

**Ordine dei Dottori Commercialisti  
e degli Esperti Contabili di Padova**

# **Aspetti operativi nella valutazione delle start-up: dalla pianificazione alla verifica del valore**

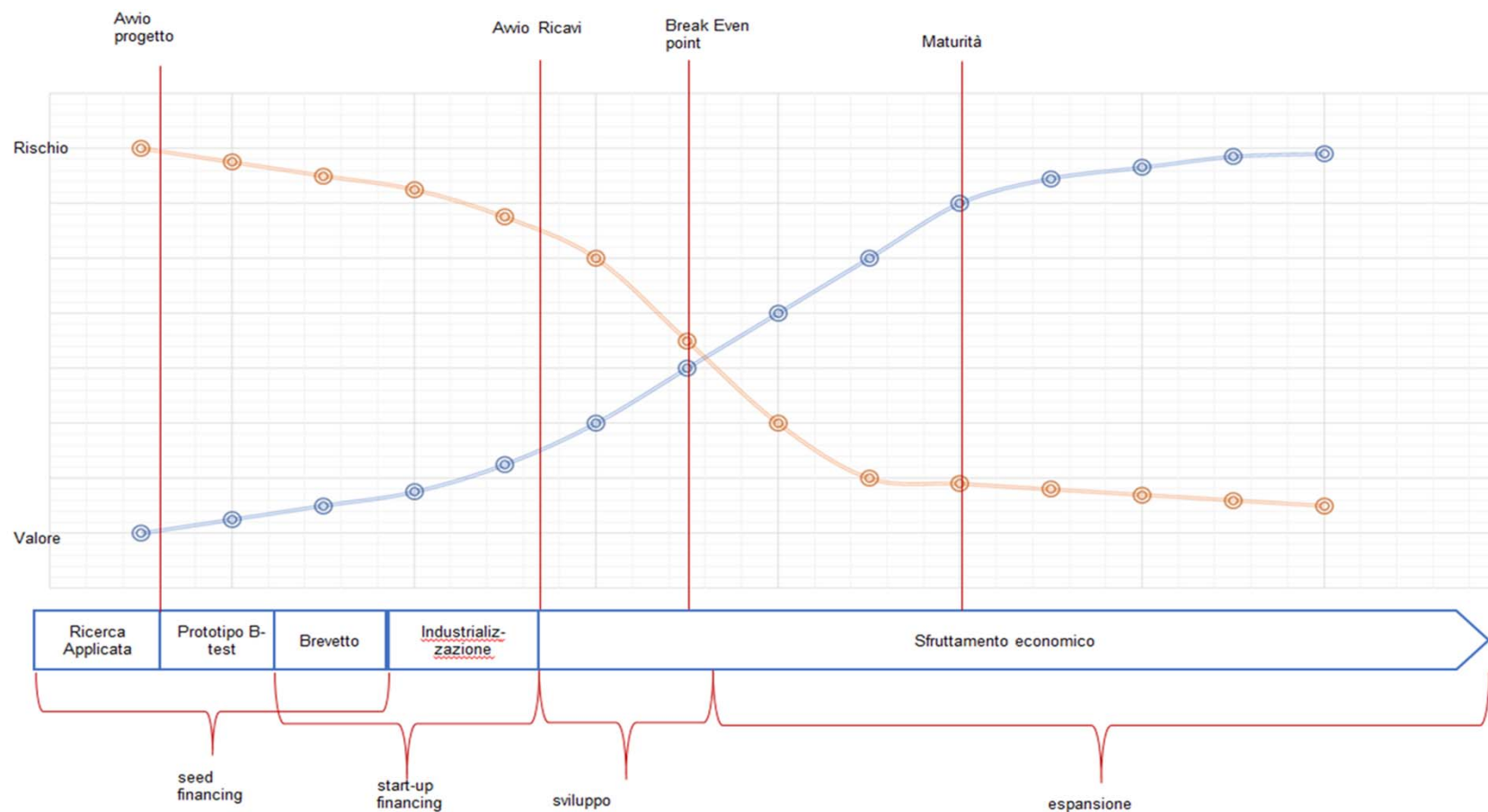
**Commissione Aziendale – Valutazione d'Azienda  
ODCEC Padova**

**Dott. Salvatore Basile**

*12 giugno 2019*



## Pianificazione e valutazione di start-up: l'elemento temporale



- Il «valore» di una start-up cambia nel tempo e dipende dalla fase di sviluppo in cui l'azienda / il progetto imprenditoriale si trova al momento della stima.



