	S. In	-	-						
	111	222	3 3 3	444	555	665	111	8 8 8	9 9 9 9
	000	22	33	4 4	55	99	11	60 60	6 6
	00	22	33	4 4	55	99	11	00 00	6 6 2
-	0	2	3	44	5 5	5 5	11	00 00	2 2 3
-	000	22	33	44	55	8	11	60 60	6 6
		22	33	44	5	6 6	11	60 60	9 9 9
-	0	22	3	4 4	-	6 6	-	3 8 3 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8	9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9
=	00	22	33	4 4	5	99	-	60	9 9 9
	000	223	33	4 4	5 2 2	99		80	9 3 9
	111	22	3	4	5 5	-		80	6 6 6
	11	22	33	4 4	5 5	99		60	0
	0.0	22	3		5 5	99	11	00	6 6
_	- 20	2	33	4 4	55	99	11	00	9 6
	1 0	22	33	4 4	5 5	9 9	11	00 00	8 6
	0.0	22	33	4.4	5 5	5 6	1	00	9 9
	11	22	33	4 4	5 5	9 9 9		00	6 6 6
	111	22	33	4	5 5	9 9		80	9 9 9
	11	22	33	4 4	5 5	9 9	11	00 00	6 6
	0.0	22	3 3	4 4	5 5	99	11	00 00 00	9 9
	000	22	33	44	5.5	8 8	11	8 8 8	9 9
	00	22	33	4 4	5 5	9 9	11	00	9 9
	11	22	3.3	4 4	5 5	5 6	11	88888	9 9
	11	22	33	4 4	5 5	6 6	11	8 8	9 9 9
	000	223	333	44	5 5 5	999	111	80 80	5 6 6
	0 0 0	22	3 3	14	5 5	999	11	00	66
	00	22	3.3	4 4	5 5		11	8 8 8	5 22 22
	000	222222222222222222222222222222222222222	333333333333333333333333333333333333333	4 4	5 5	66566 65666666666666666666666666666666	11	00 00	9
==		22	3 3	444444444444444444444444444444444444	\$ 2 \$ \$ 2 8 2 8 2 8 2 8 2 8 2 8 2 8 2 8			8	9 8 9 9 8 8 8 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9
-		22	33	*7	-	6 6	~	00 00	0 2
=		22 22222222	333	444	555555555555 5 5555	999		8 8 8	5 5 5 5 5 5
=	110	22	3	-	5	5 5		80	
	000	2		4 4	55	99	11	00 00	6 6
_	0 0 1	22	333333333333	*****	55	66466	11	888888	9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9
-	0.0	22	3 3	4 4	55	60	11	8	9 9 9
		22	33	4	55	66	11		999
		2 2	333	4 4	5 5 5	999		8 8 8	9999
	0	22	3 3	4 4	5 5	99	-	00	6 -
								06 5	~
		-		-	5	6	-	00	on 2
	000	222	333	444	555	666	111	888	999
	00000	22222	33333	444	10	999		8888	9 3 3 3 9 6 10 10 10 10 10 10 10 10 10 10 10 10 10
	000000000000000000000000000000000000000	2222222	3333333	44444	55555	666666		888888	9999999999
-	00000000000000000000000000000000000000	22 2222222	33333333	44444	55555	6666666		88888888	9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9
	00000000000000000000000000000000000000	2222 2222222	33333333333	44444444	55555	6666666		88888888888	9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9
- =		222222 2222222	3333 333333333	**********	55555	6666666		8888888888888888	08 64 94 12 94 54 94 55 55 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5
- = -	00000000000000000000000000000000000000	2222222 22222222	33 3333 3333333333	**********	55555	6666666		88888888888888888888	0 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5
- = = = = =	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	22222222222	3333 33333 33333333333	**********	55555	\$ 6 6 6 5 6 6 5 6 6 6 6 6 6 6 6		8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8	9 3 3 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9
	00000000000000000000000000000000000000	22222222222222	3333333 3333 3333 333333333	***************	55555	66666666 6 666666666		888888888888888888888888888888888888888	199 9 999 999 999 999 999 999 999 999 9
	00000000000000000000000000000000000000	22222222222222222	3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3	***************	55555	6 6 6 6 6 6 6 8 9 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8		388888888888888888888888888888888888888	99999 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9
		2222222222222222222	333 3333333 3333 3333 3333333333	***************	55555	5658 555555555 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5		888888888888888888888888888888888888888	0 3 1 2 3 3 3 1 2 1 2 3 2 3 3 3 3 3 3 3 3
		2222222222222222222222	3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3	***************	55555	666666 6666666666 666666666666666		888888888888888888888888888888888888888	0 6 4 8 4 8 5 8 6 8 6 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8
		22 222222222222222222222222	333 333 3333333333333333333333333333333	***************	55555	6666666 6666666666 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6		888888888888888888888888888888888888888	9 9 9 9 9 9 9 8 8 8 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9
		22222 222222222222222222222222222222222	33333 3333 3333333333333333333333333333	*****************************	5 4 5 5 5 5 5 5 5 5 5 2 8 8 2 8 2 8 2 8 2 8	66666666666666666666666666666666666666		888888888888888888888888888888888888888	0044444575750505050505050505050505050505
		1222222 222222222222222222222222222222	33333333 333 3333333333333333333333333	*****************************	5 4 5 5 5 5 5 5 5 5 5 2 8 8 2 8 2 8 2 8 2 8	\$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$		888888888888888888888888888888888888888	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0
		22222222222222222222222222222222222222	3333333333 3 33 3 333 3 3333333 3 3333 3 333333	**********	5 4 5 5 5 5 5 5 5 5 5 2 8 8 2 8 2 8 2 8 2 8	66666666666666666666666666666666666666		8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 	99999999999999999898989898999999999999
		222222222222222222222222222222222222222	3333333333 3 33 3 333 3 3333333 3 3333 3 333333	************	5555554555555555555555558 25 25 25 25 25 25 25 25 25 25 25 25 25	\$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$		8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8	9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 8 9 8 9 8 9
		222222222222222222222222222222222222222	333333333333333333333333333333333333333	***************************************	55555555555555555555555555558 28 28 28 28 28 28 28 28 28 28 28 28 28	66666666666666666666666666666666666666		88888888888888888888888888888888888888	9 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3
	1 1	222222222222222222222222222222222222222	333333333333333333333333333333333333333	***************************************	\$	\$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$		8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8	3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3
	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	22222222222222222222222222222222222222	333333333333333333333333333333333333333	\$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$	55555555555555555555555555555555555555	66566666666666666666666666666666666666		8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8	9 9
