

I tre pilastri dell'adeguato assetto organizzativo
Il Merger Leveraged Buy-Out

IBR e Analisi della sostenibilità dell'operazione di MLBO

Jacopo Barontini

10 marzo 2023



Independent Business Review

Come si struttura un'IBR?



Overview della società

L'overview serve per comprendere la struttura della società, il suo modello di business e i principali mercati in cui opera.



Disamina delle performance storiche

La raccolta e la disamina dei dati storici permette la comprensione dell'andamento aziendale e l'individuazione delle cause della crisi.



Analisi dei dati previsionali

L'analisi dei dati previsionali è funzionale a comprendere le prospettive economico-finanziarie future della società e la sostenibilità della struttura finanziaria.



Elaborazione dello scenario sensitivity

L'elaborazione di uno scenario sensitivity permette la comprensione della sensibilità del piano ad eventuali scostamenti rispetto alle previsioni iniziali.



Conclusioni

L'attività si conclude con una valutazione sulla sostenibilità del BP, delle principali aree di rischio e, idealmente, di eventuali contromisure in caso di scostamenti negativi



Destinatari

I destinatari dell'IBR sono tutti gli stakeholder finanziari esterni alla società che sono chiamati a prendere delle decisioni sulla base dell'evoluzione delle performance economiche e finanziarie



Obiettivo

L'obiettivo di una IBR è quello di fornire ai creditori assistenza e consulenza indipendente con una solida base di informazioni così da supportarli nelle decisioni riguardanti i finanziamenti in essere e/o futuri.

Overview della società



Struttura del Gruppo

Al fine di effettuare una consona analisi della struttura del gruppo, sono necessarie analisi:

- Della struttura dell'azionariato per comprendere il livello di concentrazione del potere all'interno del gruppo e i possibili sviluppi sulle decisioni strategiche;
- Delle società controllate dal gruppo per valutarne il livello di rischio complessivo (e.g., operativo, finanziario, legale, etc.);
- Dei rapporti infragruppo al fine di comprendere le dinamiche di controllo.



Modello di Business

La comprensione del modello di business della società/gruppo oggetto di analisi è essenzialmente suddivisa in:

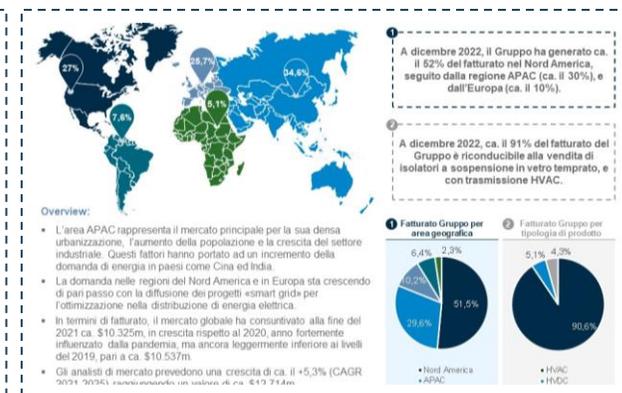
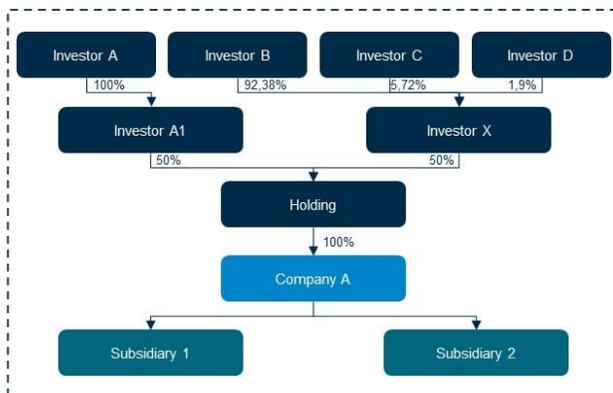
- Overview del settore di riferimento
- Analisi del modello di generazione dei ricavi
- Analisi delle diverse business unit;
- Analisi del portafoglio prodotti;
- Analisi dei rapporti con fornitori e clienti;



Mercati di riferimento

L'analisi del mercato di riferimento comprende:

- Analisi storica e prospettica del mercato, del suo valore, e della market share della società;
- Tale analisi viene effettuata:
 - Per area geografica;
 - Per tipologia di prodotto;
 - Per tipologia di cliente.
- Analisi dello scenario competitivo, comprensiva di un confronto tra la società in analisi ed i principali competitors.



Disamina delle performance storiche

Conto economico

Conto Economico - €'m		FY18	FY19	FY20	FY21
1	Valore della produzione	453,1	500,5	458,9	435,6
	Costi variabili diretti	(142,0)	(130,7)	(102,9)	(110,2)
2	Primo margine	311,1	369,7	356,0	325,5
	Primo margine %	68,7%	73,9%	77,6%	74,7%
	Costi di struttura	(260,9)	(331,2)	(310,9)	(292,4)
3	EBITDA	50,2	38,5	45,1	33,0
	EBITDA margin %	11,1%	7,7%	9,8%	7,6%
	Risultato dell'esercizio	8,8	7,5	10,7	11,6

Overview

- La disamina del conto economico si concentra, generalmente su:
 - Analisi dell'evoluzione del valore della produzione, e delle dinamiche sottostanti. Differenziazione tra effetto prezzo, volumi ed altri.
 - Un'analisi dei costi variabili diretti del primo margine, sia in termini assoluti che percentuali. Identificazione dei principali driver che hanno impattato i risultati nel periodo oggetto di analisi.
 - Un'analisi dell'andamento dell'EBITDA, in termini assoluti e relativi, attraverso uno studio dei principali costi di struttura (e.g., costi del personale, costi per servizi, etc.).

Stato patrimoniale

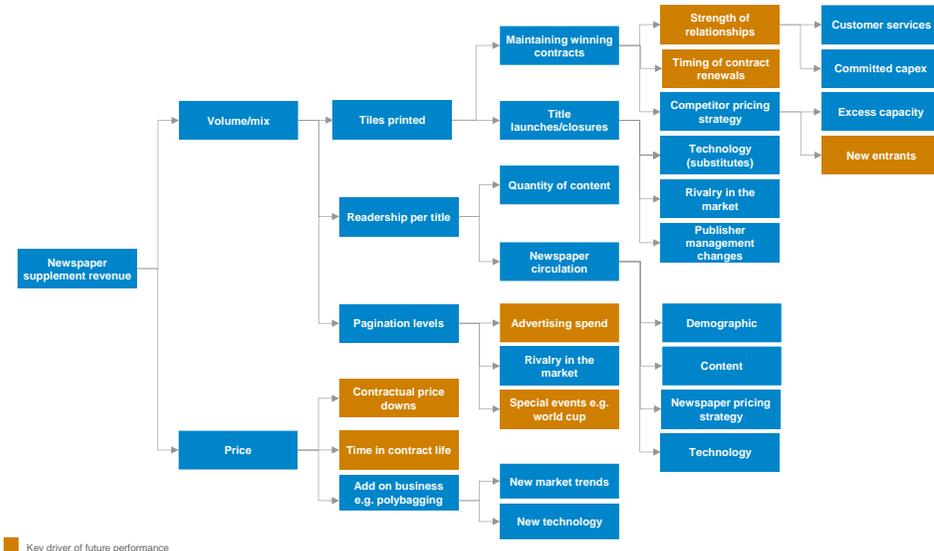
Stato Patrimoniale - €'m		FY18	FY19	FY20	FY21
1	Attivo fisso	204,8	211,9	221,2	217,8
	Rimanenze	181,2	205,8	260,9	177,5
	Crediti commerciali	121,1	141,4	101,4	96,1
	Debiti commerciali	(237,6)	(336,4)	(341,4)	(229,9)
2	CCC	64,7	10,9	20,9	43,7
	Altre attività / (passività)	(22,0)	(10,1)	5,1	7,7
	Capitale Investito Netto	247,5	212,6	247,3	269,1
	Patrimonio Netto	132,8	143,1	145,9	163,2
	Debiti finanziari	273,0	212,2	246,1	246,0
	Obbligazioni	-	-	39,7	39,8
	(Disponibilità liquide)	(158,3)	(142,7)	(184,4)	(179,8)
3	PFN	114,8	69,6	101,4	106,0
	Totale fonti	247,5	212,6	247,3	269,1

