Università Cattolica del Sacro Cuore- Milano 9 Aprile2002

Corso di Network Business

"Metodologie di Business Planning & Evaluation"

Giacomo Cuccaro

Dottore Commercialista e Revisore Contabile

Member of the Board of Directors

Securmatics Spa

AGENDA

- **Scenario : continua evoluzione tecnologica, ma "freno" degli investitori, innovazione nei modelli di business, ma ritorno ai "Fondamentali"**
- **Planning & Evaluation: metodologie e fattori critici**
- **Un Esempio: analisi del business plan dell'articolo e applicazione dei metodi di valutazione**
- **Considerazioni conclusive**

- Fonti:
  - Harvard Business School
  - SDA Bocconi
  - CEFRIEL / Politecnico di Milano
  - IDC
  - Securmatics Spa
  - Direzione E-business BPCI
  - Forrester
  - Jupiter
  - Gartner Group

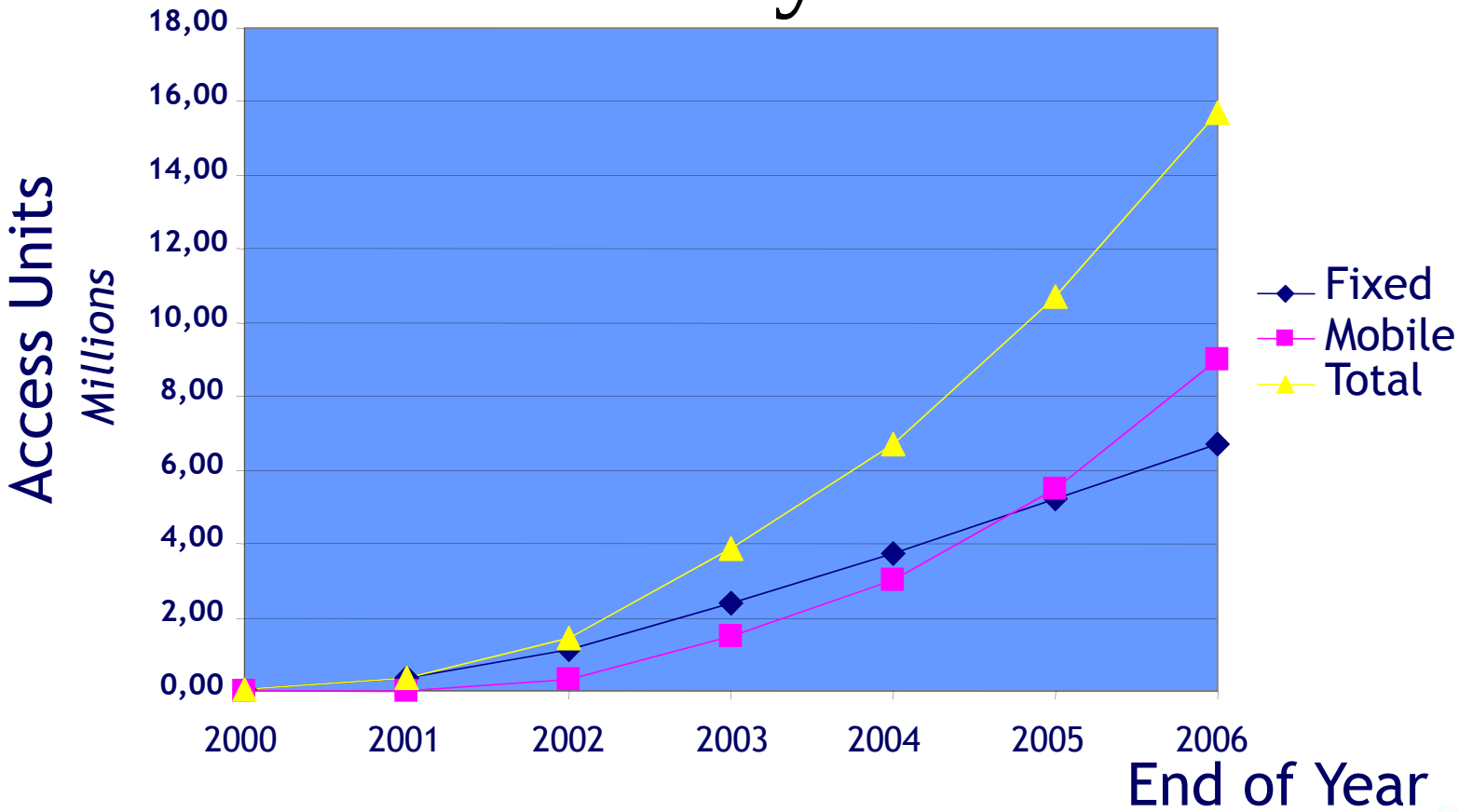
- Bibliografia di riferimento:
  - Gervasoni – Sattin : Private Equity & Venture Capital
  - F.Perrini: E-Valuation, McGrow-Hill
  - M.Levian : Valutazioni.com
  - Copeland,Murrins: Il Valore dell'Impresa

- Scenario:
  - continua evoluzione tecnologica, ma “freno” degli investitori

Broadband Access Technology

- Fixed Access
  - xDSL
  - Cable Modem
  - Fixed Wireless: WLL, LMDS, MMDS
  - Fiber Optic
  - Satellite
  - Free-Space Optic
  - Power Line
- Mobile Access
  - UMTS
  - Bluetooth

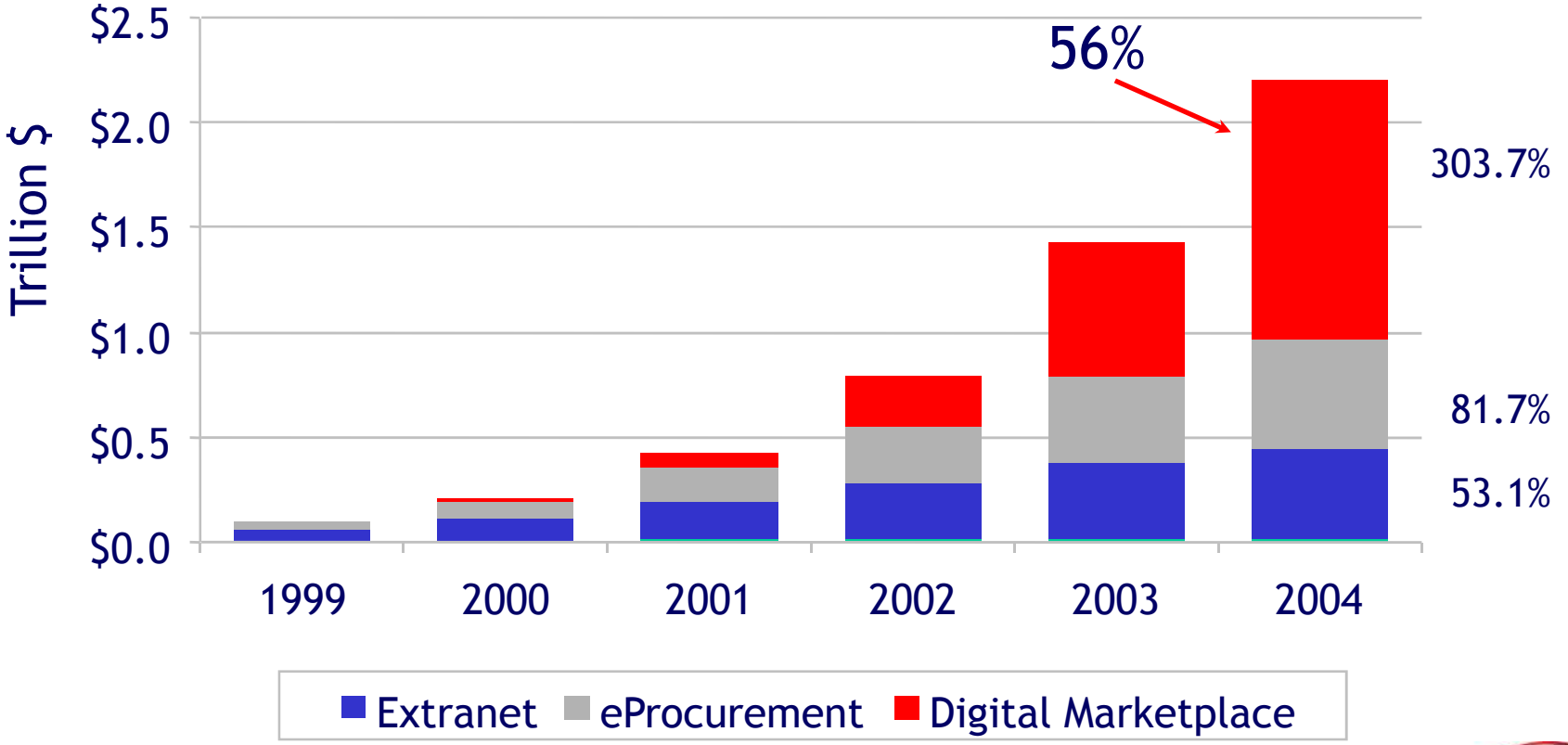
Broadband Access Growth in Italy



Source: CEFRIEL, 2001

securmatics

Global B2B Sales Growth



Source: IDC, 2000

securmatics

3G Mobile Services

Person-to-person

- *Voice*
- *Multimedia messages*
- *Video-conferencing*

Person-to-machine

- *Personal banking*
- *Personal shopping (m-commerce)*
- *Internet access*
- *Information access (i.e. news,..)*
- *Location based services*
- *Entertainment (i.e. music, games..)*
- *Business Processes (FSS, SFA,..)*