## Pianificazione e valutazione di start-up: il piano

- **Profilo qualitativo** – **Obiettivo:** far comprendere l'idea di business
  - Contenuto e caratteristiche:
    - Descrizione del prodotto-servizio, dei bisogni che si intendono soddisfare, della clientela target attuale e potenziale, dell'ampiezza del mercato attuale e prospettico, dei fornitori / fattori produttivi che si intendono utilizzare, dei prodotti-servizi alternativi e degli eventuali competitor già attivi sul mercato, del team dei promotori e del loro profilo motivazionale
    - Descrizione / Individuazione dei driver del valore
- **Profilo quantitativo** – **Obiettivo:** far comprendere quanto denaro serve, quando e con quale profilo di rischio-rendimento atteso
  - Contenuto e caratteristiche:
    - Piano molto dettagliato all'inizio e meno dettagliato poi
    - Periodicità mensile prima (primo anno) e più ampia poi (semestrale / annuale)
    - Calcolare (bene) il profilo Iva / Agevolazioni fiscali dell'iniziativa - flussi fin. connessi
    - Aggiornamento periodico, molto frequente in fase iniziale
    - Elaborazione di diversi scenari (non solo sotto il profilo quantitativo ma anche di quello temporale – ritardi/anticipi/imprevisti)
    - Individuazione dello scenario «atteso» (che non è quello più probabile)



## Valutazione di start-up: aspetti particolari / punti di attenzione

- Attenzione alla durata del piano alla base dell'applicazione del DCF
- COC: preferibile usare il  $K_e$  (e passare, eventualmente, al Wacc quando l'impresa diventa «bancabile», cioè in fase di sviluppo o espansione)
- Considerare il rischio «illiquidità»
- Considerare il rischio «start-up/default»
- Attualizzare i flussi positivi al COC e quelli negativi al free risk (o inflazione attesa)
- Attenzione al peso del TV nella valutazione
- Attenzione alle modalità di determinazione del TV
- Indagine finalizzata a comprendere l'IRR dell'investitore
- Determinazione quota di partecipazione dell'investitore in relazione al suo IRR target ed al fabbisogno finanziario della start-up (VC Method)



## Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Padova

Qualche esempio: start-up – settore gaming – anno 2006 – con dividendi (Scenario proponenti)