Overview

- La disamina dello stato patrimoniale generalmente si concentra su:
 - Un'analisi dell'andamento dell'attivo fisso, tramite uno studio dell'evoluzione delle immobilizzazioni materiali, immateriali, e finanziarie, e dei capex effettuati.
 - Un'analisi sull'evoluzione del magazzino, dei crediti e dei debiti commerciali correnti con il supporto degli indici di rotazione. La disamina di eventuali crediti e/o debiti scaduti, con lo scopo di identificarne le cause sottostanti.
 - Un'analisi della posizione finanziaria netta, e delle dinamiche di business che hanno comportato un eventuale deterioramento (o miglioramento) dell'esposizione debitoria. In aggiunta, viene effettuata una verifica dei finanziamenti in essere e dell'utilizzo delle linee di credito.

Analisi dei dati previsionali

Esempio di schema dei driver delle vendite



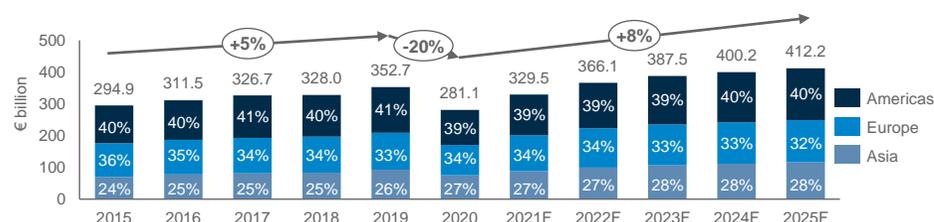
Overview

Il valore della produzione a Piano dipenderà da:

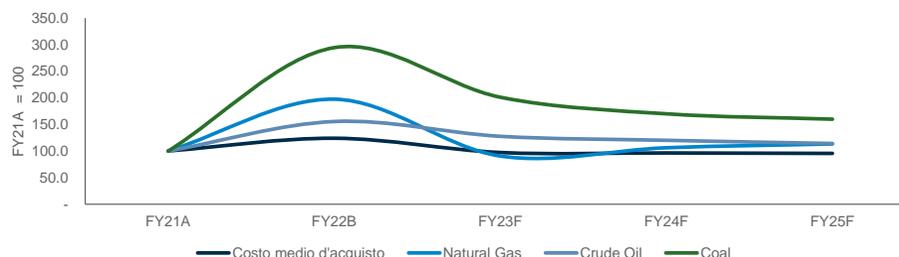
- Andamento dei volumi e del mix di vendita: l'evoluzione delle quantità deve essere coerente con l'evoluzione del mercato di riferimento. Assunzioni che prevedono acquisizioni di quote di mercato devono essere attentamente valutate.
- Andamento del prezzo di vendita: legato al posizionamento, al potere negoziale e all'andamento del costo delle materie prime a condizione che la domanda presenti una certa elasticità.
- Le previsioni circa i costi diretti di produzione devono considerare:
 - il costo della materia prima per la maggior parte delle materie prime è possibile utilizzare curve forward, laddove si tratti di un prodotto semilavorato le stesse possono essere usate come proxy.
 - Il personale di produzione: in funzione del numero di FTE, collegato ai volumi e all'efficienza produttiva, ed il relativo costo medio.

Ogni elemento di discontinuità rispetto al passato che riguardi i costi di struttura deve essere il risultato di una precisa azione prevista dal business plan che dovrebbe quantificare eventuali costi necessari per ottenere il beneficio.

Evoluzione attesa del mercato di riferimento

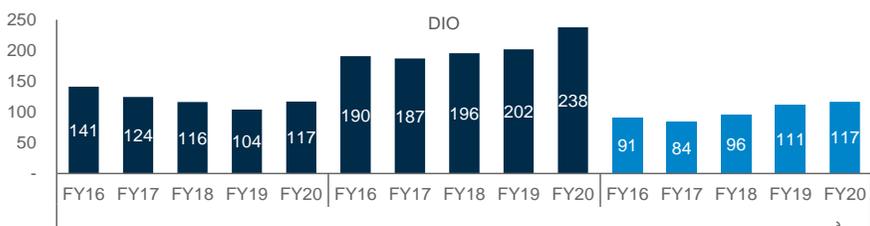


Evoluzione attesa dei costi delle materie prime



Analisi dei dati previsionali

Andamento del capital circolante commerciale – benchmark vs peer



Overview

Il DSO rappresenta l'indice dei giorni medi di incasso dei crediti commerciali in rapporto ai ricavi delle vendite. Tale ratio è utilizzato per la previsione della componente corrente dell'esposizione verso i clienti. L'incasso dei crediti scaduti, invece, deve essere il risultato di specifiche azioni del management, tenuto anche conto dell'eventuale nuova generazione di scaduto e delle reali prospettive di recupero dei summenzionati crediti incagliati.

Similmente, il DPO fornisce indicazioni sulle tempistiche medi di pagamento dei debiti commerciali. In una situazione di crisi, è frequente che si registri una contrazione delle dilazioni concesse sulla quota corrente del debito, oltre che un incremento della componente scaduta dei debiti commerciali. Il Business Plan deve prevedere una gestione di tale scaduto in tempi congrui e coerenti con le necessità del business. Il ritorno a condizioni di fornitura «normali» comporta un beneficio in termini di generazione di cassa e conseguentemente deve essere analizzato con cura.

La giacenza media dei beni in magazzino, dalle materie prime ai prodotti finiti, è rappresentata dal DIO. Anche per l'ultimo elemento del capitale circolante commerciale bisogna effettuare una valutazione sulla qualità dello stock di partenza e considerare separatamente i beni slow e no moving.

L'evoluzione degli indici di rotazione deve essere coerente con l'andamento del settore di riferimento e con la condizione in cui versa la società. In condizioni normali, un incremento del volume d'affari coincide con un assorbimento di cassa da parte del capitale circolante. Se tale crescita si accompagna a un contestuale miglioramento degli indici di rotazione, si neutralizza tale dinamica rischiando di sottostimare il fabbisogno finanziario necessario per il raggiungimento degli obiettivi di fatturato.

Oltre al capitale circolante commerciale, particolare rilevanza assume il piano degli investimenti ipotizzati in arco piano. È importante che vengano previste delle capex di mantenimento, funzionali ad evitare una perdita di competitività dell'azienda, mentre eventuali investimenti di sviluppo devono essere presi in considerazione qualora in funzione di efficientamenti industriali o crescita della produzione oltre l'attuale capacità produttiva della Società.