(*) Financial Supervisory Services
Sales Force Automation

Dr G.Cuccaro
Business Planning & Evaluations
Università Cattolica del Sacro Cuore
Milano 9 APRILE 2002

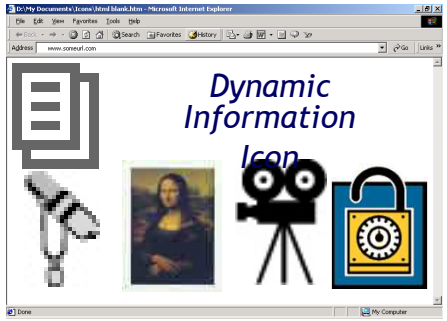
securmatics

Content is Driving Change

Content Has Changed…

Simple, Static

Text and Graphics

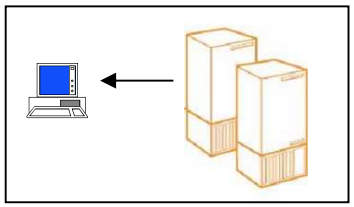


Rich, Dynamic

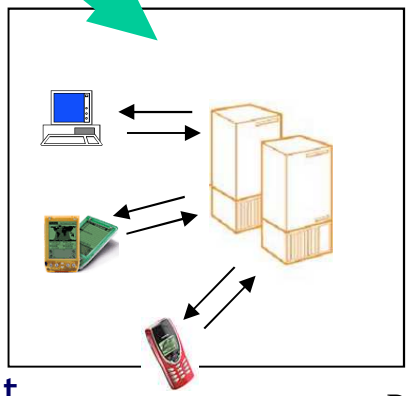
Multimedia Content

Secure Transactions

Users Have Changed…

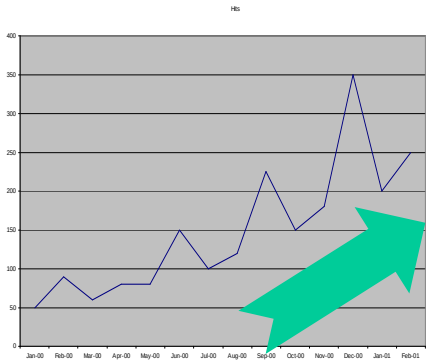


Downloading Generic Information to PC



Demanding Personalized Information at Any Device

Demand Has Changed…



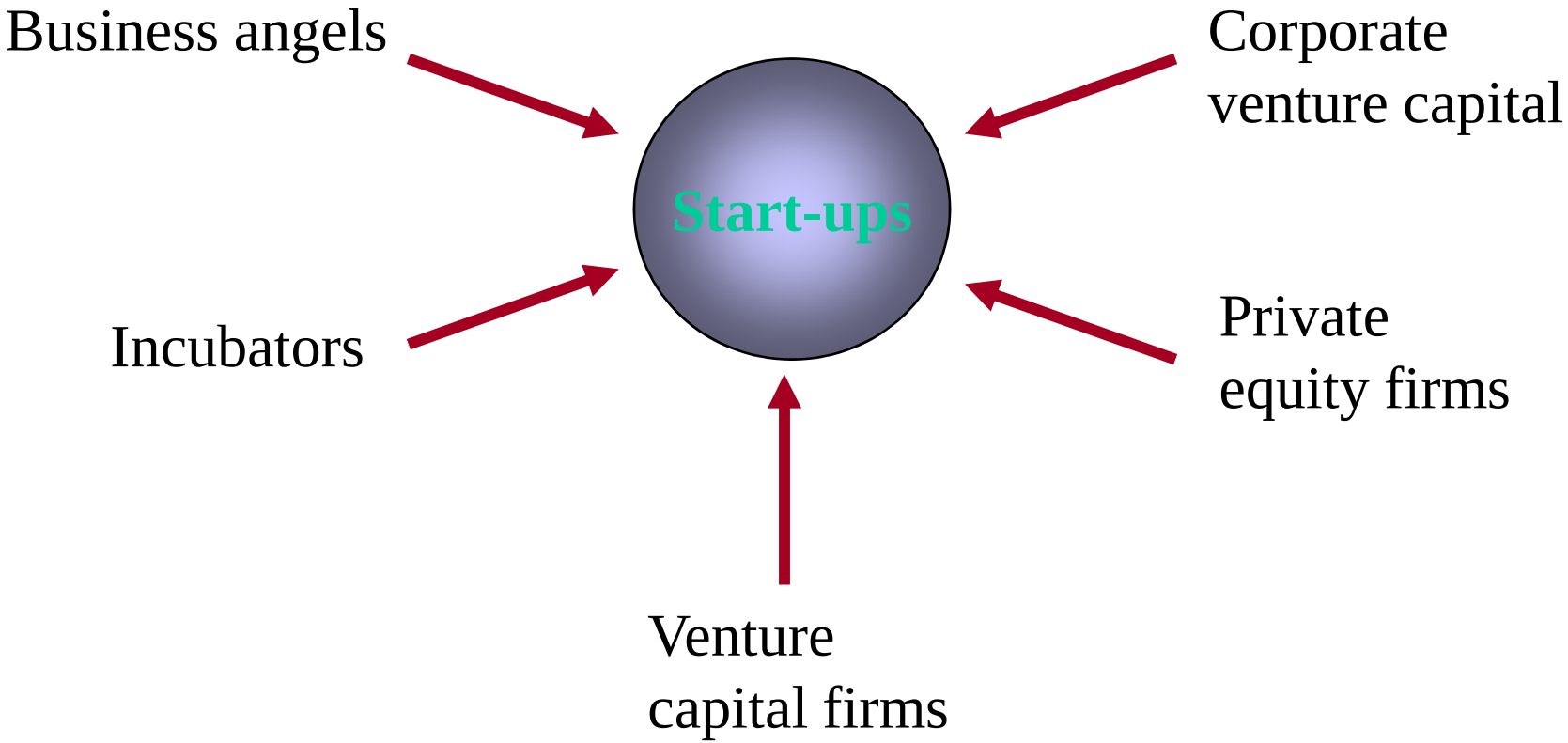
Overall Traffic Doubling Every Six Months

Peak Events cause Demand Spikes

Dr G.Cuccaro
Business Planning & Evaluations
Università Cattolica del Sacro Cuore
Milano 9 APRILE 2002