CONTO ECONOMICO	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<i>Totale Ricavi</i>	62	3.207	7.229	12.303	16.722	20.952	25.643	30.969
<i>Totale costi di gestione</i>	(235)	(2.123)	(4.408)	(7.462)	(9.986)	(12.422)	(15.012)	(17.950)
<b>Margine operativo lordo</b>	<b>(173)</b>	<b>1.084</b>	<b>2.821</b>	<b>4.841</b>	<b>6.736</b>	<b>8.529</b>	<b>10.631</b>	<b>13.019</b>
<i>Ammortamenti</i>	(218)	(218)	(218)	(218)	(218)	-	-	-
<b>Risultato operativo</b>	<b>(391)</b>	<b>866</b>	<b>2.603</b>	<b>4.623</b>	<b>6.518</b>	<b>8.529</b>	<b>10.631</b>	<b>13.019</b>
<i>Interessi (passivi) / attivi</i>	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Risultato ante imposte</b>	<b>(391)</b>	<b>866</b>	<b>2.603</b>	<b>4.623</b>	<b>6.518</b>	<b>8.529</b>	<b>10.631</b>	<b>13.019</b>
<i>IRES</i>	-	(234)	(703)	(1.248)	(1.760)	(2.303)	(2.870)	(3.515)
<i>IRAP</i>	-	(40)	(118)	(211)	(296)	(382)	(473)	(575)
<b>Risultato netto</b>	<b>(391)</b>	<b>592</b>	<b>1.782</b>	<b>3.164</b>	<b>4.462</b>	<b>5.844</b>	<b>7.288</b>	<b>8.928</b>
STATO PATRIMONIALE	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>ATTIVITA'</b>								
Totale Attivo Circolante	14	1.332	2.559	4.114	5.708	7.258	9.000	11.040
Totale Attivo Immobilizzato	872	654	436	218	0	0	0	0
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>886</b>	<b>1.986</b>	<b>2.995</b>	<b>4.332</b>	<b>5.708</b>	<b>7.258</b>	<b>9.000</b>	<b>11.040</b>
<b>PASSIVITA'</b>								
<b>Totale Passività</b>	<b>27</b>	<b>535</b>	<b>1.366</b>	<b>2.386</b>	<b>3.317</b>	<b>4.282</b>	<b>5.295</b>	<b>6.443</b>
Patrimonio netto	859	1.451	1.629	1.945	2.392	2.976	3.705	4.598
<b>TOTALE PASSIVITA' E PN</b>	<b>886</b>	<b>1.986</b>	<b>2.995</b>	<b>4.332</b>	<b>5.708</b>	<b>7.258</b>	<b>9.000</b>	<b>11.040</b>
RENDICONTO FINANZIARIO	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<i>Flusso di cassa del progetto</i>	(1.243)	930	2.335	3.777	5.066	6.287	7.723	9.420
Versamento di capitale sociale	1.250	-	-	-	-	-	-	-
<i>Flusso di cassa disponibile per il servizio del debito</i>	<b>7</b>	<b>930</b>	<b>2.335</b>	<b>3.777</b>	<b>5.066</b>	<b>6.287</b>	<b>7.723</b>	<b>9.420</b>
Pagamento interessi su c/c passivo	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Flusso disponibile per gli azionisti</i>	<b>7</b>	<b>930</b>	<b>2.335</b>	<b>3.777</b>	<b>5.066</b>	<b>6.287</b>	<b>7.723</b>	<b>9.420</b>
Distribuzione dividendi	-	-	(1.604)	(2.847)	(4.016)	(5.260)	(6.559)	(8.036)
<b>Flusso Totale</b>	<b>7</b>	<b>930</b>	<b>731</b>	<b>929</b>	<b>1.050</b>	<b>1.028</b>	<b>1.164</b>	<b>1.384</b>
<b>DISPONIBILITA' LIQUIDE / (ESPOSIZIONE CORRENTE) FINALI</b>	<b>7</b>	<b>936</b>	<b>1.667</b>	<b>2.597</b>	<b>3.647</b>	<b>4.674</b>	<b>5.838</b>	<b>7.222</b>



Qualche esempio: calcolo del costo del capitale e impatto della durata del PEF

VALUTAZIONE DCF 3 anni		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Calcolo del Ke - WACC	
FCFO unlevered		(1.243)	930	2.335						Risk free rate (Rf)	2,50%
Terminal Value					9.128					Market Risk (Rm)	10,35%
Wacc	19,53%									Risk Premium (Rm - Rf)	7,85%
<b>VAN FCFO unlevered + Terminal Value</b>		<b>(1.243)</b>	<b>778</b>	<b>1.635</b>	<b>5.345</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	Beta unlevered	1,15
Enterprise Value	6.514									Risk Premium per "start-up / default"	5,00%
PFN	-									Risk Premium per "illiquidità"	3,00%
<b>W</b>	<b>6.514</b>									<b>Costo del capitale proprio (Ke)</b>	<b>19,53%</b>
Percentuale TV su W	82%									D/D+E	0,00%
										E/D+E	100,00%
VALUTAZIONE DCF 5 anni		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014		
FCFO unlevered		(1.243)	930	2.335	3.777	5.066				Average cost of Debt	7,00%
Terminal Value							22.851			Tax benefit	33,00%
Wacc	19,53%									<b>Costo medio netto del debito oneroso (Kd)</b>	<b>4,69%</b>
<b>VAN FCFO unlevered + Terminal Value</b>		<b>(1.243)</b>	<b>778</b>	<b>1.635</b>	<b>2.212</b>	<b>2.482</b>	<b>9.366</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>WACC</b>	<b>19,53%</b>
Enterprise Value	15.229										
PFN	-										
<b>W</b>	<b>15.229</b>										
Percentuale TV su W	62%										
VALUTAZIONE DCF 7 anni		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014		
FCFO unlevered		(1.243)	930	2.335	3.777	5.066	6.287	7.723			
Terminal Value									37.320		
Wacc	19,53%										
<b>VAN FCFO unlevered + Terminal Value</b>		<b>(1.243)</b>	<b>778</b>	<b>1.635</b>	<b>2.212</b>	<b>2.482</b>	<b>2.577</b>	<b>2.648</b>	<b>10.707</b>		
Enterprise Value	21.795										
PFN	-										
<b>W</b>	<b>21.795</b>										
Percentuale TV su W	49%										