Elaborazione dello scenario sensitivity

Lo scenario sensitivity

Sensitivity	FY21A	FY22B	FY23F	FY24F	FY25F
Ricavi netti	72,207	76,512	82,457	78,364	78,356
Primo margine	7,048	6,022	18,148	15,408	15,442
Primo margine (%)	8.9%	7.2%	20.2%	18.0%	18.0%
EBITDA Adj.	1,971	(1,500)	10,949	8,192	8,206
EBITDA Adj. Margin	2.5%	(1.8%)	12.2%	9.6%	9.6%
Flusso di cassa operativo	8,053	(2,867)	9,799	9,231	9,445
Investimenti	(3,894)	(2,987)	(2,101)	(2,250)	(2,250)
CFADS	812	4,880	4,571	3,974	4,528
Cassa EoP	1,753	(1,647)	(1,252)	(2,715)	(1,604)
Base	FY21A	FY22B	FY23F	FY24F	FY25F
Ricavi netti	72,207	76,512	84,954	84,618	85,451
Primo margine	7,048	6,022	20,645	21,663	22,537
Primo margine (%)	8.9%	7.2%	22.3%	23.4%	24.1%
EBITDA Adj.	1,971	500	13,446	14,447	15,301
EBITDA Adj. Margin	2.5%	0.6%	14.5%	15.6%	16.4%
Flusso di cassa operativo	8,053	(867)	12,194	14,845	16,633
Investimenti	(3,894)	(2,987)	(2,101)	(2,250)	(2,250)
CFADS	812	6,880	6,967	9,588	11,716
Cassa EoP	1,753	353	3,999	3,999	3,999
Delta	FY21A	FY22B	FY23F	FY24F	FY25F
Ricavi netti	-	-	(2,497)	(6,255)	(7,095)
Primo margine	-	-	(2,497)	(6,255)	(7,095)
Primo margine (%)	-	-	(2.1%)	(5.4%)	(6.1%)
EBITDA Adj.	-	(2,000)	(2,497)	(6,255)	(7,095)
EBITDA Adj. Margin	-	(2.4%)	(2.3%)	(6.1%)	(6.8%)
Flusso di cassa operativo	-	(2,000)	(2,396)	(5,614)	(7,188)
Investimenti	-	-	-	-	-
CFADS	-	(2,000)	(2,396)	(5,614)	(7,188)
Cassa EoP	-	(2,000)	(5,251)	(6,714)	(5,603)

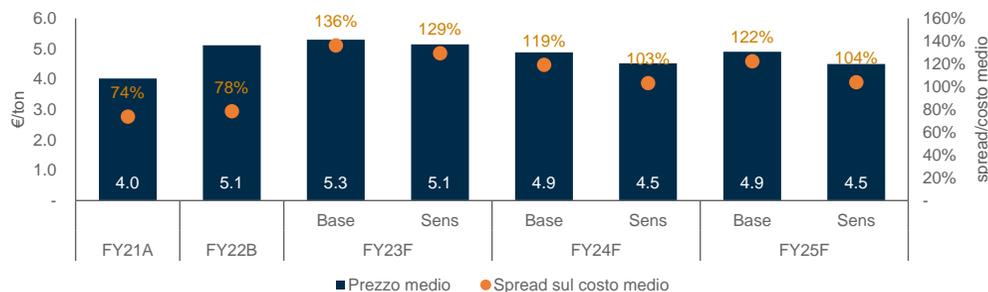
Overview

La maggior parte delle assunzioni alla base di un business plan non presenta un risultato binario 0% o 100% ma bensì eventuali scostamenti comporteranno un risultato intermedio a questi valori. È importante quindi comprendere la sensibilità del business plan ad eventuali scostamenti rispetto alle previsioni iniziali soprattutto per le variabili chiave dell'impresa.

L'analisi di sensitività deve essere condotta in primo luogo sulla singola variabile includendo tutti gli impatti sia economici che patrimoniali al fine di ottenere un corretto riflesso sotto il profilo finanziario. Ad esempio una riduzione del valore della produzione comporterà un minore EBITDA, minori imposte ma al contempo un minor ammontare di crediti e di magazzino.

Lo scenario sensitivity sarà il risultato combinato dei singoli stress test applicati sulle variabili chiave individuate come a maggior rischio. Da tenere a mente che non si tratta di una semplice somma algebrica delle singole componenti in quanto gli effetti una potrebbero modificare i risultati di un'altra. Ad esempio singolarmente un incremento dei DSO rispetto allo scenario base vede l'impatto sulla cassa disponibile ridotto se abbinato ad una riduzione del valore della produzione.

L'analisi permette di comprendere la capacità del piano di assorbire gli scostamenti rispetto alle previsioni del management, e di conseguenza di rimborsare il debito, o evidenzia il rischio dell'emersione di fabbisogni finanziari che devono trovare copertura con azioni correttive, mitigant o up-side non fattorizzati all'interno del piano.



Conclusioni

Area	Assunzioni del management	A&M view	Rischio
Modello di business	<ul style="list-style-type: none"> Il Piano prevede un cambio del modello di business con una transizione da una clientela essenzialmente corporate ad una prevalenza di clienti retail. 	<ul style="list-style-type: none"> Le assunzioni alla base delle previsioni riflettono gli intenti strategici del management nonché la sua visione sull'evoluzione del mercato e dello scenario competitivo. La crescita della marginalità è basata quasi esclusivamente sulla transizione sui clienti retail. La Società ha incrementato il numero clienti retail negli ultimi anni. Il raggiungimento degli obiettivi di Piano dipenderà anche dalle politiche commerciali dei key players del mercato. Vista la prevista acquisizione di quote di mercato, il Piano potrebbe beneficiare di investimenti specifici a supporto della crescita, quali ad esempio le spese di promozione. 	●
Modello operativo	<ul style="list-style-type: none"> Il modello operativo dovrà essere adeguato alla superiore numerosità della clientela. 	<ul style="list-style-type: none"> Il management prevede di rafforzare la propria rete agenti e la presenza territoriale attraverso partnership con reti di punti vendita terze. Da un punto di vista organizzativo interno è in corso una fase una revisione della struttura a tendere, che tuttavia non è stata ancora formalizzata. Le assunzioni relative ai costi di struttura sono principalmente relative a tassi di crescita rispetto all'anno precedente. Pertanto, le previsioni economiche relative ai costi di struttura potrebbero beneficiare di una maggiore esplicitazione in funzione delle attività di riorganizzazione operativa. 	●
Andamento del mercato e dello scenario competitivo	<ul style="list-style-type: none"> La Società prevede di espandere la propria presenza in regioni attualmente poco presidiate e di rafforzare la propria presenza nelle principali regioni in cui opera attualmente. 	<ul style="list-style-type: none"> A partire da gennaio 2024 terminerà il mercato tutelato per i clienti domestici. Questo cambiamento potrebbe aiutare la Società ad attrarre nuovi clienti senza dover entrare in diretta competizione con i principali player del settore. Va considerato tuttavia che il mercato è dominato da alcuni player di dimensioni ragguardevoli, che competono localmente con player simili alla Società. La forza commerciale e le possibilità finanziarie dei leader di mercato costituiscono un rischio per il raggiungimento degli obiettivi di marginalità del Piano, in quanto la Società si troverebbe a dover adeguare i propri prezzi qualora questi attuassero campagne commerciali particolarmente aggressive. 	●
Evoluzione del capitale circolante commerciale	<ul style="list-style-type: none"> Il management prevede in arco di Piano una normalizzazione delle dinamiche di capitale circolante commerciale con l'incasso dei crediti scaduti generati nel corso del 2022 e un parziale ricorso alle forniture bilaterali a partire dal 2024. 	<ul style="list-style-type: none"> Molto dello scaduto commerciale generato nel corso del 2022 riguarda clienti corporate con cui si sono interrotti i rapporti di fornitura. A dicembre dovrebbe esserci un'ulteriore revisione del portafoglio clienti, quando scadranno i contratti che non sono stati rinnovati. Non si può escludere un rischio che si generi ulteriore scaduto sulla clientela corporate. Il Piano prevede altresì un processo di transizione sul segmento retail, che ancorché caratterizzato da minore concentrazione del rischio credito, potrebbe presentare problematiche operative in termini di gestione dello scaduto. Da un punto di vista dei debiti, l'allungamento del DPO, previsto a partire dal 2024, dipenderà in larga parte dalla disponibilità di adeguate garanzie, ma costituisce una opportunità in arco piano. 	●

Area	A&M View
Is the basis of the preparation appropriate and fit for purpose?	●
Is the model based on appropriate and relevant supporting schedules?	●
Are the assumptions and calculations consistent and evidenced?	●
Is the model structurally robust to avoid material errors or omissions?	●
Is the model flexible and able to be updated easily?	●
Is the forecast anchored to an opening balance sheet which is appropriately unwound through the period?	●
Is the forecast built using consistent and logical methodology throughout all divisions / regions?	●

Legenda – Raggiungibilità

● Basso rischio ● Medio rischio ● Sfidante

Key – Overall risk / view

● Inadequate ● Fit for purpose ● Robust

Overview

Al termine delle attività si dovrebbe fornire una panoramica circa:

- L'adeguatezza del modello matematico utilizzato per il business plan: in questo caso si fa riferimento ad un'analisi di tipo tecnico che esula dalla specificità del business per cui il modello è utilizzato. Questo deve presentare assunzioni ed analisi di supporto chiari e completi, una struttura matematicamente corretta che presenti un adeguato grado di flessibilità per eventuali aggiornamenti e/o analisi di sensitività
- Rischiosità delle assunzioni utilizzate per la predisposizione dei dati previsionali: i principali drivers del piano possono essere soggetti ad una diversa rischiosità. Gli aspetti maggiormente critici dovrebbero essere allineati con quelli individuati per la predisposizione dello scenario di sensitività.