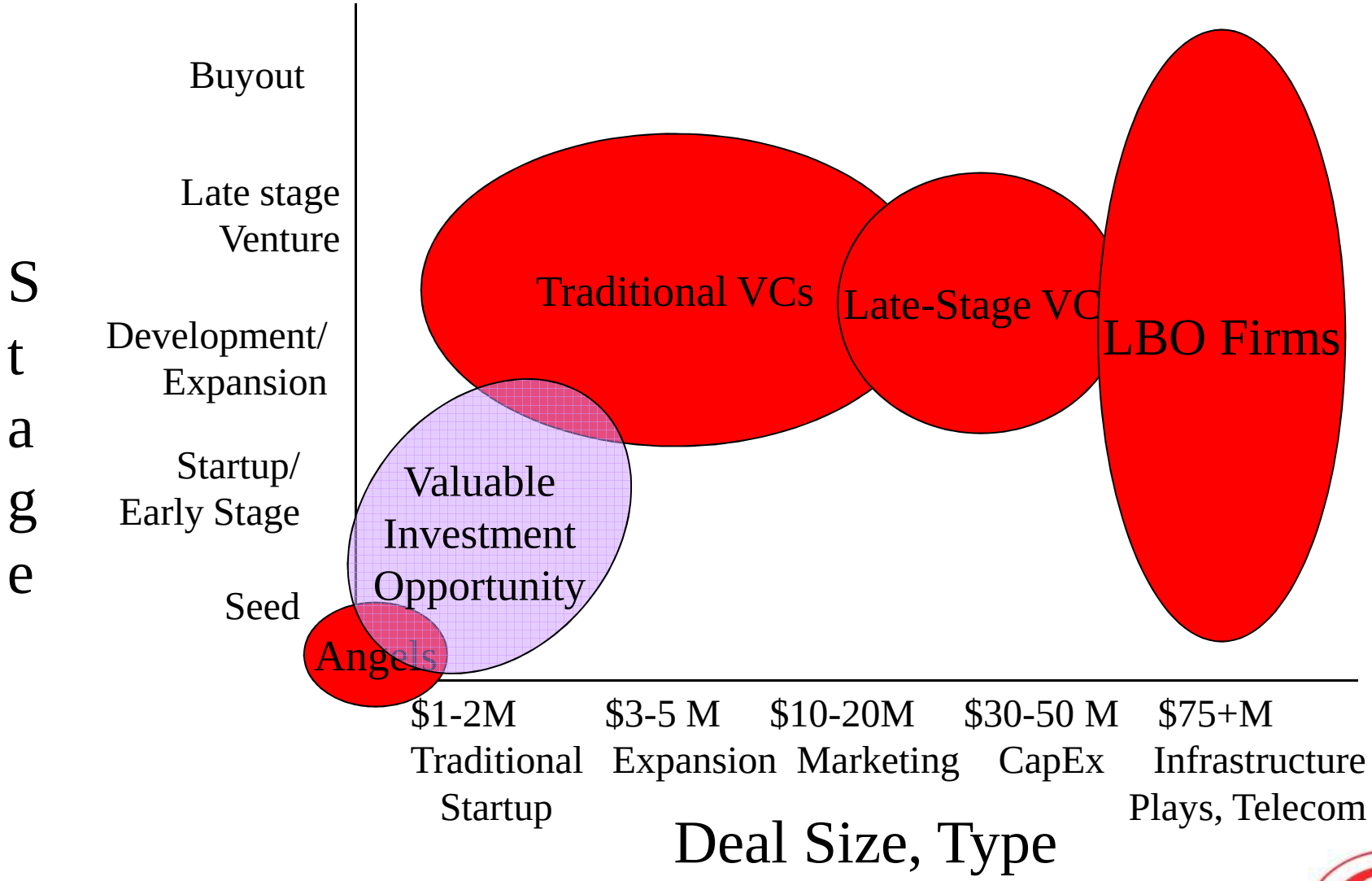
securmatics

I Venture Capitalist come acceleratori



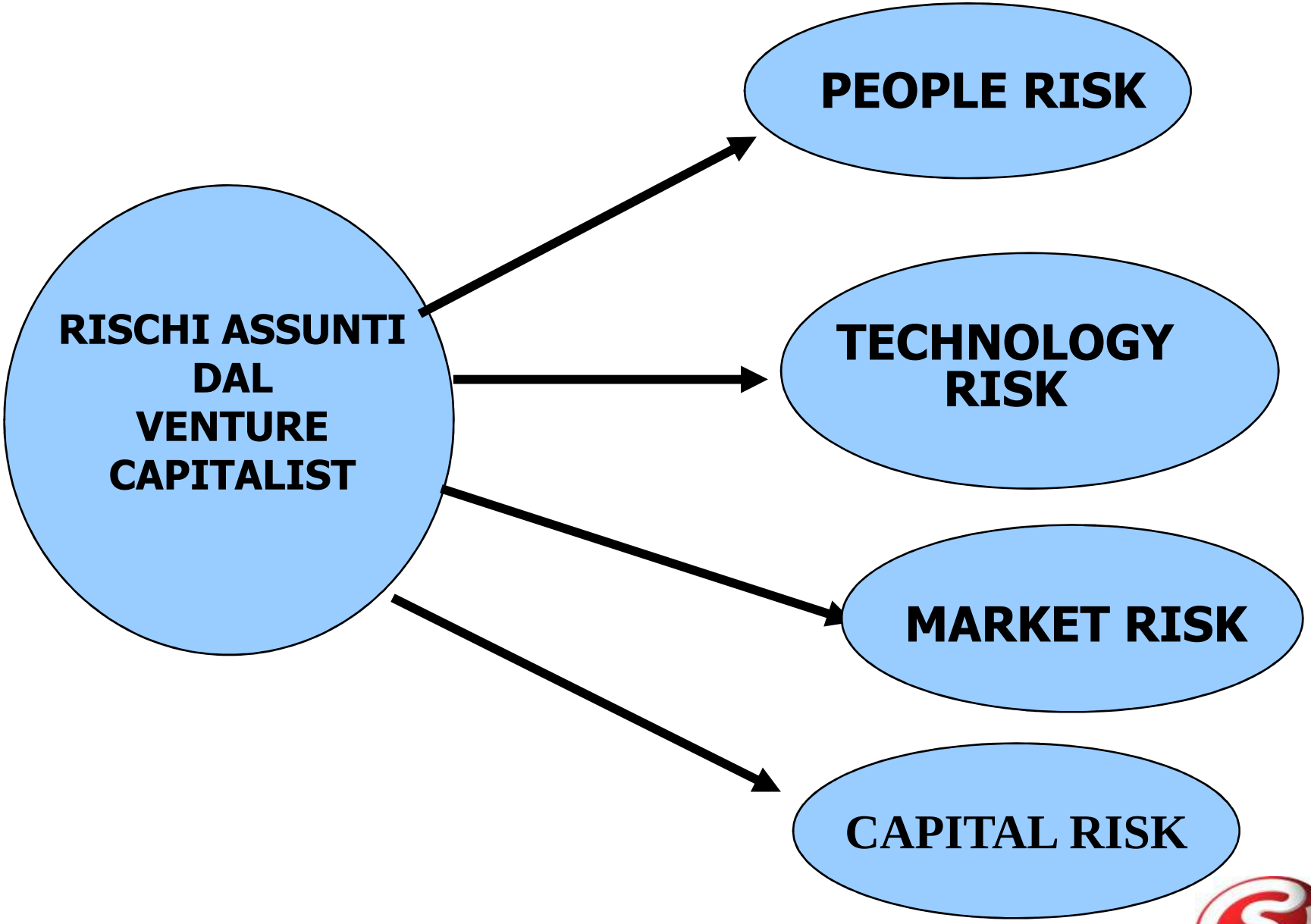
securmatics

IL RUOLO dei VENTURE CAPITALIST

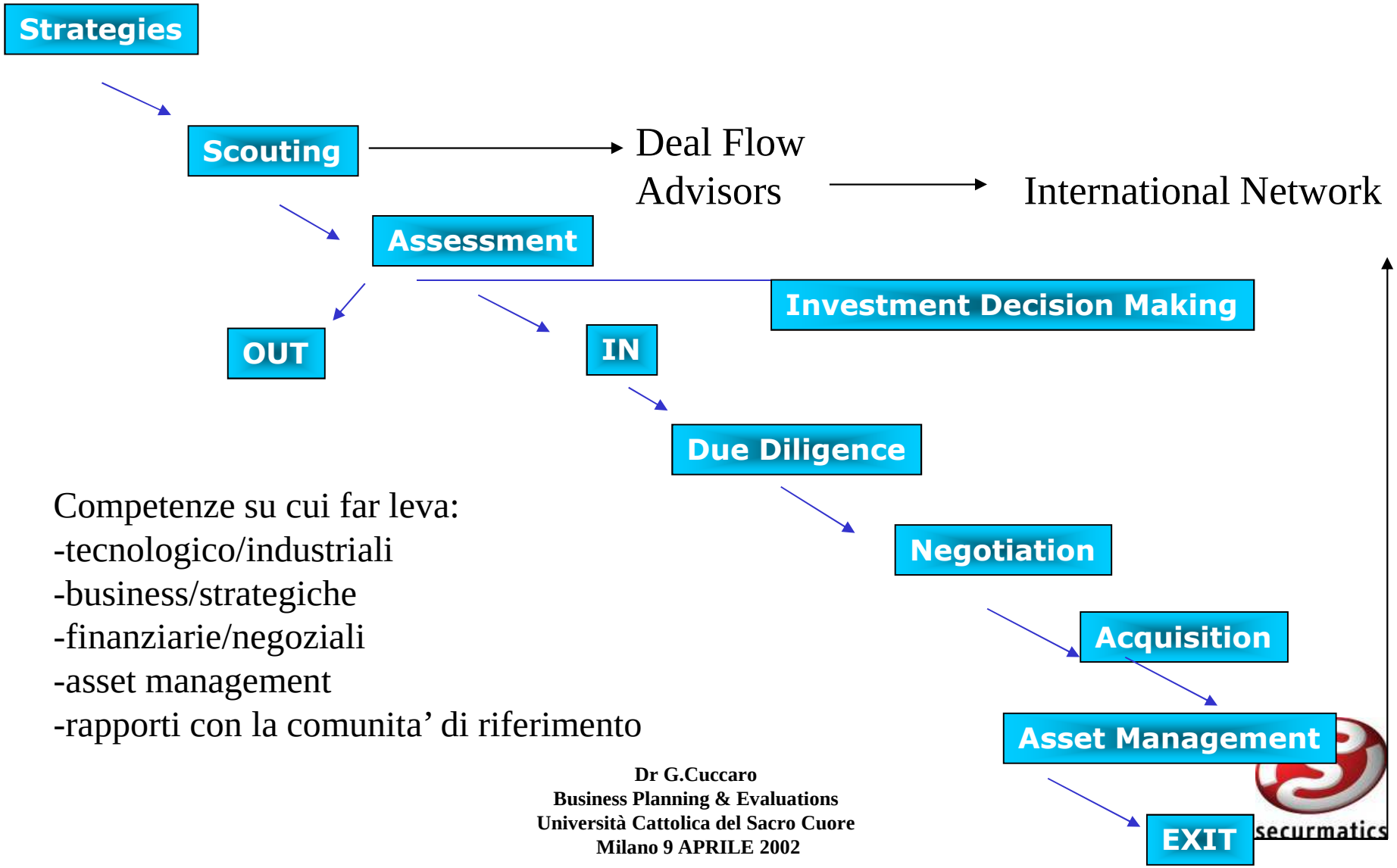


Dr G.Cuccaro
Business Planning & Evaluations
Università Cattolica del Sacro Cuore
Milano 9 APRILE 2002

securmatics


RISCHI ASSUNTI DAL VENTURE CAPITALIST
PEOPLE RISK
TECHNOLOGY RISK
MARKET RISK
CAPITAL RISK

La catena del valore del ciclo di vita di investimenti di VC



Competenze su cui far leva:
-tecnologico/industriali
-business/strategiche
-finanziarie/negoziali
-asset management
-rapporti con la comunita' di riferimento