La durata del pef su cui si basa la valutazione deve essere motivata o motivabile e varia in relazione alla specificità del caso. Non ha senso una forte variabilità dei risultati connessa unicamente alle scelte adottate dal valutatore.



Qualche esempio: impatto del TV (calcolato in base al nopat atteso )

VALUTAZIONE DCF 5 anni		2007	2008	2009	2010	2011	2012
FCFO unlevered		(1.243)	930	2.335	3.777	5.066	
Terminal Value (con nopat puntuale)							22.851
Wacc	19,53%						
VAN FCFO unlevered + Terminal Value		(1.243)	778	1.635	2.212	2.482	9.366
Enterprise Value	15.229						
PFN	-						
<b>W</b>	<b>15.229</b>						
Percentuale TV su W	62%						

VALUTAZIONE DCF (con rettifica del TV)		2007	2008	2009	2010	2011	2012
FCFO unlevered		(1.243)	930	2.335	3.777	5.066	
Terminal Value (con nopat medio)							9.842
Wacc	19,53%						
VAN FCFO unlevered + Terminal Value		(1.243)	778	1.635	2.212	2.482	4.034
Enterprise Value	9.897						
PFN	-						
<b>W</b>	<b>9.897</b>						
Percentuale TV su W	41%						

VALUTAZIONE DCF (con TV a vita definita)		2007	2008	2009	2010	2011	2012
FCFO unlevered		(1.243)	930	2.335	3.777	5.066	
Durata residua (post fine pef)	8						
Terminal Value (con nopat puntuale)							17.366
Wacc	19,53%						
VAN FCFO unlevered + Terminal Value		(1.243)	778	1.635	2.212	2.482	7.118
Enterprise Value	12.981						
PFN	-						
<b>W</b>	<b>12.981</b>						
Percentuale TV su W	55%						

- Usare il nopat medio di piano in luogo del nopat dell'ultimo esercizio sottostima il valore potenziale ma rende la valutazione più difendibile.

- In presenza di intangibili a durata limitata nel tempo (es. brevetti) nella stima del TV è possibile / ragionevole utilizzare la formula della capitalizzazione limitata.



## Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Padova

### Qualche esempio: analisi di scenario / scenario atteso

	Ipotesi TV	W di scenario	Probabilità	W ponderato
Scenario Best (5 anni)	nopat puntuale	20.001		
Scenario Best (5 anni)	nopat medio	13.228		
Scenario Best (5 anni)	nopat durata limitata	17.097		
<b>Media Scenario Best</b>	<b>ricavi scenario base + 20%</b>	<b>16.775</b>	<b>10%</b>	<b>1.678</b>
Scenario Base (5 anni)	nopat puntuale	15.229		
Scenario Base (5 anni)	nopat medio	9.897		
Scenario Base (5 anni)	nopat durata limitata	12.981		
<b>Media Scenario Base</b>		<b>12.702</b>	<b>30%</b>	<b>3.811</b>
Scenario Worst (5 anni)	nopat puntuale	5.683		
Scenario Worst (5 anni)	nopat medio	3.234		
Scenario Worst (5 anni)	nopat durata limitata	4.748		
<b>Media Scenario Worst</b>	<b>ricavi scenario base - 50%</b>	<b>4.555</b>	<b>30%</b>	<b>1.705</b>
<b>Scenario Default</b>		-	<b>30%</b>	-
<b>W</b>			<b>100%</b>	<b>7.193</b>

- PEF dello «scenario atteso»  
(cioè quello che a parità di tutte le altre condizioni, con la sola modifica dei ricavi attesi, porta al W di € 7.193, con un TV di € 11.617)