	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	222222222222222222222222222222222222222	333333333333333333333333333333333333333	***************************************	55555555555555555555555555555555555555	\$ 8 6 6 6 6 6 6 6 6 8 6 8 6 8 6 8 6 8		88888888888888888888888888888888888888	9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9
	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	222222222222222222222222222222222222222	333333333333333333333333333333333333333	***************************************	55555555555555555555555555555555555555	66666666666666666666666666666666666666		38388888888888888888888888888888888888	9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9
	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	222222222222222222222222222222222222222	333333333333333333333333333333333333333	***************************************	55555555555555555555555555555555555555	\$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$		3 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8	9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9
	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	222222222222222222222222222222222222222	333333333333333333333333333333333333333	***************************************	55555555555555555555555555555555555555	\$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$		883888888888888888888888888888888888888	9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9
	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	222222222222222222222222222222222222222	333333333333333333333333333333333333333	***************************************	55555555555555555555555555555555555555	\$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$		8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8	5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5
	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	222222222222222222222222222222222222222	333333333333333333333333333333333333333	***************************************	55555555555555555555555555555555555555	66 66 66 66 66 66 66 66 66 66 66 66 66		8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8	5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5
	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	222222222222222222222222222222222222222	333333333333333333333333333333333333333	***************************************	55555555555555555555555555555555555555	66 66 66 66 66 66 66 66 66 66 66 66 66		3 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8	5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5
	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	222222222222222222222222222222222222222	333333333333333333333333333333333333333	***************************************	55555555555555555555555555555555555555	\$ 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8		3 3 3 3 3 8 3 8 3 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8	5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5
	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	222222222222222222222222222222222222222	333333333333333333333333333333333333333	\$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$	55555555555555555555555555555555555555	\$ 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8		8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8	5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5
	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	222222222222222222222222222222222222222	333333333333333333333333333333333333333	\$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$	55555555555555555555555555555555555555	66666666666666666666666666666666666666		8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8	St 161 AT ST 54 AT
	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	222222222222222222222222222222222222222	333333333333333333333333333333333333333	\$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$	55555555555555555555555555555555555555	55666666666666666666666666666666666666		8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8	9 9 9 9 9 9 8 9 9 9 8 9 9 9 9 9 9 9 9 9
	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	222222222222222222222222222222222222222	333333333333333333333333333333333333333	\$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$	55555555555555555555555555555555555555	55666666666666666666666666666666666666		3 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8	9 9 9 9 9 9 8 9 9 9 8 9 9 9 9 9 9 9 9 9
	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	222222222222222222222222222222222222222	333333333333333333333333333333333333333	\$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$	55555555555555555555555555555555555555	66 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6		8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8	9 9 9 9 9 9 8 9 9 9 8 9 9 9 9 9 9 9 9 9
	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	222222222222222222222222222222222222222	3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3	\$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$	55555555555555555555555555555555555555	66666 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6		3 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8	9 9 9 9 9 9 8 9 9 9 8 9 9 9 9 9 9 9 9 9
	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	222222222222222222222222222222222222222	33333338 333333333333333333333333333333	**************************************	\$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$	6666666 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6		88888888888888888888888888888888888888	9 9 9 9 9 9 8 9 9 9 8 9 9 9 9 9 9 9 9 9
	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	22222222222222222222222222222222222222	3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3	\$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$	55555555555555555555555555555555555555	666666 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6		8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8	9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9