La Creazione di valore per l'investitore

TSV

Total Shareholder Value

=

Earnings Per Share

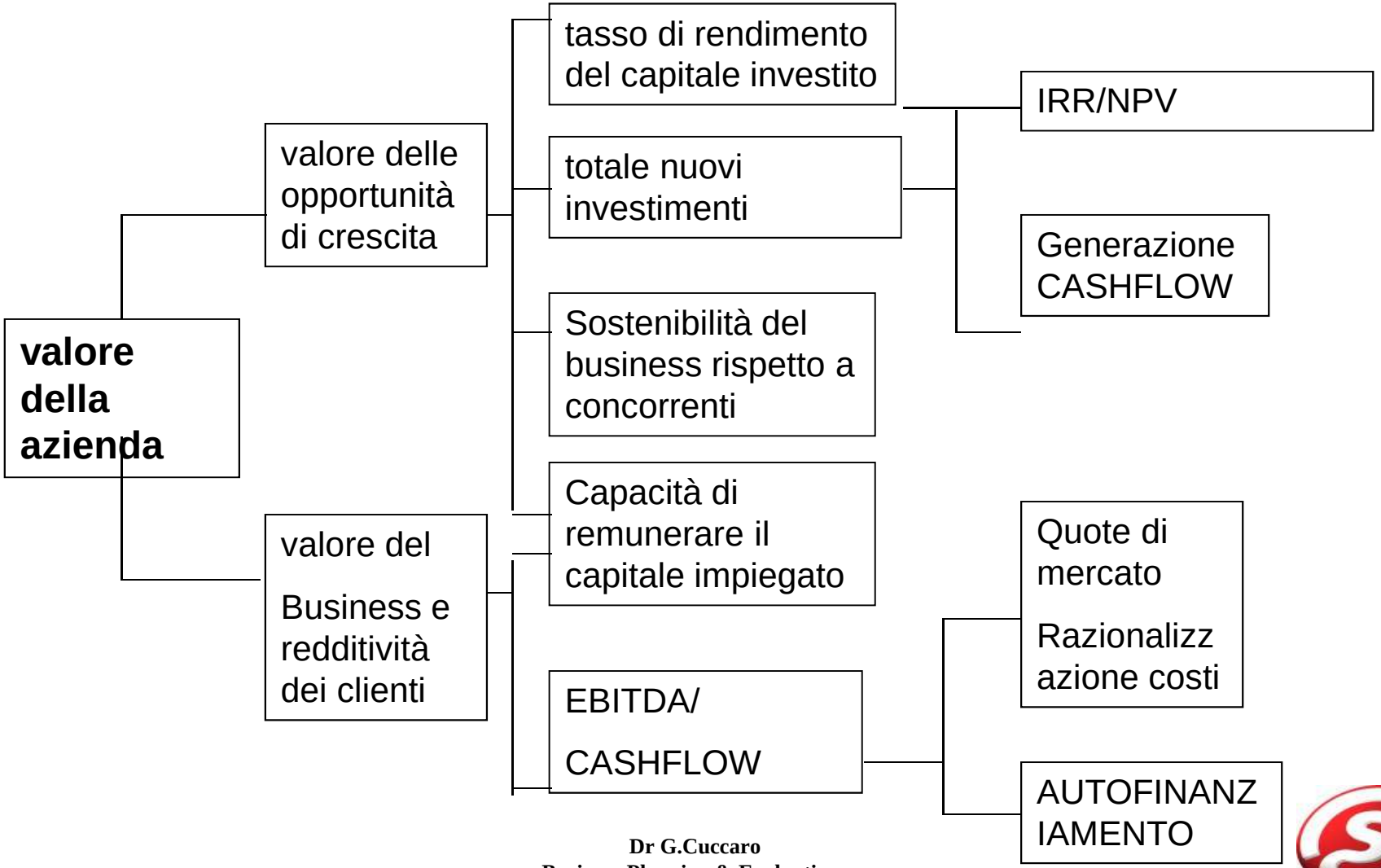
Capital Gain

securmatics

ALCUNI MODELLI DI RIFERIMENTO

- Portali B2C
- Enterprise Information Portal
- ISP
- ASP
- Digital Market Place-B2B Portal
- Web Services Providers
- Internet Strategy Consulting
- New Media Agency
- Infrastructure Providers & Consulting
- Web Television
- Wireless Communication Platform

Cio' che conta: indicatori di valore tradizionali



securmatics

Analisi del Business

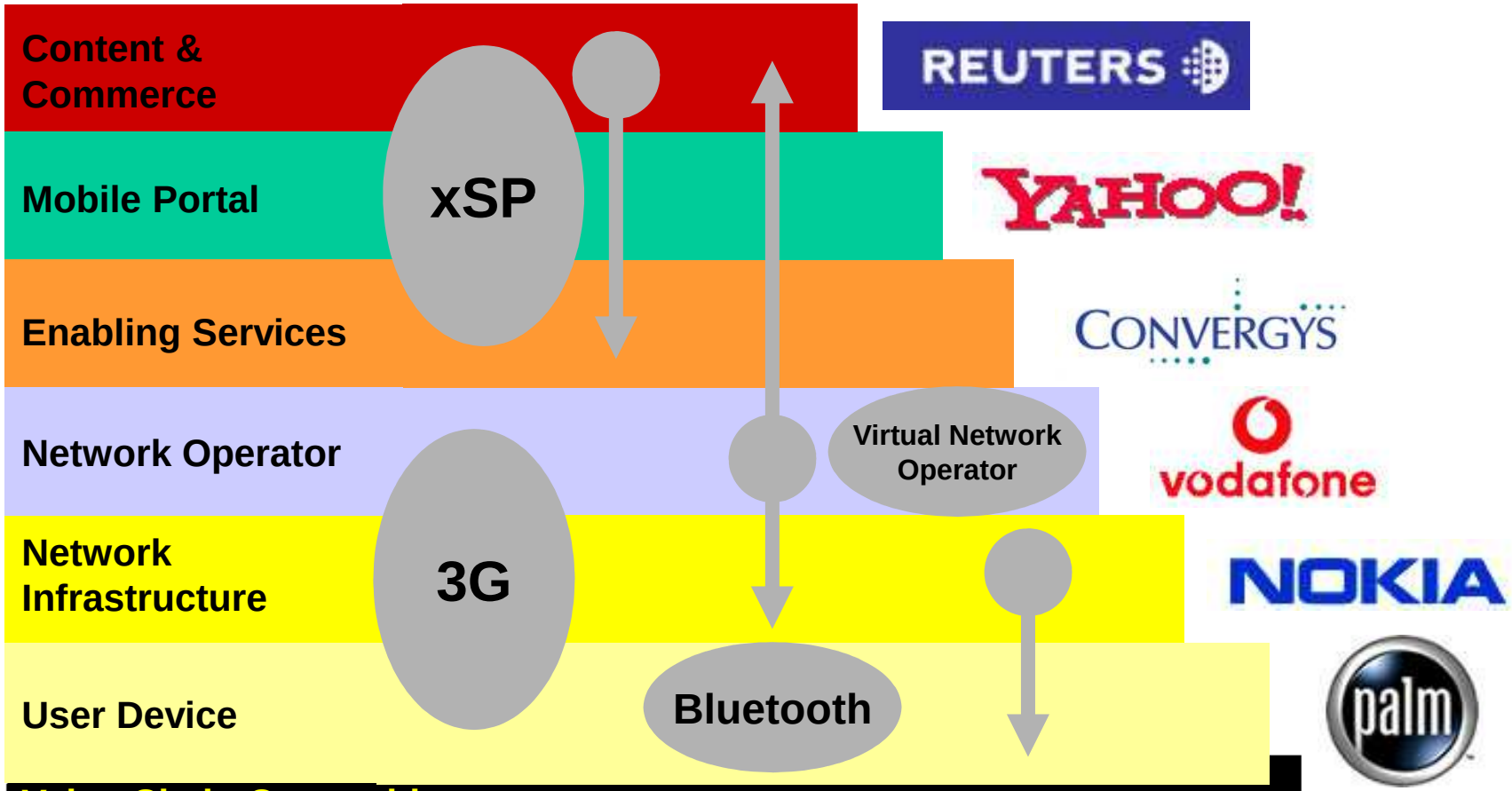
- Mercato di riferimento:
  - Segmentazione
  - potenzialità
- Scenario competitivo
- Attrattività del settore:
  - Players
  - New comers
  - Potere negoziale fornitori
  - Potere negoziale clienti
  - Fornitori prodotti sostitutivi
- Posizionamento strategico:
  - Fattori critici di successo
  - SWOT analysis
- Vantaggio strategico:
  - Superiorità nei costi
  - differenziazione

Caratteristiche necessarie per i nuovi Modelli di Business:

-VALUE PROPOSITION
-Capacità di acquisire i clienti
-Dinamicità e flessibilità rispetto all'evoluzione degli scenari

securmatics

La battaglia per la Customer Ownership



Value Chain Ownership:
- Network Operator goal (recoup investment)
- Mobile Merchant nightmare (pay for placement)
- mCommerce inhibitor

Fonte : IDC

securmatics

- Planning & Evaluations: metodologie e fattori critici

Dr G.Cuccaro
Business Planning & Evaluations
Università Cattolica del Sacro Cuore
Milano 9 APRILE 2002

securmatics

- Sistemi di valutazione di Start-up tecnologiche:
  - **Metodi finanziari**
  - **Metodo dei Multipli**
  - **“Venture Capital Method”**
  - **Metodo delle Opzioni Reali**
  - **Altri misuratori di valore: EVA,WCP, MVA**
  - **Fattori critici di successo: il Piano strategico: il Business Model ed il Business Plan sottostante**

  - **Esempio di strumento finanziario a supporto di operazioni sul capitale di rischio nella Net Economy: l’Equity Kicher**

BUSINESS MODEL INNOVATIVI : METODOLOGIE di VALUTAZIONE

METODI di VALUTAZIONE	Punti di forza	Punti di debolezza
MULTIPLI	• Facilita' di utilizzo • Semplicita' di comprensione • Basati sulle reali condizioni di mercato	• Difficolta' di comparable nel PE • Aggiustamenti resi necessari dall'illiquidità del PE
FINANZIARI (NPV/DCF/APV)	• In teoria riconosciuto come criterio valido • Molto efficace (APV) nel caso in cui vi sia mutamento struttura del capitale	• Difficolta' stima CF • PE (artifici per beta e struttura del capitale) • WACC (no APV)assume struttura costante del capitale • Peso TV
VC Method	• Semplice, veloce e comunemente usato	• Si basa su TV • Tasso di sconto =IRR
Real Option Method	• Supera i limiti degli altri metodi in situazioni in cui si verificano opportunità d'investimento differite nel tempo	• Metodologia non comunemente utilizzata e puo' non essere compresa • Complessita' • Situazioni reali difficilmente adattabili a tale teoria