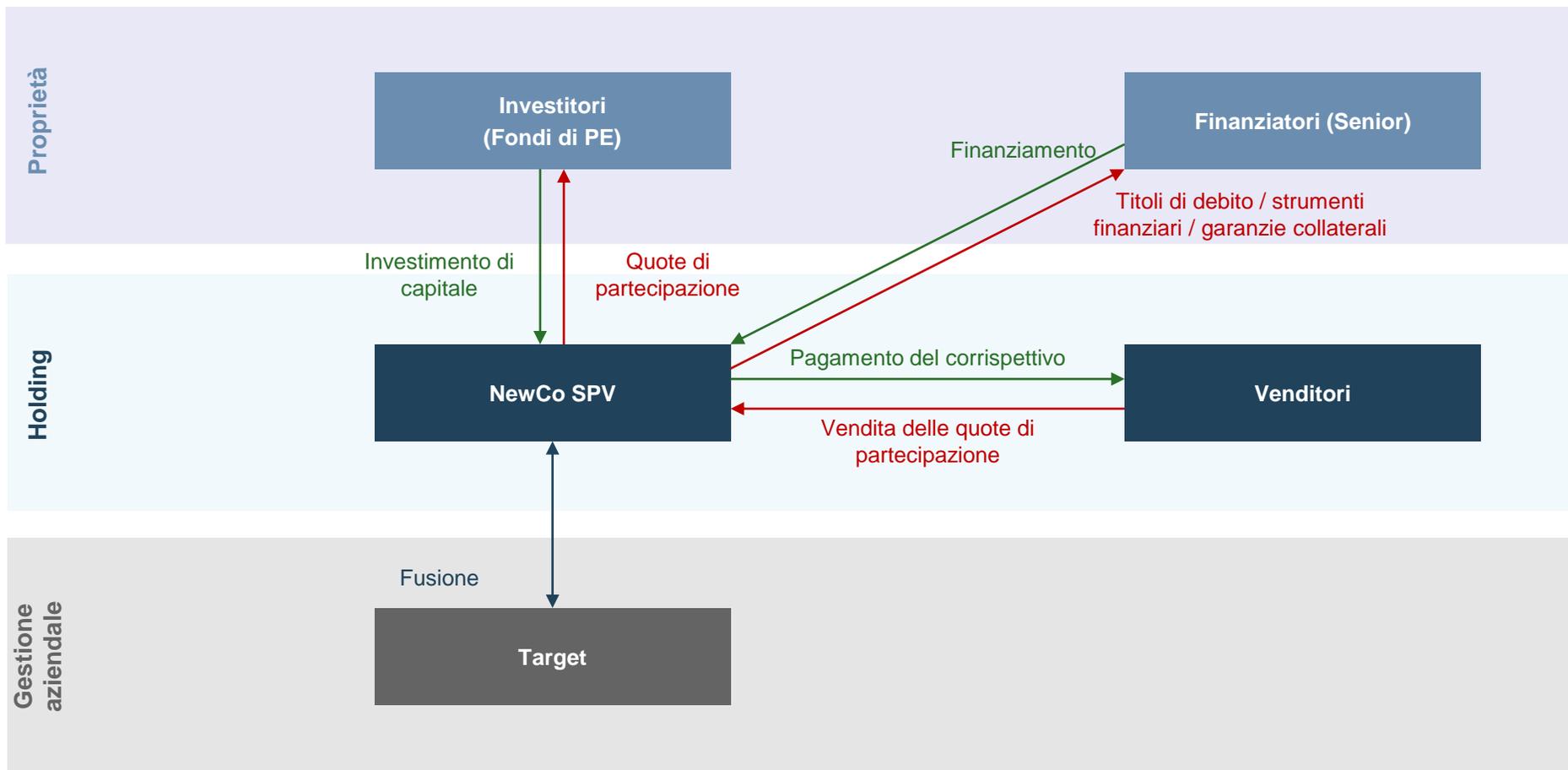
L'applicazione nel caso delle operazioni di MLBO

La struttura delle operazioni di MLBO 1/2

Un MLBO è un tipo di operazione in cui un buyer acquisisce una società per il tramite di una SPV NewCo in cui confluisce il capitale proprio e quello di terzi. Tali operazioni sono caratterizzate da una leva finanziaria superiore alle normali transazioni M&A. Il processo è generalmente suddiviso in 6 fasi:

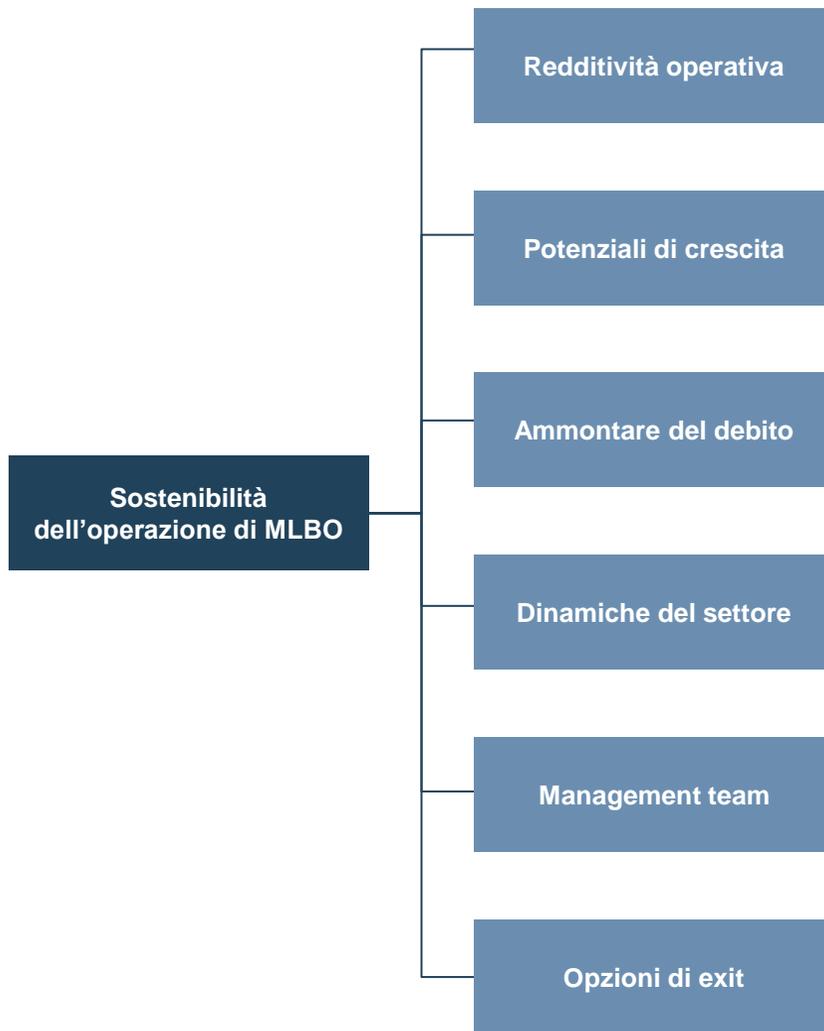
- 1 Identificazione del target**
 - L'acquirente identifica un'azienda target che si adatti ad un LBO in base a fattori quali il potenziale di crescita, la posizione di mercato e le performance finanziarie, .
- 2 Negoziazione del prezzo**
 - L'acquirente conduce un processo di due diligence per valutare le prestazioni operative e finanziarie del target individuato, il suo posizionamento competitivo, i potenziali di crescita, ed eventuali rischi.
 - Una volta conclusa l'attività di due diligence si avvia la negoziazione con la proprietà della società target.
- 3 Finanziamento e strutturazione**
 - Definito il valore della transazione l'acquirente deve reperire la finanza necessaria per la conclusione dell'operazione.
 - Il secondo passaggio è la creazione della SPV e la strutturazione dei meccanismi operativi dell'operazione. In questa fase vengono definiti i rapporti con gli istituti di credito come, ad esempio, la struttura garantuale ed il meccanismo di waterfall in caso di evento di liquidità
- 4 Acquisizione e fusione**
 - Una volta definita la struttura dell'operazione si procede con l'esecuzione della transazione.
 - Acquisito il controllo della società target si procederà con la fusione della stessa con la NewCo costituita. Questo può avvenire sia tramite fusione tradizionale sia tramite fusione inversa. Il principale risultato è che l'indebitamento finanziario di NewCo viene trasferito sulla società operativa.
- 5 Intervento sulla società**
 - In seguito al completamento della transazione di LBO, l'acquirente affianca il management della società target nell'implementazione di strategie post-acquisizione incentrate sul miglioramento delle prestazioni operative e finanziarie. Ciò può comportare la razionalizzazione delle operazioni, l'implementazione di strategie di cost-cut, ed investimenti per la crescita del business.
- 6 Exit**
 - La fase finale del processo è l'uscita, che può comportare la vendita dell'azienda ad un acquirente strategico, la quotazione in borsa attraverso un'IPO, o la ricapitalizzazione dell'azienda