CONTO ECONOMICO	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Totale Ricavi	36	1.857	4.186	7.124	9.683	12.133	14.849	17.933
Totale costi di gestione	(221)	(1.385)	(2.745)	(4.631)	(6.138)	(7.601)	(9.111)	(10.824)
<b>Margine operativo lordo</b>	<b>(185)</b>	<b>472</b>	<b>1.441</b>	<b>2.493</b>	<b>3.545</b>	<b>4.531</b>	<b>5.738</b>	<b>7.109</b>
Ammortamenti	(218)	(218)	(218)	(218)	(218)	-	-	-
<b>Risultato operativo</b>	<b>(403)</b>	<b>254</b>	<b>1.223</b>	<b>2.275</b>	<b>3.327</b>	<b>4.531</b>	<b>5.738</b>	<b>7.109</b>
Interessi (passivi) / attivi	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Risultato ante imposte</b>	<b>(403)</b>	<b>254</b>	<b>1.223</b>	<b>2.275</b>	<b>3.327</b>	<b>4.531</b>	<b>5.738</b>	<b>7.109</b>
IRES	-	(68)	(330)	(614)	(898)	(1.223)	(1.549)	(1.919)
IRAP	-	(14)	(59)	(111)	(160)	(213)	(265)	(324)
<b>Risultato netto</b>	<b>(403)</b>	<b>171</b>	<b>834</b>	<b>1.550</b>	<b>2.268</b>	<b>3.095</b>	<b>3.924</b>	<b>4.866</b>

STATO PATRIMONIALE	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>ATTIVITA'</b>								
Totale Attivo Circolante	4	617	1.395	2.342	3.329	4.231	5.224	6.390
Totale Attivo Immobilizzato	872	654	436	218	0	0	0	0
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>876</b>	<b>1.271</b>	<b>1.831</b>	<b>2.560</b>	<b>3.329</b>	<b>4.231</b>	<b>5.224</b>	<b>6.390</b>
<b>PASSIVITA'</b>								
Totale Passività	29	253	730	1.304	1.845	2.438	3.039	3.718
Patrimonio netto	847	1.018	1.102	1.257	1.483	1.793	2.185	2.672
<b>TOTALE PASSIVITA' E PN</b>	<b>876</b>	<b>1.271</b>	<b>1.831</b>	<b>2.560</b>	<b>3.329</b>	<b>4.231</b>	<b>5.224</b>	<b>6.390</b>

RENDICONTO FINANZIARIO	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Flusso di cassa del progetto</b>	<b>(1.254)</b>	<b>392</b>	<b>1.242</b>	<b>1.980</b>	<b>2.713</b>	<b>3.386</b>	<b>4.189</b>	<b>5.165</b>
Versamento di capitale sociale		1.250	-	-	-	-	-	-
<b>Flusso di cassa disponibile per il servizio del debito</b>	<b>(4)</b>	<b>392</b>	<b>1.242</b>	<b>1.980</b>	<b>2.713</b>	<b>3.386</b>	<b>4.189</b>	<b>5.165</b>
Pagamento interessi su c/c passivo	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Flusso disponibile per gli azionisti</b>	<b>(4)</b>	<b>392</b>	<b>1.242</b>	<b>1.980</b>	<b>2.713</b>	<b>3.386</b>	<b>4.189</b>	<b>5.165</b>
Distribuzione dividendi	-	-	(751)	(1.395)	(2.042)	(2.786)	(3.531)	(4.379)
<b>Flusso Totale</b>	<b>(4)</b>	<b>392</b>	<b>491</b>	<b>585</b>	<b>671</b>	<b>600</b>	<b>658</b>	<b>785</b>
<b>DISPONIBILITA' LIQUIDE / (ESPOSIZIONE CORRENTE)</b>	<b>(4)</b>	<b>388</b>	<b>879</b>	<b>1.464</b>	<b>2.135</b>	<b>2.735</b>	<b>3.393</b>	<b>4.179</b>

VALUTAZIONE DCF	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
FCFO unlevered			(1.254)	392	1.242	1.980	2.713
Terminal Value (con nopat puntuale)							11.617
Wacc		19,53%					
<b>VAN FCFO unlevered + Terminal Value</b>			<b>(1.254)</b>	<b>328</b>	<b>869</b>	<b>1.159</b>	<b>1.329</b>
Enterprise Value		7.193					
PFN		-					
<b>W</b>		<b>7.193</b>					
Percentuale TV su W		66%					