Fonte :Elaborazioni su HBS

securmatics

- METODI FINANZIARI

Dr G.Cuccaro
Business Planning & Evaluations
Università Cattolica del Sacro Cuore
Milano 9 APRILE 2002

securmatics

Metodi finanziari

- Nei metodi finanziari hanno rilievo i seguenti elementi:
  - scenari evolutivi, entità dei flussi e la loro distribuzione temporale;
  - il tasso di attualizzazione (WACC);
  - l'orizzonte di pianificazione strategica (corrispondente al periodo di sostenibilità del vantaggio competitivo);
  - il valore di continuazione oltre l'orizzonte di pianificazione analitica dei flussi

UNLEVERED DISCOUNTED CASH FLOW

- La metodologia UDCF prevede:
  - la determinazione del flusso monetario della gestione caratteristica
    (NOPAT + Costi non monetari±Variazioni del capitale circolante±Investimenti fissi)
  - la determinazione del tasso di attualizzazione
    (il flusso monetario della gestione caratteristica deve essere scontato rispetto al costo medio ponderato del capitale=WACC)
  - la determinazione del valore attuale dei debiti finanziari dell'impresa.

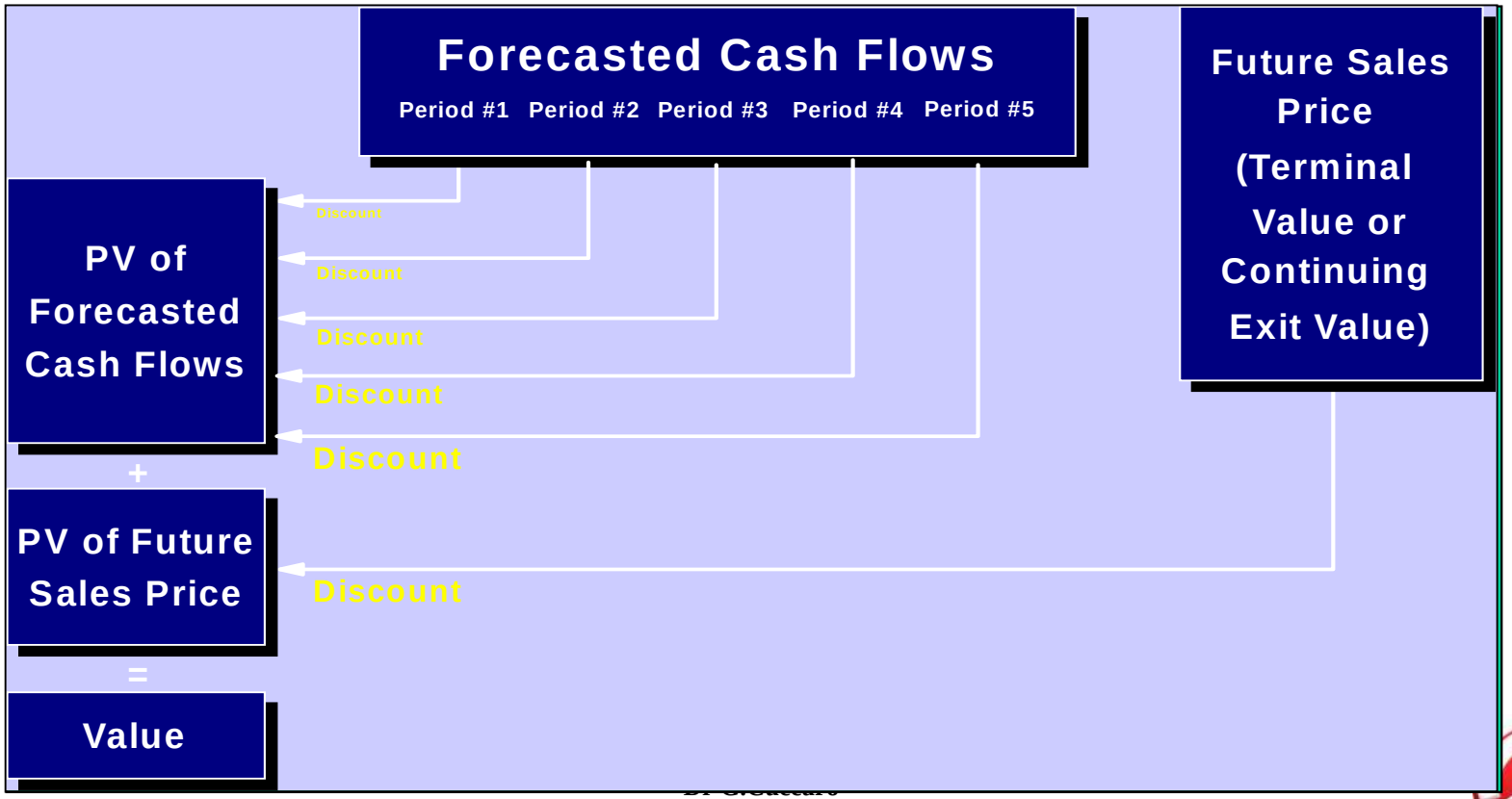
Discounted cash flow

- La determinazione del DCF prevede:
  - la determinazione dei flussi di cassa disponibili per gli azionisti
    (NOPAT+ Costi non monetari+ Flussi di capitale circolante+ Variazioni degli Investimenti+variazioni dei flussi derivanti dalla gestione finanziaria)
  - scelta del tasso di attualizzazione dei flussi
    (i flussi vanno scontati rispetto al tasso di remunerazione del capitale proprio).

securmatics

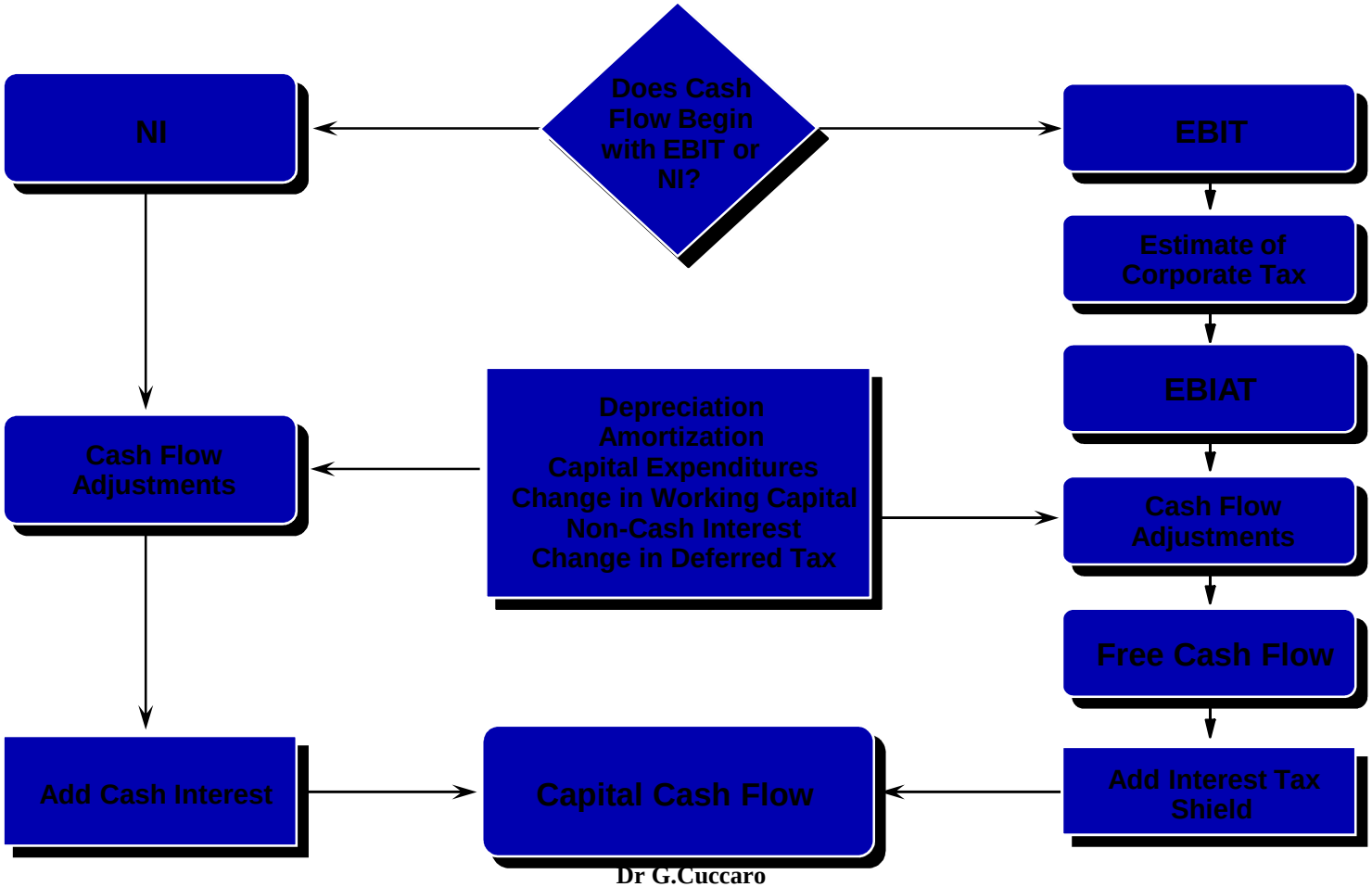
Elementi della valutazione con i Cash Flow

Forecasts / Discount Rate / TV



securmatics

CCF Mechanics:
Calculating Capital Cash Flows



securmatics

UDCF: Il costo medio ponderato del capitale

- Il costo medio ponderato del capitale rappresenta il costo delle fonti di finanziamento cui ricorre l'azienda, sia capitale proprio sia capitale di debito.