La struttura delle operazioni di MLBO 2/2



- Flusso monetario
- Titoli di debito o di proprietà
- Fusione

Sostenibilità dell'operazione



Nel valutare la sostenibilità dell'operazione, è fondamentale considerare la redditività operativa dell'azienda e la sua capacità di generare flussi di cassa sufficienti a rimborsare il debito. È importante valutare i flussi storici e prospettici, nonché tutti i fattori che potrebbero influenzarli (condizioni di mercato, scenario competitivo, normative in vigore, etc.).

Un'operazione di MLBO sostenibile dovrebbe avere un chiaro percorso di crescita, tale da essere in grado di sostenere i requisiti di servizio del debito della transazione e di originare un ritorno agli investitori.

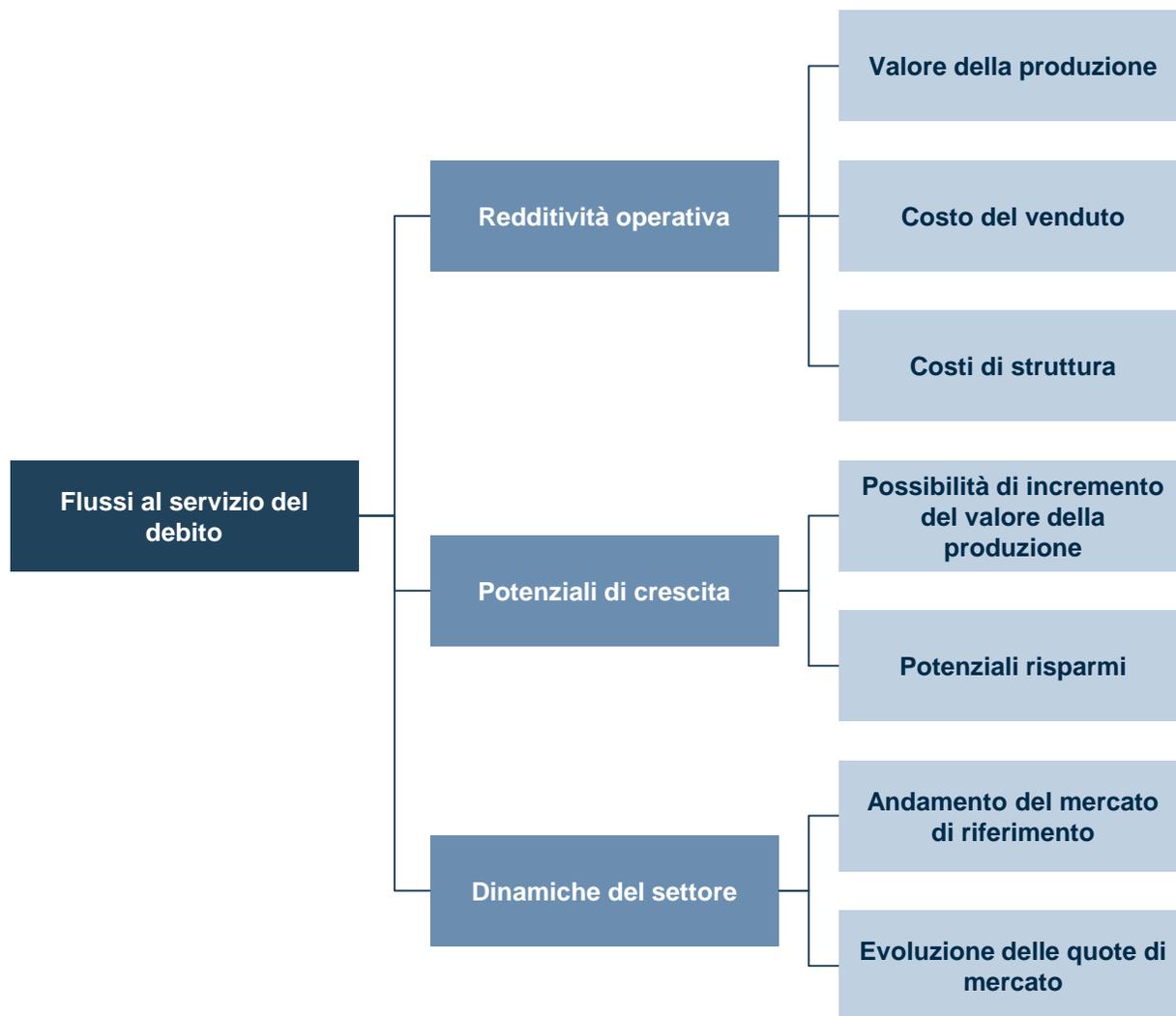
Al fine di propriamente analizzare la sostenibilità di un'operazione di MLBO, è necessaria una puntigliosa analisi del livello di indebitamento, in quanto livelli troppo elevati potrebbero creare difficoltà finanziarie per l'azienda target (e.g., mancato rimborso, perdita di fiducia da parte degli investitori, insolvenza etc.).

Nel valutare la sostenibilità di un LBO, è importante considerare il settore in cui l'azienda opera, il panorama competitivo, il contesto normativo, i potenziali rischi e le sfide future. La società deve essere in grado di adattarsi ad eventuali cambiamenti tra i fattori sopra elencati, e di mantenere il suo vantaggio competitivo.

Il management team deve avere le capacità e le risorse per implementare le strategie previste post-acquisizione e per guidare la crescita della società. Nel valutare la sostenibilità dell'operazione, è fondamentale considerare i potenziali rischi di turnover, le competenze e l'esperienza del management team.

Nel valutare la sostenibilità dell'operazione, è importante considerare le potenziali opzioni di exit e la probabilità di ottenere un'uscita di successo in tempi ragionevoli e con un rendimento sostanzioso per gli investitori. Necessità di un percorso di exit chiaro e praticabile (vendita della società, IPO, etc.).