Qualche esempio: TIR (IRR ) dell'investitore

$$TIR = -F_0 + \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+i)^t} = 0$$

$$VAN = -F_0 + \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+TIR)^t} = 0$$

con:

- $F_0$  = Flussi in uscita iniziali / Costo iniziale dell'investimento
- $t$  = Periodi
- $i$  = Tasso di sconto
- $F$  = flussi di cassa generati dall'investimento

Fase del ciclo di vita	Remunerazione del capitale
Start-up	40%-60%
Sviluppo	30%-50%
Espansione	25%-35%

Fonte: [www.pwc.it](http://www.pwc.it)

- Evidenze empiriche dimostrano che in fase di «business idea», pre start-up, la remunerazione attesa è quasi sempre > 60%



## Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Padova

### Qualche esempio: IRR dell'investitore e quota di partecipazione (con dividendi distribuiti)

VALUTAZIONE IRR DEL PROPONENTE		2007	2008	2009	2010	2011	2012
Quota % del capitale sociale attribuita	100%						
Prezzo di vendita della società al 5° esercizio	11.617						
Apporti dell'investitore		(1.250)					
Dividendi			-	751	1.395	2.042	
Cassa finale							2.135
Prezzo di vendita dell'investitore							11.617
<b>FCFE (flusso da e per l'investitore)</b>		<b>(1.250)</b>	<b>-</b>	<b>751</b>	<b>1.395</b>	<b>2.042</b>	<b>13.752</b>
IRR Equity	85%						

VALUTAZIONE IRR DELL'INVESTITORE (scenario atteso)		2007	2008	2009	2010	2011	2012
Prezzo di vendita della società al 5° esercizio	11.617						
Apporti dell'investitore		(1.250)					
Dividendi			-	415	772	1.130	
Cassa finale							1.182
Prezzo di vendita dell'investitore							6.429
<b>FCFE (flusso da e per l'investitore)</b>		<b>(1.250)</b>	<b>-</b>	<b>415</b>	<b>772</b>	<b>1.130</b>	<b>7.610</b>
IRR Equity	60%						
Quota % del capitale sociale attribuita	55%						
Valore implicito equivalente	2.259						

VALUTAZIONE IRR DELL'INVESTITORE (scenario atteso)		2007	2008	2009	2010	2011	2012
Prezzo di vendita della società al 5° esercizio	11.617						
Apporti dell'investitore		(1.250)					
Dividendi			-	601	1.117	1.635	
Cassa finale							1.710
Prezzo di vendita dell'investitore							9.303
<b>FCFE (flusso da e per l'investitore)</b>		<b>(1.250)</b>	<b>-</b>	<b>601</b>	<b>1.117</b>	<b>1.635</b>	<b>11.012</b>
IRR Equity	75%						
Quota % del capitale sociale attribuita	80%						
Valore implicito equivalente	1.561						

VALUTAZIONE IRR DELL'INVESTITORE (scenario atteso)		2007	2008	2009	2010	2011	2012
Prezzo di vendita della società al 5° esercizio	11.617						
Apporti dell'investitore		(1.250)					
Dividendi			-	835	1.552	2.272	
Cassa finale							2.376
Prezzo di vendita dell'investitore							12.926
<b>FCFE (flusso da e per l'investitore)</b>		<b>(1.250)</b>	<b>-</b>	<b>835</b>	<b>1.552</b>	<b>2.272</b>	<b>15.302</b>
IRR Equity	90%						
Quota % del capitale sociale attribuita	111%						
Valore implicito equivalente	1.123						