THOUGHTS OF THE SALMON

"What is your forecast for the year? ...I think 21 machinesI meant sales forecast, it's one month down the road.... ...Oh, so fast I don't know...I have to get some notes in my office..."

CEO, automated transfer lines company, November 2009

EBITDA collateral damages

The effort of the last few decades to make people understand the importance of moving from thinking of volumes (pieces, liters, number of machines or whatever) to value (money) has been a major one. Then, as soon as it was finished, we all understood that it was not enough: you need to look down the p/l to profit (EBIT or EBITDA). Regardless of which of the two is better, the efforts have been positive, as is the effort to stress the importance of cash as well.

But, there is a but....Today there are too many people in companies who have become "artists" of the math behind EBITDA, losing contact with business fundamentals.

Profitability is revenues minus costs, and if I stop before interest, taxes and depreciation/amortization I get EBITDA: it gives an indication of my capability to be profitable regardless of how I finance my activity. EBITDA is money, if divided by revenues it is a percentage (EBITDA margin).

Now the issues:

- Since EBITDA is revenues minus costs, if revenues go down, I quickly understand that I have to also act on costs. ALSO on costs, not only on costs. Unfortunately understanding how to stop revenues from falling, or increasing growth is much more difficult than cutting costs: I have to look at the market, at my competitors, at my products, I have to go into my stores....Cutting costs is necessary, but not sufficient.
- The EBITDA margin is a percentage: EBITDA divided by revenues. So, even if EBITDA in absolute value is decreased, I could be in a situation where the EBITDA margin is constant or even higher...after a while many become artists of the math behind these indicators...
- If the company is listed, many people after reading reams of "analyst reports," so fine in their polished English, start thinking that all those percentages are as important as absolute values...Unfortunately into bank accounts we deposit cash, not percentages.
- Dulcis in fundo: of course, managers, shareholders, the owner, the capital market, blah, blah, more and more often talk of "value", and sooner or later the concept of multiples will pop up (maybe just in those nice analyst reports): the company value as a multiple of EBITDA. And here it can be very dangerous: I start thinking (and maybe someone even states it) that my company multiple is high because the EBITDA margin is high...unfortunately it is not like that. Even accepting using multiples to value a company (and maybe we could find a young intern to discourage us from doing so...), a high multiple should be linked to a high growth

rate of EBITDA, not to a high percentage of today's EBITDA margin.

If a company makes good products, better than those of its competitors, at a lower cost, it is fine. If we spend too much time on the math to keep the EBITDA margin constant, sooner or later we get hurt.

Let's not all try to be little CFOs.

Giovanni Carlino (2011)

The contents of the newsletter "Thoughts of the Salmon" are protected by copyright, all rights reserved. The information, image and/or data contained in the newsletter may not be distributed, reproduced in whole or in part without prior permission