  Rappresenta una media ponderata del costo del capitale proprio e del capitale di debito, in funzione del peso di ciascune fonte rispetto al totale.

securmatics

CCF Mechanics: Discount Rate

- Pre-tax rate corresponding to asset beta
- Pre-tax WACC = expected asset return

Expected Asset Return	**=**	**Risk Free**	**+**	**Asset Beta**	**x**	**Risk Premium**

- Does not vary with leverage because it is a pre-tax rate
- No tax effects in the discount rate

securmatics

WACC

– Il WACC e' il tasso che misura il costo del capitale impiegato nell'impresa, cioe' il tasso al quale remunerare azionisti e finanziatori di "debito":

- **WACC= Ke * E/S +Kd *D/S**

- **dove:**
- Ke=Costo dell'equity
- Kd=Costo del Debito
- E=Equity
- D=Debito (posizione finanziaria netta)
- S=D+E

WACC (2)

– Ke (costo dell'equity)
  - Ke= Rf + B * (Rm-Rf)

  - Rf= Risk free = tasso su investimenti a rischio zero, titoli di stato ad alto rating
  - B= Beta dell'azienda= misura di un rischio teorico di un titolo azionario paragonato all'intero mercato (ad es Mibtel), il Beta e' calcolato analizzando statisticamente i ritorni azionari del titolo in questione, comparandoli con l'indice di riferimento. A seconda dei diversi valori il Beta verra' identificato un titolo aggressivo (Beta superiore a 1), che tende ad amplificare i movimenti di mercato, o difensivo (Beta inferiore a 1), che tende a smorzare tali movimenti. Per avere serie attendibili occorre avere serie storiche di almeno 2 anni.
  - Il Beta e' ottenibile per le societa' quotate. Nel Private Equity si utilizza o il Beta di settore o quello di societa' comparabili. Quando non e' possibile si assume un Beta neutro
  - Rm= Rendimento di mercato
  - Rm-Rf= premio di rischio
  - **PREMIO di RISCHIO:** desumibile da imprese quotate, e' in sostanza lo spread applicabile sul risk free , cioe' il sovrarendimento che titoli azionari hanno in media sui titoli di stato (in Italia in media e' stimato tra il 4 e il 4,5%). Nel PRIVATE EQUITY e' lecito aspettarsi spread molto piu' elevati, essenzialmente per la rischiosita insita in iniziative del genere, per motivi legati a liquidita', regolamentazione e dimensioni. Non potendo esistere precise quantificazioni si puo' comunque agevolmenyte stimare **un range compreso tra 15 e 20%**

securmatics

WACC (3)

- Kd (costo del debito)
  - si tratta del costo effettivo del debito finanziario, tenendo presente pero' l'effetto dello scudo fiscale del pagamento degli interessi:
  - Kd finale Kd * (1-t), dove t=tax rate (IRPEG 37%)

  - PONDERAZIONE:
    - a valori di mercato
    - a valori obbiettivo
      - » nel Private Equity si utilizza il metodo dei Pesi target, si costruisce una struttura finanziaria ottimale

UDCF: Il valore di continuazione

- Il valore di continuazione esprime la porzione di valore dell'entità da valutare che si materializza dopo la conclusione del periodo di proiezione analitica dei flussi di cassa.

  Il valore finale si determina attualizzando i flussi di cassa "normali" sostenibili in perpetuo , con la formula della rendita perpetua.

- CRITICITA':
  - Stima dei flussi finanziari
  - Tasso di crescita
  - Supposizione di elementi di stabilita' (il modello non tiene conto dell'opzionalita' di investimenti che potrebbero essere resi disponibili)
  - Scelta del tasso di sconto (costo opportunità del capitale impiegato)
  - Orizzonte temporale di riferimento
  - Terminal Value (per essere significativo non dovrebbe pesare piu' del 70-75% sul valore totale EV)

- METODO dei MULTIPLI

Metodo dei multipli di mercato

- Nelle valutazioni tramite i multipli, il valore delle attività è derivato dal prezzo di attività comparabili, standardizzate sulla base di variabili comuni come gli utili, i flussi di cassa, il valore contabile, il fatturato
- Un esempio di tale approccio è l'utilizzo di un indice prezzo/utili medio di settore (P/E), con l'ipotesi che le altre aziende del settore siano comparabili a quella da valutare e che il mercato stabilisca dei prezzi corretti

Multipli specifici per la valutazione delle Internet Company

- **Capitalizzazione di borsa/Fatturato:** Società Internet che non conseguono utili d'esercizio
- **Capitalizzazione di borsa/Clienti:**Fornitori di connessione a Internet e di servizi on line
- **Capitalizzazione di borsa/Utenti:** Siti web con un elevato numero di contatti (e-commerce, case d'asta, portali)
- **Capitalizzazione di borsa/Utenti profilati:** Siti web con clienti registrati (communities, portali)

securmatics

• Multipli: Cluster di Comparable

	GROSS PROFIT MARGIN	NET PROFIT MARGIN	P/S	P/E	MKT CAP (US$ mill.)
VIANT	59,65%	11,52%	1,35	12,5	170
AGENCY.COM	50,14%	-6,71%	0,79	N/A	139
SCIENT	75,26%	2,45%	0,66	24,5	197
CSC	21,38%	4,35%	0,91	21,2	8.976
IBM	42,00%	8,64%	1,87	22,6	162.385
MICROSOFT	88,91%	41,98%	11,83	29,4	276.268
SAPIENT	53,99%	10,85%	4,57	45	2.039
RAZORFISH	**52,47%**	**-2,20%**	0,40	N/A	135
		Multiplo Medio per P/E		**31**	

Dati di Gennaio 2001

securmatics

I metodi utilizzati per valutare le imprese Internet

Metodi di valutazione			Applicazione ai modelli di business	Vantaggi	Svantaggi	Stage
Multipli	**Tradizionali**	P/E EV/Sales EV/ Pre-marketing profit	Access E-commerce Advertising	•Semplicità •Disponibilità di dati •Stretto legame con i tassi di crescita •Minor volatilità	•Imprese comparabili •Variabilità dei corsi di mercato •Sconti/premi di maggioranza •Inefficienza dei mercati •Fatturato misura grezza del performance •Cost model •Struttura finanziaria	•Seed financing •Start up/ Early stage
		EV/Sales to growth	Hardware Software Servizi			
		EV/EBTDA	Telecom Media &content Logistica Consulenza			
	Operativi	EV/Unique users	ISP consumer	+ •Logica simile a quella usata per i media •Razionalità	•Manca definizione "user" standard •Reticenza delle imprese a rilasciare dati •Cost model •Struttura finanziaria •Calcolo dei tassi di crescita •Imprese comparabili •Struttura finanziaria	
		EV/Subscriver EV/Utenti target EV/Customer	Access Servizi E-commerce (B2C)			
		EV/Stickness EV/Daily impression EV/Reach EV/Pages view	Portali Community			
		EV/Active subscriver EV/Transaction EV/Account	E-commerce Servizi Trading on line			
		EV/Cabled miles	Infrastrutture			

Elaborazione su fonte SDA Bocconi

Applicabilità dei multipli

- L'attrattività dei multipli deriva dalla loro facilità di utilizzo
- I limiti riguardano la facilità di manipolazione e i fattori di soggettività inerenti alla definizione di aziende simili. Inoltre, il mercato può non aver valutato correttamente tali aziende, in quanto i corsi azionari sono determinati anche da fattori congiunturali e psicologici che non riflettono pienamente la capacità dell'azienda di stare sul mercato.

- CRITICITA':
  - Individuazione di imprese similari (Cluster di Comparable) in termini di struttura di costi, margini, obiettivi strategici d'investimento, etc.
  - Scelta del moltiplicatore (identificatore del discriminante, generatore di valore)
  - Metodologia troppo semplicistica (molte aziende adottano piu' modelli di business)

- Il VENTURE CAPITAL METHOD

securmatics

- Presupposto: elevata rischiosita' dell'investimento, exit 24-36 mesi
- Il valore cosi' determinato rappresenta un prezzo "congruo", che garantisce al VC un "accettabile" rientro nel futuro:

1 Si ipotizza e si "valida" un credibile piano strategico di riferimento

2 Si stima un **risultato** (SALES, EBITDA, EBIT, Earnings) alla data supposta di exit

3 Si moltiplica il risultato per un "moltiplicatore significativo" (Cluster di comparable)

4 Si attualizza ad un tasso pari all'IRR atteso in portafoglio:

$$\mathbf{EV = Risultato_t \times Multiplo \times (1+R)^{(-t)}}$$

securmatics

- Il VC Method si basa su una valutazione di aspettative potenziali, attribuendo in via preliminare un valore finale atteso al momento in cui si prevede possa effettuarsi il disinvestimento.
- Il valore finale viene determinato generalmente attraverso l'utilizzo di multipli di mercato e scontato ad un tasso di attualizzazione che dovrebbe riflettere il rischio specifico dell'iniziativa in esame
- Attraverso la determinazione del valore finale, l'investitore generalmente calcola la quota finale di partecipazione richiesta, dividendo l'ammontare di capitale che si vuole investire per il valore finale determinato:
  - Q = K / VF
  - K: ammontare di capitale
  - VF: valore finale determinato
- Sulla base di una stima delle future diluizioni di capitale che si verificheranno in base ad ulteriori round di finanziamento, si procede generalmente alla determinazione della "quota corrente di partecipazione richiesta"che l'investitore deve ottenere per poter realizzare l'IRR atteso