Generazione del CFADS

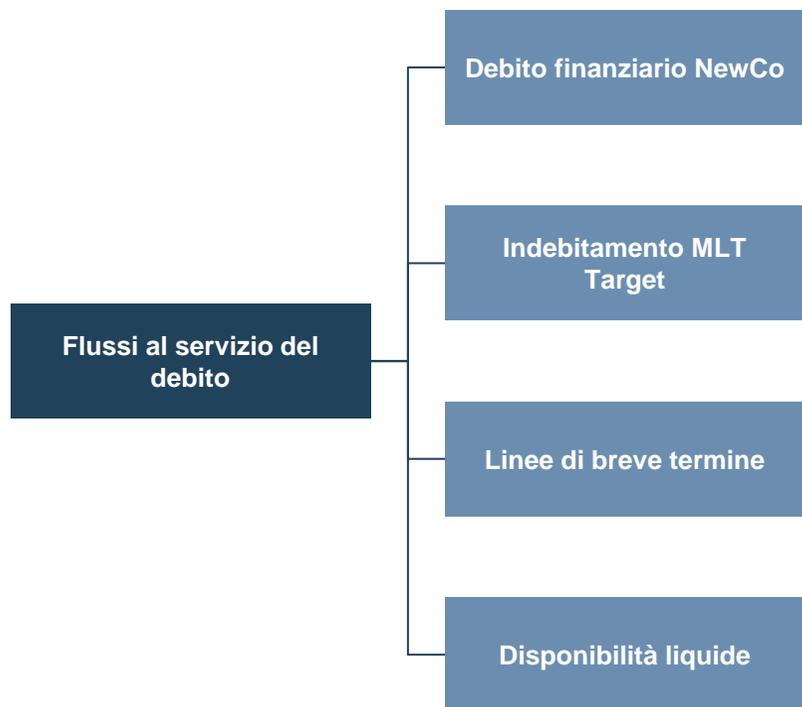


Overview

I flussi al servizio del debito dipenderanno principalmente da:

- **Redditività operativa:** è la situazione attuale della società target la sua capacità di generare un valore della produzione stabile ed una marginalità operativa positiva. Si devono considerare anche gli investimenti necessari per il mantenimento della struttura produttiva.
- **Potenziali di crescita:** rappresenta l'evoluzione della redditività operativa, quali sono gli interventi che possono essere messi in atto per migliorare i flussi al servizio del debito. Va considerato che le leve interne che comportano una riduzione dei costi o un incremento dell'efficienze presentano un grado di rischio inferiore rispetto a leve che intervengono su volumi e prezzi di vendita.
- **Dinamiche del settore:** sono i fattori esogeni al di fuori del controllo della target o dell'acquirente e tendenzialmente impattano sul valore della produzione prospettico. Tipicamente in un mercato in crescita a parità di quote di mercato si avrà un maggiore volume di affari mentre in un mercato stagnante lo stesso risultato deve essere raggiunto acquisendo quote di mercato. Le medesime dinamiche si applicano laddove si preveda l'ingresso in nuovi mercati o il lancio di nuovi prodotti.

Posizione finanziaria netta



Overview

La posizione finanziaria netta si compone di:

- Debito finanziario NewCo: è l'indebitamento acceso dall'acquirente per il completamento dell'acquisizione e si aggiunge all'indebitamento esistente a valle della fusione. Può essere strutturato come un finanziamento a medio lungo tradizionale o con forme più sofisticate come strumenti finanziari partecipativi, obbligazioni high yield o RCF.
- Indebitamento MLT target: rappresenta sia i debiti a medio lungo termine operativi esistenti alla data di acquisizione o un'eventuale porzione del debito finanziario di NewCo non destinato al pagamento del prezzo di acquisto. Nel secondo caso può essere sotto forma di linea capex all'interno della struttura di RCF. Il debito esistente alla data di acquisizione può anche essere oggetto di rifinanziamento per ridurre il numero di contratti bilaterali esistenti.
- Linee di breve termine: come per l'indebitamento MLT della target è tipicamente debito esistente al momento dell'acquisizione (sotto forma sia di linee rotative di anticipo fatture/reverse factoring sia di linee di cassa pure) che possono essere eventualmente integrate o rifinanziate al momento dell'acquisizione.

Con riferimento ai finanziamenti a medio lungo il rimborso può avvenire tramite:

- Piano di ammortamento: sia esso a rate costanti o variabili può variare in termini di durata o di tasso di interesse;
- Piano di ammortamento con rata baloon: simile al piano di ammortamento se non per una rilevante quota di capitale che è oggetto di rimborso al termine del piano di rientro.
- Rimborso bullet: in questo caso il rimborso avviene in un'unica soluzione alla scadenza del contratto. Tipicamente è previsto il rimborso anticipato in caso di evento di liquidità.



Esempi pratici

Disamina delle performance storiche

Analisi delle performance storiche Andamento dell'EBITDA

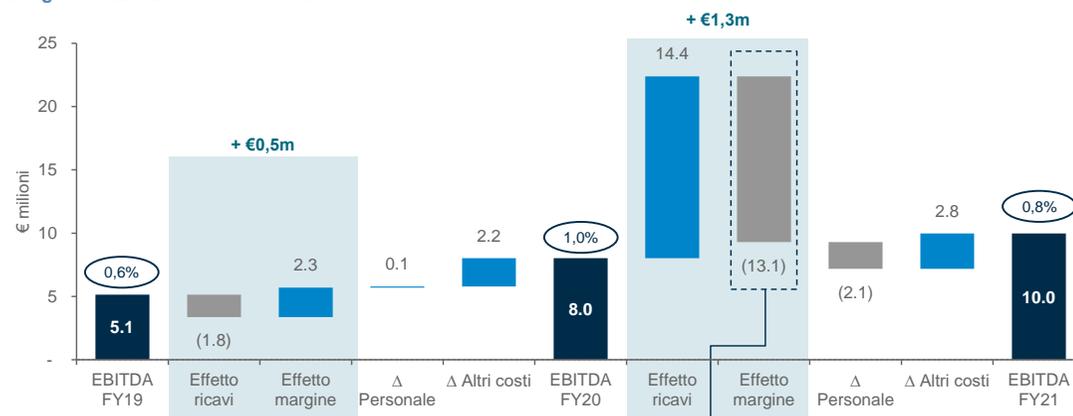
L'EBITDA di è passato da €5,1m nel FY19 (EBITDA margin 0,6%) a €8m nel FY20 (EBITDA margin 1,0%) grazie ad un impatto positivo della marginalità spiegata da un minor prezzo di acquisto a fronte di uno spread fisso applicato al portafoglio clienti esistente, oltre che a minori costi legati ai servizi.

Nel FY21, l'EBITDA si è incrementato in valore assoluto di ca. +€2m, nonostante una riduzione dell'EBITDA margin di 0,2pp.

Tale risultato è stato negativamente influenzato da una maggiore incidenza del costo delle materie prime (principalmente relativa all'energia elettrica), a fronte di un incremento del valore della produzione e un efficientamento in termini di altri costi operativi.

L'incremento del costo dell'energia elettrica negli ultimi mesi del FY21A non è stato accompagnato da un aumento dello spread applicato sul PUN, risultando in una erosione della marginalità.

Bridge dell'EBITDA da FY19 a FY21

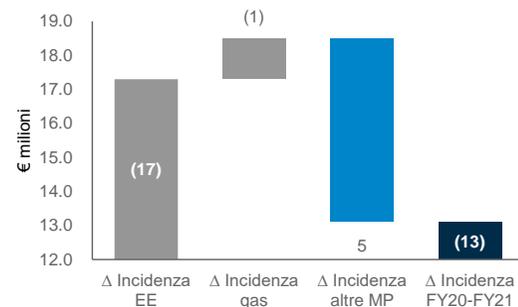


Fonte: dati management, elaborazione A&M

Overview

- La riduzione del valore della produzione nel FY20 ha comportato un effetto negativo sull'EBITDA pari a ca. -€1,8m, spiegato da un portafoglio clienti fortemente concentrato sul segmento corporate. Nello stesso periodo, la riduzione del prezzo di acquisto a fronte di uno spread fisso applicato ai clienti esistenti ha comportato un beneficio in termini di marginalità.
- La stessa rigidità nei margini contrattuali ha comportato invece un incremento dell'incidenza delle materie prime sul valore della produzione nel FY21A dove, a fronte di un significativo incremento di prezzo, negli ultimi mesi dell'anno non vi è stata la possibilità di adeguare di conseguenza lo spread applicato ai clienti.