## Qualche esempio: IRR dell'investitore e quota di partecipazione (senza dividendi distribuiti)

VALUTAZIONE IRR DEL PROPONENTE		2007	2008	2009	2010	2011	2012
Quota % del capitale sociale attribuita	100%						
Prezzo di vendita della società al 5° esercizio	11.617						
Apporti dell'investitore		(1.250)					
Dividendi			-	-	-	-	
Cassa finale							6.322
Prezzo di vendita dell'investitore							11.617
<b>FCFE (flusso da e per l'investitore)</b>		<b>(1.250)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>17.939</b>
<b>IRR Equity</b>	<b>70%</b>						
VALUTAZIONE IRR DELL'INVESTITORE (scenario atteso)		2007	2008	2009	2010	2011	2012
Prezzo di vendita della società al 5° esercizio	11.617						
Apporti dell'investitore		(1.250)					
Dividendi			-	-	-	-	
Cassa finale							4.614
Prezzo di vendita dell'investitore							8.479
<b>FCFE (flusso da e per l'investitore)</b>		<b>(1.250)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>13.093</b>
<b>IRR Equity</b>	<b>60%</b>						
Quota % del capitale sociale attribuita	73%						
<b>Valore implicito equivalente</b>	<b>1.713</b>						
VALUTAZIONE IRR DELL'INVESTITORE (scenario atteso)		2007	2008	2009	2010	2011	2012
Prezzo di vendita della società al 5° esercizio	11.617						
Apporti dell'investitore		(1.250)					
Dividendi			-	-	-	-	
Cassa finale							7.220
Prezzo di vendita dell'investitore							13.267
<b>FCFE (flusso da e per l'investitore)</b>		<b>(1.250)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>20.487</b>
<b>IRR Equity</b>	<b>75%</b>						
Quota % del capitale sociale attribuita	114%						
<b>Valore implicito equivalente</b>	<b>1.095</b>						
VALUTAZIONE IRR DELL'INVESTITORE (scenario atteso)		2007	2008	2009	2010	2011	2012
Prezzo di vendita della società al 5° esercizio	11.617						
Apporti dell'investitore		(1.250)					
Dividendi			-	-	-	-	
Cassa finale							10.894
Prezzo di vendita dell'investitore							20.018
<b>FCFE (flusso da e per l'investitore)</b>		<b>(1.250)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>30.913</b>
<b>IRR Equity</b>	<b>90%</b>						
Quota % del capitale sociale attribuita	172%						
<b>Valore implicito equivalente</b>	<b>725</b>						



## Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Padova

### Qualche esempio: up-side dell'investitore

CLOSING senza dividendi	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Apporto dell'investitore	(1.200)					
Apporto dei proponenti	(50)					
Prezzo di vendita della società al 5° esercizio	11.617					
Dividendi		-	-	-	-	
Cassa finale						6.322
Prezzo di vendita dell'investitore						11.617
<b>FCFE (flusso da e per l'investitore)</b>	<b>(1.250)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>17.939</b>
<b>IRR Equity</b>	<b>70%</b>					
Quota proponenti	30%					
Quota investitore	70%					
<b>FCFE proponenti</b>	<b>(50)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>5.382</b>
<b>IRR Equity proponenti</b>	<b>155%</b>					
<b>FCFE investitore</b>	<b>(1.200)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>12.557</b>
<b>IRR Equity investitore</b>	<b>60%</b>					
<b>Valore implicito equivalente</b>	<b>1.714</b>					

CLOSING con dividendi	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Apporto dell'investitore	(1.200)					
Apporto dei proponenti	(50)					
Prezzo di vendita della società al 5° esercizio	11.617					
Dividendi		-	751	1.395	2.042	
Cassa finale						2.135
Prezzo di vendita dell'investitore						11.617
<b>FCFE (flusso da e per l'investitore)</b>	<b>(1.250)</b>	<b>-</b>	<b>751</b>	<b>1.395</b>	<b>2.042</b>	<b>13.752</b>
<b>IRR Equity</b>	<b>85%</b>					
Quota proponenti	30%					
Quota investitore	70%					
<b>FCFE proponenti</b>	<b>(50)</b>	<b>-</b>	<b>225</b>	<b>418</b>	<b>612</b>	<b>4.126</b>
<b>IRR Equity proponenti</b>	<b>226%</b>					
<b>FCFE investitore</b>	<b>(1.200)</b>	<b>-</b>	<b>525</b>	<b>976</b>	<b>1.429</b>	<b>9.626</b>
<b>IRR Equity investitore</b>	<b>71%</b>					
<b>Valore implicito equivalente</b>	<b>1.714</b>					