- CRITICITA':
  - Utilizzo di tasso di sconto (IRR) a volte molto elevato, e di conseguenza penalizzante per l'azienda target

- Business Planning & Evaluation:

FATTORI CRITICI DI SUCCESSO

- il PIANO STRATEGICO
- Analisi dei rischi

securmatics

Impostazione di un modello (2)

- Analisi del Business Model , Strutturazione e Validazione del Piano Strategico:
  - Congruita' offerta/piattaforma tecnologico-infrastrutturale/mercato di riferimento (scalabilita'/ampliabilità)
  - Componenti di business con effetto leva rispetto allo scenario
  - Revenue Model: Pricing e sostenibilita' dei margini
  - Business Partnership e valore degli apporti
  - **Posizionamento strategico, sostenibilità del vantaggio competitivo**
  - Benchmark di riferimento
- Analisi del Business Plan e delle Assumption:
  - Piano d'investimento (piattaforma/spese pluriennali com/mkng)
  - Volumi d'affari e configurazioni di costo: congruità e realizzabilita'
  - Run Rate & Burn Rate
- Definire valori di riferimento:
  - Metodi Finanziari (assumere congruita' tassi di crescita, struttura di capitale)
  - Metodo dei Multipli (individuare cluster significativi)
  - Venture Capital Method (porsi dal lato dell'investitore)

Revenue Model:fattori critici di successo

- “Dinamicita’ “ dell’offerta
- Scalabilità della piattaforma
- Business Partnership
- Sostenibilità della domanda
- Sostenibilita’ del pricing
- Sostenibilità dei margini

Dinamicita' dei modelli di business nella Net Economy

- Offerta
- Mercato di riferimento
- Business Partnership
- Scalabilità ed adeguamento in base alle dinamiche di mercato
- Innovazione tecnologica

- ALTRI MISURATORI DI VALORE:
  - EVA
  - MVA
  - Working Capital Productivity

securmatics

- Modello di valutazione della creazione di valore economico di una strategia, di un'area d'affari, di una divisione, di un'azienda, elaborato per la prima volta dalla società newyorkese Stern & Stewart
- L'EVA rappresenta una rielaborazione del concetto di sovraprofitto, sviluppata da Marshall: il risultato della gestione dell'azienda (della divisione, dell'area d'affari, etc.) alla quale si riferisce la misurazione, e' positiva solo se ha adeguatamente remunerato (ossia coerentemente con i rendimenti di mercato) il costo del capitale impiegato nella stessa gestione, introducendo cosi' il concetto di costo opportunita' attribuito al capitale di rischio che gli azionisti apportano all'azienda.
- Solo se la redditivita' generata da quella forma di investimento e' superiore al rendimento di altre forme di investimento a parita' di rischio, allora lo stesso investimento e' legittimo ed in grado di creare valore economico nel tempo.

- EVA e' il risultato di quanto residua dal risultato operativo al netto di imposte figurative (NOPAT: net operating profit after taxes), sottraendo il costo del capitale (WACC: weighted average cost of capital) impiegato per la realizzazione di quel risultato operativo.

- Al fine della sua esatta determinazione e' necessario determinare:

  - risultato operativo: valore della produzione-costi operativi (derivanti dalla gestione caratteristica, esclusi cioè oneri \ proventi finanziari e straordinari)
  - Quota di imposte da calcolare su questo risultato
  - capitale impiegato relativamente alla produzione del suddetto risultato (da determinarsi esclusivamente per la quota da destinarsi alla produzione di quel risultato; cioe' occorre stimare un singolo stato patrimoniale per ad es. divisione, area d'affari, progetto, etc.)
  - Costo medio ponderato di questo capitale impiegato (cioe' individuare le fonti finanziarie relative a quell'impiego di capitale, ed il loro costo medio ponderato,)
  - Attribuzione di un costo figurativo al capitale proprio
  - Coefficiente rischiosità del settore

- La metodologia dell'EVA dunque, insieme ad altri indicatori di performance, appare come uno strumento di monitoraggio necessario all'impostazione degli obiettivi strategici del Management verso la creazione e la gestione del valore economico aziendale. Gli unici limiti risultano nell'eventuale inadeguata interpretazione di tali indicatori, che debbono essere associati al contesto organizzativo interno, alle dinamiche competitive ed in generale agli scenari di riferimento aziendale.

- ***MVA: market value added***

- E' un parametro che proviene dal mercato borsistico e sintetizza la stima della performance futura dell'impresa sulla base delle aspettative di mercato
- Il calcolo di riferimento per il MVA è dato dalla differenza tra la capitalizzazione di borsa ed il valore del patrimonio netto aziendale, derivante dai "libri" aziendali, depurato da distorsioni contabili

- Se l'MVA è positivo, esso rappresenta il maggior valore che gli azionisti possiedono rispetto all'investimento realmente effettuato

- L'MVA dipende da molteplici fattori indicativi delle aspettative di creazione di valore dell'azienda, inerenti ad esempio gli "intangible assets" aziendali (ad es. Know-how tecnologici, una consolidata qualità della relazione intrattenuta con i clienti, etc.), i valori di "goodwill" conseguenti (aspettative di reddito, sviluppo, etc.). Naturalmente tale valore, attribuito dal mercato, è inoltre fortemente influenzato (e di conseguenza abbastanza variabile) dalle dinamiche congiunturali e dagli effetti della globalizzazione dei mercati finanziari.

- ***WORKING CAPITAL PRODUCTIVITY***

- WCP e' una ulteriore misura di performance che rappresenta la produttività del capitale circolante; tale indicatore, misurato rapportando il flusso di capitale circolante netto al volume d'affari generato nel periodo, viene generalmente utilizzato come indicatore di efficienza dell'impatto derivante da specifiche azioni strategico-organizzative tipo BPR, introduzione di sistemi produttivi tipo "just in time", "flexible manufacturing system", ed altri riassetti organizzativi di orientamento ai processi.

- Di conseguenza quantifica in termini gestionali economico/finanziari, l'impatto derivante dal miglioramento dei tempi di processo (ad es. riduzione tempo del processo "order to cash" da 8 a 5 settimane), misurando l'impiego di capitale d'esercizio in rapporto ai volumi di fatturato; proprio questa relazione tra richieste di capitale e volumi, rende l'indicatore interessante non in valore assoluto, ma analizzando il suo valore nel tempo e rispetto ai concorrenti.

- In sostanza la considerazione sull'efficienza si basa sul fatto che, a parità di volumi, vi sia un minor impiego di capitale d'esercizio, misurato sotto forma di capitale circolante netto (crediti, valore di magazzino, al netto di debiti); piu' il valore del rapporto (CCN/F) è inferiore e maggiore è la produttività del capitale e la creazione di valore aziendale. L'ottimizzazione del rapporto si basa proprio su un'idonea gestione delle scorte, tramite un'attenta previsione di ordini e tempi di lavorazione, e su di un'accurata gestione dei tempi di incasso crediti e pagamento debiti.

- Questo stesso indicatore, secondo le maggiori società di consulenza, si configura inoltre come un ottimo "tool" per la comunicazione tra management ed azionisti su come i programmi aziendali di ristrutturazione organizzativa (ad es. orientamento a processi) contribuiscano alla creazione di valore aziendale.

- STRUMENTI FINANZIARI A SUPPORTO DI OPERAZIONI SUL CAPITALE DI RISCHIO :

  “EQUITY KICKER”

Dr G.Cuccaro
Business Planning & Evaluations
Università Cattolica del Sacro Cuore
Milano 9 APRILE 2002

securmatics

- L'Equty Kicker e' uno strumento utilizzato tipicamente piu' in operazioni di LBO, che non in operazioni di VC, anche se talvolta anche in tali condizioni puo' trovare applicazione.
- In particolare l'EK, si puo' attuare su operazione di prestiti convertibili in equity, con una formula che permette di allineare il tasso d'interesse di mercato al "reale" costo del capitale sostenuto in un'operazione ad elevato rischio
- **IL PRESUPPOSTO E' CHE IN UN'OPERAZIONE DEL GENERE PARTE DEL FINANZIAMENTO SOPPORTA UN RISCHIO PARI AD UN INVESTIMENTO IN CAPITALE**
- Pertanto la differenza tra tasso atteso (costo del capitale) e tasso di interesse (generalmente di mercato), capitalizzata per la durata del finanziamento, dara' diritto alla scadenza del prestito ad una quota di partecipazione al capitale (questa quota sara' definito equity kicker)
- Sostanzialmente il prestito verra' remunerato parte in cash (la quota tasso d'interesse) e parte in equity (la quota eccedente che allinea il tasso d'interesse al costo del capitale), sulla base di una valutazione dell'azienda alla fine del prestito

- **ESEMPIO:**
- Finanziamento 1 md /1 anno tasso di mercato (6%)
- Costo del capitale (WACC, IRR, ROE atteso) 20%
- Enterprise Value alla scadenza del prestito 15 Md
- **Equity Kicker = (K *(WACC-r))/EV = (1Md*15%)/15 Md=1%**
- Dove:
  - K=Capitale di debito
  - WACC=costo del capitale
  - r = tasso d'interesse di mercato
  - EV= Enterprise Value

