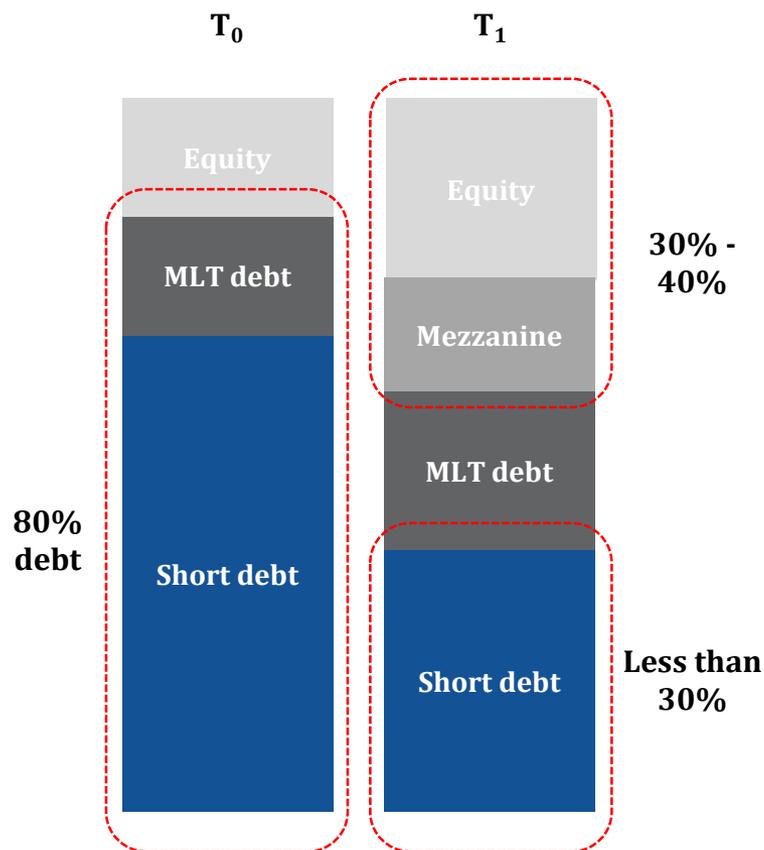
Simplified illustrative acquisition structure



Source: SBF disclosure

LBO in figures - financing

Financial structure



Financing sources

- **Senior debt:**
 - ✓ The most classical form of MLT debt, with a privileged reimbursement in spite of the other kind of financing
- **Subordinate debt:**
 - ✓ MLT debt with a privilege reimbursement in spite of the equity; but postponed over other kind of debts
- **Mezzanine financing:**
 - ✓ Bulk of different financial instruments with a determined + variable yield. Moreover it could be linked to the economic trend of the company
- **Shareholder loan:**
 - ✓ Financing provided by the shareholders, subordinated by part of shareholders (similar to equity), that accrues passive and deductible interests (thin capitalization)
- **T₀:**
 - ✓ In Italy and even abroad, most funds would not use such high leverage level in post-2009 deals

Disclaimer

- *This document has been prepared solely for educational purpose. The information contained herein may not be reproduced, distributed or published by any recipient for any purpose without prior written consent*
- *The distribution of this document may be restricted in certain jurisdictions. The information herein is for general guidance only, and it is the responsibility of any person or persons in possession of this document to inform themselves of, and to observe, all applicable laws and regulations of any relevant jurisdiction*
- *The summary description of the proposed strategy included herein and any other materials provided to you are intended only for information purposes and convenient reference. This information is not intended to provide and should not be relied upon for accounting, legal or tax advice or investment recommendations. You should consult your tax, legal, accounting or other advisors about the issues discussed herein. The descriptions contained herein are a summary of certain proposed terms and are not intended to be complete*
- *No reliance may be placed for any purpose on the information and opinions contained in this document or their accuracy or completeness. No representation, warranty or undertaking, express or implied, is given as to the accuracy or completeness of the information or opinions contained in this document by any of Sardinia in Finance, its members, employees or affiliates and no liability is accepted by such persons for the accuracy or completeness of any such information or opinions, and nothing contained herein shall be relied upon as a promise or representation whether as to past or future performance*
- *2015; Sardinia in Business & Finance*

Contacts

Sardinia in Business & Finance

Email: sardiniainfinance@gmail.com

Web: www.sardiniabf.it