Evoluzione incidenza materie prime



Fonte: dati management, elaborazione A&M

Analisi dei dati previsionali

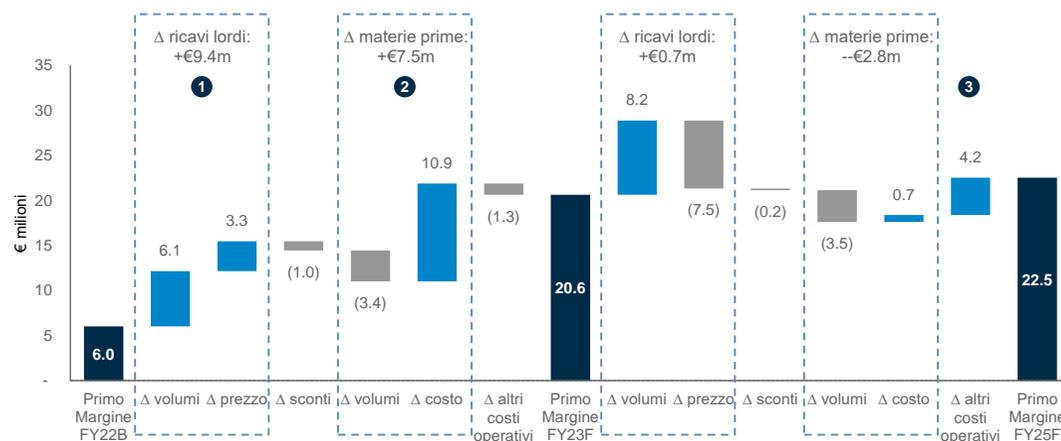
Analisi di Piano Bridge primo margine

Il primo margine per il FY22B, stimato sulla base delle previsioni per il periodo ottobre-dicembre e dei risultati a settembre, pari a €6m è previsto in miglioramento a €20.6m nel FY23F e poi sostanzialmente stabile sino al FY25F. Per il FY23F vi è una combinazione di impatti positivi sia in termini di evoluzione dei ricavi lordi che di andamento del costo delle materie prime. A partire dal FY24F è prevista una stabilizzazione dei ricavi lordi con un leggero peggioramento dell'incidenza del costo della materia prima. Nell'ultimo biennio del Business Plan il primo margine beneficia invece di riduzione degli altri costi operativi dovuta all'andamento delle utenze.

A&M view

Il primo margine del FY23F è fortemente influenzato dalle ipotesi di prezzo di vendita crescente a fronte di una riduzione del costo della materia prima. L'andamento dei due driver andrà monitorato attentamente per identificare prontamente eventuali scostamenti.

Bridge del primo margine FY22B vs FY23F vs FY25F



Fonte: Nuovo Piano 2022-2025

Overview

- L'andamento dei ricavi lordi negli esercizi del Business Plan ha un impatto positivo sul primo margine sia nel primo anno che in quelli successivi, in particolare:

 - FY23F: la crescita dei volumi attesa per il FY23F genera un impatto positivo sul primo margine per €6.1m a cui si aggiungono €3.3m di beneficio derivante dall'ipotesi di incremento del prezzo di vendita pari al kilo pari a €0.2.
 - FY24F-FY25F: la crescita ulteriore di volumi prevista negli ultimi due anni di Business Plan impatta positivamente per €8.2m compensati quasi totalmente dalla riduzione del prezzo medio di vendita per l'adeguamento all'evoluzione dei costi di produzione.
- L'andamento del costo delle materie si riflette sul primo margine come meglio dettagliato di seguito:

 - FY23F: la crescita dei volumi di vendita comporta un incremento del costo delle materie prime pari a €3.4m tuttavia il primo margine beneficia delle attese di riduzione del costo medio.
 - FY24-FY25F: con la stabilizzazione del costo di acquisto negli ultimi due anni si registra un incremento del costo delle materie prime pari a €3.5m.
- Il beneficio in termini di altri costi operativi afferisce principalmente alla riduzione del costo delle utenze del FY24F.

Analisi dei dati previsionali

Group: Business Plan forecast Working capital

Net working capital is forecast to increase in FY21OT as revenue recovers, with a marginal decrease as a % of revenue to 44.1% in FY21OT.

In FY22F and FY24F the Plan forecasts for a significant optimisation of working capital and reduction as a % of revenue to 29.5% as a result of:

- Increased advanced payments and a reduction in DSO in the Trevi division; and
- A reduction in DIO in the Soilmec division which offsets a reduction in DPO to lower than historical levels.

Working capital overview

€ million	FY20A	FY21OT	FY22F	FY23F	FY24F
Trade receivables	197.4	198.2	198.6	194.2	199.2
Trade payables	(103.5)	(95.7)	(107.5)	(112.4)	(118.8)
Inventory	122.6	122.9	121.6	124.5	128.7
Work in Progress	15.7	20.0	21.6	23.3	24.4
Advances	(16.7)	(19.4)	(26.5)	(30.9)	(36.2)
Net working capital	215.5	226.1	207.8	198.7	197.2
DSO (excl. advances)	158	142	126	115	108
DPO	(117)	(116)	(106)	(105)	(103)
DIO (excl. WIP)	122	118	102	98	94
NWC cycle	163	144	122	108	99
Revenue (excl. interco)	455.1	509.8	574.6	618.1	670.6
Purchases (excl. personnel and in.	(322.4)	(301.6)	(370.4)	(391.6)	(419.2)
Advances as % Revenue	(3.7%)	(3.8%)	(4.6%)	(5.0%)	(5.4%)
WIP as % Revenue	3.4%	3.9%	3.8%	3.8%	3.7%
NWC as % Revenue	47.3%	44.1%	36.3%	32.3%	29.5%

Source: Management information

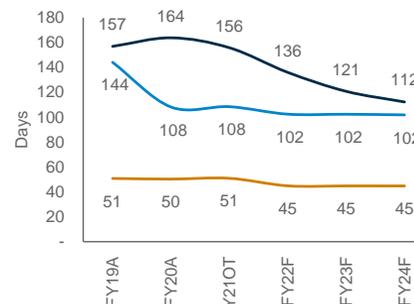
A&M view

- : Based on historical DSO the forecast increase may be challenging to achieve, particularly in the context of recent trading with increased revenue mix from "riskier" geographies.
- Increased advances drives a c.€22 million increase in cash through the Plan and is based on the growth of Special Projects where greater upfront payments are expected to be received.
- : An initial increase in working capital in FY21OT is aligned with the forecast revenue recovery however the subsequent optimisation and reduction in NWC as a % of revenue may be challenging, however not unachievable.
- Broadly the forecast working capital days appear reasonable and in line with a slow recovery to FY19A levels following the exceptional impact in FY20A of Covid-19.

Key – Overall deliverability

● High risk ● Challenging ● Low risk

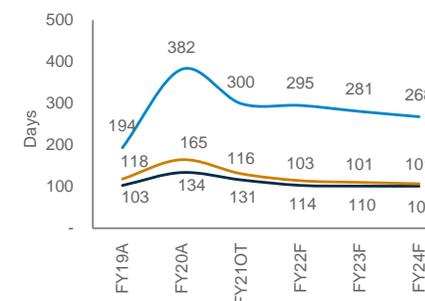
i division NWC Cycle – FY19A to FY24F



— DSO (excl. advances) — DIO (excl. WIP)
— DPO

Source: Management information

o division NWC Cycle – FY19A to FY24F



— DSO (excl. advances) — DIO (excl. WIP)
— DPO

Source: Management information

Analisi dei dati previsionali

Group: Business Plan forecast Working capital

Net working capital is forecast to increase in FY21OT as revenue recovers, with a marginal decrease as a % of revenue to 44.1% in FY21OT.