•UN ESEMPIO

Dr G.Cuccaro
Business Planning & Evaluations
Università Cattolica del Sacro Cuore
Milano 9 APRILE 2002

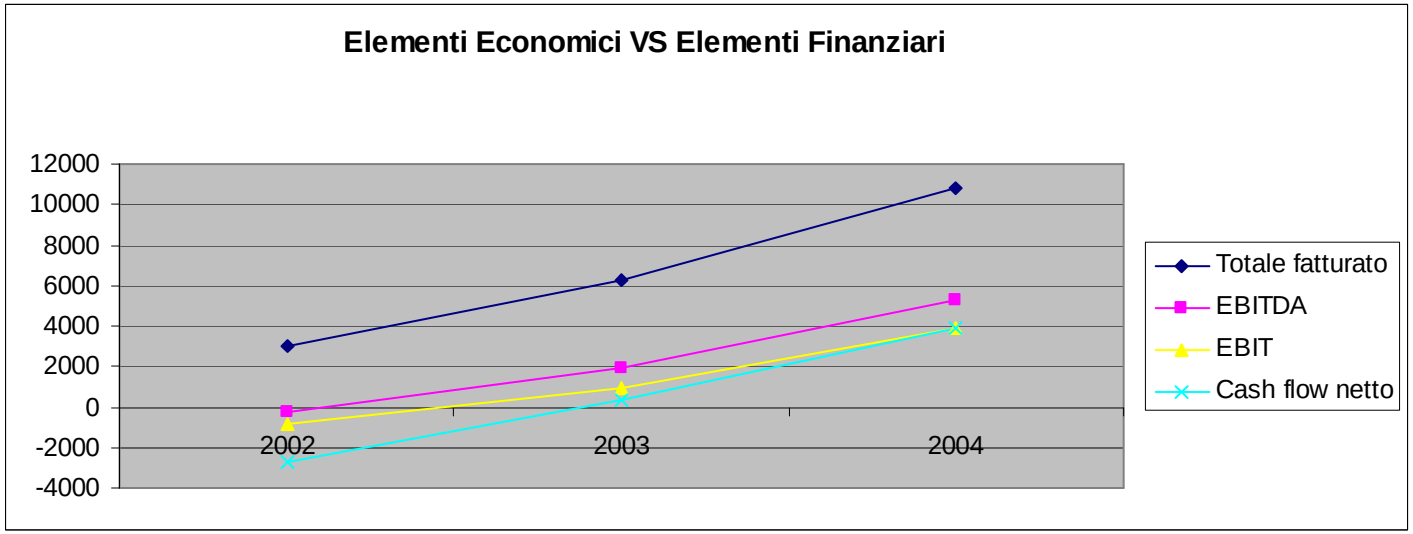
securmatics

Valuations

Sales al 2004	**10.766**
P/S	**3,4**
IRR	**70%**
EV	**7.467**

Sales al 2001	**250**
P/S	**3,4**
EV	**852**

BEST CASE					
	2001	**2002**	**2003**	**2004**	**TV**
Fatturato		**3.044**	**6.317**	**10.766**	
FLUSSI	-3.061,0	-2.745,3	356,4	3.866,1	12.675,7
Flussi attualizzati	-3.061	-2.104	209	1.740	5.703
Enterprise value	**2.488**				
posizione finanziaria netta ad oggi	1.890				229%
	4.378				



Totale fatturato	3.044,02	6.317,42	10.765,65
Costo diretto	(463,11)	(648,57)	(833,19)
Costi IT	(155,00)	(246,25)	(314,55)
Costo del lavoro	(1.981,95)	(2.666,00)	(3.321,10)
Costi di struttura/ generali/ comunicazione	(705,00)	(823,80)	(1.006,92)
Totale costi	(3.305,06)	(4.384,63)	(5.475,76)
EBITDA	(261,04)	1.932,80	5.289,89

MEDIE significative (escl CP):	
Beta	**2,7**
P/S	**3,4**
Costo Equity (per DCF)	
Ke	**30,5%**
Rf	3,5%
Premium risk = (Rm-Rf)	10%
Beta	2,70
Beta*Premium Risk	27%

Dr G.Cuccaro
Business Planning & Evaluations
Università Cattolica del Sacro Cuore
Milano 9 APRILE 2002

securmatics

Esempio su un'iniziativa caratterizzata da un rischio non elevato

Venture Capital Method	
IRR	40%
Earning al 2002	2.291
Average P/E comparable for a meaninful cluster al 1/1/01	30,0
ENTERPRISE VALUE	**35.060**

Multiple by sales	
Sales	9.970
Moltiplicatore	2,7
ENTERPRISE VALUE	**26.919**

Multiple by earning	
Earning	1.067
Moltiplicatore	31,0
ENTERPRISE VALUE	**33.073**

DCF				
wacc	18%			
	2001	**2002**	**2003**	
NET C.F.	1.934	1.855	4.581	
Present value	1.389	1.129	2.363	**4.881**
Tasso di crescita perpetua (g)	5%			
Terminal value	41.644			
Discounted T.V.	21.479			
ENTERPRISE VALUE	**26.360**			
Percentage of TV on EV	**81%**			

AVERAGE ENTERPRISE VALUE	**30.353**

securmatics

•CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Dr G.Cuccaro
Business Planning & Evaluations
Università Cattolica del Sacro Cuore
Milano 9 APRILE 2002

securmatics

BUSINESS MODELING	BUSINESS PLANNING & EVALUATIONS
• Mission • Team & Organisation • Strategy • Enabling Technology • Revenue & Pricing Model • Market Value & Strategic Positioning • Competitive advantages • Innovation (Business Model & Technology)	•Analisi del Business •Mercato •Scenario competitivo •Posizionamento **•Volumi d'affari** **•Costi operativi** **•Margini di contribuzione** **•EBITDA** **•Flussi finanziari** **•Metodi finanziari (DCF,APV)** **•Multipli** **•Metodi Patrimoniali**

securmatics

Cosa dobbiamo conoscere:

- What business we're in.
- How we measure success.
- Who our “customers” are.
- What our “customers” want.
- How we go to market.
- What are competencies are.
- How we extract value.

Fonte : G.Hamel, HBS

securmatics

Calcolare il valore del cliente

Valore cliente (NPV)

Contribuzione Cliente

- Fatturato per cliente
  - -Spesa del cliente medio
  - -Valore infomediario
  - -Pubblicità
- Marginalità del servizio
  - -Costo per servire e mantenere i clienti
  - -Costo per tipo di ricavo
- Retention
  - -Attrito clienti

Costo Acquisizione Cliente

-Spese di marketing per cliente acquisito

Fonte SDA Bocconi

securmatics

Private Equty Investment Criteria

- **Management**
  - Solid success experience
  - Technology and market knowledge
  - Capability to develop and manage companies‘ assets
- **Technology and Product/Services**
  - Business and/or Technology Innovation
  - Clear customers advantages (supply, service, quality, cost, convenience,..)
- **Market, Competition**
  - Market size and growth
  - Competitive advantage
- **Strategy Focus:** defined in all relevant aspects
- **Alternative Exit Strategies**
- **Reasonable amount of financing**
- **Short term Profitability**

ELEMENTI di PRE-DUEDILIGENCE

- **DESCRIZIONE INIZIATIVA**
- **PROFILO PROFESSIONALE DEI PARTNER ed EVENTUALI PROMOTORI**
- **MATRICE OFFERTA/TECNOLOGIA/MERCATO DI RIFERIMENTO (cosa/come/per chi)**
- **ELEMENTI DI SCENARIO COMPETITIVO/BENCHMARKING DI RIFERIMENTO**
- **ASSUMPTION: qualità e quantità principali clienti, scenari di riferimento, tendenze di mercato, modalità di determinazione delle fonti di reddito e delle configurazioni di costo**
- **PRICING/FONTI DI REDDITO/CREAZIONE DI VALORE**
- **PIANO D'INVESTIMENTO (tecnologia , infrastruttura organizzativa, marketing, ...)**
- **STRATEGIE DI SVILUPPO:obiettivi di crescita, risorse necessarie, struttura manageriale**
- **ESTRATTO SIGNIFICATIVO DEL BUSINESS PLAN**
- **COMPOSIZIONE AZIONARIA DI PARTENZA**
- **FABBISOGNO DI CAPITALE**
- **PROPOSTA IMPEGNO FINANZIATORE (EQUITY/FINANZIAMENTO)**
- **OPPORTUNITA' DI CO-INVESTIMENTO.**
- **VALORIZZAZIONE INIZIATIVA (PMV al tempo T0, T1, ..Tn)**
- **APPORTI DI CAPITALE alle varie fasi**
- **EXIT: IPOTESI TEMPI e VALORI DI RITORNO DELL'INVESTIMENTO**
- **PUNTI DI FORZA, FATTORE DIFFERENZIANTE e FATTORI CRITICI DI SUCCESSO**
- **ALLEGATI (lettera d'intenti, patti parasociali, piani di stock option, clausole, accordi con partner strategici,clienti/fornitori, progetti pilota, etc)**

Fattori critici di successo

- Business Modeling : innovazione e capacita' di adattamento/reazione alla dinamicità delle condizioni di scenario
- Focus della mission e della strategia sottostante
- "Mappatura" del Business Model in un Piano strategico strutturato
- Sostenibilita' del modello (in particolare revenue & pricing model)e del Business Plan sottostante
- Assumption "adeguatamente documentate/certificate"
- Valori potenziali di riferimento
- "ragionevole" richiesta di finanziamento

•E-mail: cuccaro@securmatics.it

securmatics