In FY22F and FY24F the Plan forecasts for a significant optimisation of working capital and reduction as a % of revenue to 29.5% as a result of:

- Increased advanced payments and a reduction in DSO in the Trevi division; and
- A reduction in DIO in the Soilmec division which offsets a reduction in DPO to lower than historical levels.

Working capital overview

€ million	FY20A	FY21OT	FY22F	FY23F	FY24F
Trade receivables	197.4	198.2	198.6	194.2	199.2
Trade payables	(103.5)	(95.7)	(107.5)	(112.4)	(118.8)
Inventory	122.6	122.9	121.6	124.5	128.7
Work in Progress	15.7	20.0	21.6	23.3	24.4
Advances	(16.7)	(19.4)	(26.5)	(30.9)	(36.2)
Net working capital	215.5	226.1	207.8	198.7	197.2
DSO (excl. advances)	158	142	126	115	108
DPO	(117)	(116)	(106)	(105)	(103)
DIO (excl. WIP)	122	118	102	98	94
NWC cycle	163	144	122	108	99
Revenue (excl. interco)	455.1	509.8	574.6	618.1	670.6
Purchases (excl. personnel and in.	(322.4)	(301.6)	(370.4)	(391.6)	(419.2)
Advances as % Revenue	(3.7%)	(3.8%)	(4.6%)	(5.0%)	(5.4%)
WIP as % Revenue	3.4%	3.9%	3.8%	3.8%	3.7%
NWC as % Revenue	47.3%	44.1%	36.3%	32.3%	29.5%

Source: Management information

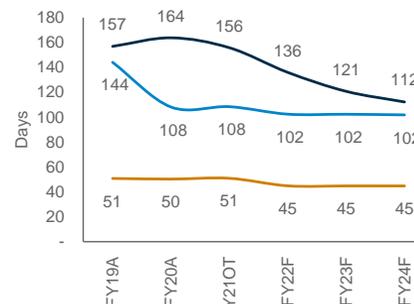
A&M view

- : Based on historical DSO the forecast increase may be challenging to achieve, particularly in the context of recent trading with increased revenue mix from "riskier" geographies.
- Increased advances drives a c.€22 million increase in cash through the Plan and is based on the growth of Special Projects where greater upfront payments are expected to be received.
- : An initial increase in working capital in FY21OT is aligned with the forecast revenue recovery however the subsequent optimisation and reduction in NWC as a % of revenue may be challenging, however not unachievable.
- Broadly the forecast working capital days appear reasonable and in line with a slow recovery to FY19A levels following the exceptional impact in FY20A of Covid-19.

Key – Overall deliverability

● High risk ● Challenging ● Low risk

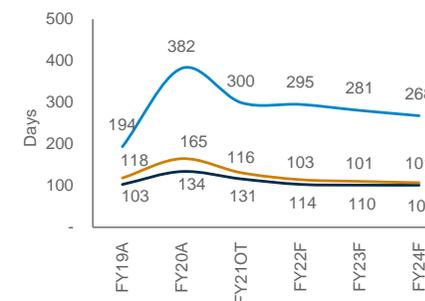
i division NWC Cycle – FY19A to FY24F



— DSO (excl. advances) — DIO (excl. WIP)
— DPO

Source: Management information

o division NWC Cycle – FY19A to FY24F



— DSO (excl. advances) — DIO (excl. WIP)
— DPO

Source: Management information

Elaborazione dello scenario sensitivity

Adjustments and sensitivities

Sensitised case – Scenario 1

VoP is forecast to decline in FY21OT to €350.5 million due to a c.€(11) million impact from our FY21OT reforecast and the removal of Special Projects (Nigeria) (c.€(17) million).

By FY24F VoP is forecast to be €370.9 million in comparison to €507.4 million in the Plan as:

- Expected catch up revenue of c.€19 million in FY22F due to project delays (from FY21OT reforecast); is offset by
- The removal of Special Projects (€85 million FY24F impact);
- The removal of Australia (c.€38 million in FY24F) and Iraq (€7.0 million); and
- A realignment of forecast growth rates to market growth rates (c.€13 million impact in FY23F and FY24F).

Contribution margin remains broadly in line with Plan as the mix change offsets reduced efficiencies, whilst recurring EBITDA declines to €36.6 million in FY22F before recovering to €44.1 million in FY24F.

Under this scenario the division is forecast to generate OCF of c.€21 to €29 million p.a. and cumulative CFADS is c.€79.7 million lower than in the Business Plan by FY24F.

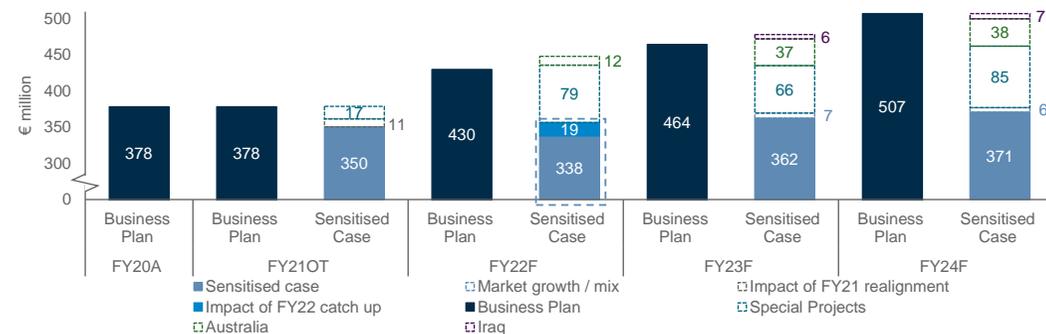
Summary profit & loss

€ million	FY20A	FY21OT	FY22F	FY23F	FY24F
Value of production	378.2	350.5	356.6	362.3	370.9
YoY growth %	(9.7%)	(7.3%)	1.7%	1.6%	2.4%
Production costs	(276.8)	(262.3)	(271.5)	(274.1)	(279.3)
Contribution margin	101.4	88.2	85.0	88.3	91.7
Margin %	26.8%	25.2%	23.8%	24.4%	24.7%
Fixed costs	(57.2)	(50.8)	(48.5)	(47.5)	(47.5)
EBITDA recurring	44.2	37.4	36.6	40.8	44.1
Margin %	11.7%	10.7%	10.3%	11.3%	11.9%
Movement in net working capital	9.4	10.1	9.9	(0.8)	(0.3)
Movement in I/C working capital	(6.6)	(12.0)	(3.0)	(5.0)	(5.0)
Capex (IFRS 16)	(4.1)	(12.5)	(14.1)	(14.3)	(15.4)
Operating cash flow	43.0	23.0	29.4	20.7	23.4
Tax paid	(2.9)	(2.3)	(2.6)	(3.4)	(1.1)
Net capex	(10.1)	(8.8)	(12.8)	(14.0)	(14.0)
Mvmt. in other assets / liabilities	(16.7)	(1.8)	(5.9)	(4.0)	(3.7)
Extraordinary expenses	(3.1)	(1.0)	(4.0)	(1.0)	(1.0)
CFADS	10.2	9.1	4.1	1.0	3.6

Source: Management information, A&M analysis

Note: In the event the Nigeria Special Project is signed there would be total additional revenues of €51.6 million and contribution margin of €11.4 million forecast in this Scenario 1. Management has informed us that they have received instruction to purchase steel pipes for this project.

Revenue variance – Business Plan vs Sensitised Case – Scenario 1



Source: Management information, A&M analysis

Closing cash + cumulative CFADS

