AMBROMOBILIARE

POC: attenzione a quelli che distruggono valore!

- *Alcune società quotate hanno emesso prestiti obbligazionari convertibili (POC) cum warrant, che prevedono un importante sconto da conversione, al fine di reperire risorse finanziarie per supportare la propria strategia di crescita.*

- *L'obiettivo della ricerca è indagare l'onerosità di questa particolare tipologia di POC e gli effetti sull'andamento del titolo.*

- *L'analisi prende in considerazione le società quotate su AIM Italia che dal 2017 ad oggi hanno emesso questa tipologia di POC. Tali società presentano quasi tutte una situazione di squilibrio finanziario e presumiamo che l'emissione di un POC sia uno dei pochi strumenti disponibili per reperire risorse finanziarie.*

- *Dallo studio emerge che la conversione delle obbligazioni ha un effetto negativo sull'andamento del titolo (il 70% delle società ha registrato una riduzione superiore al 30%) e che tutte le società emittenti presentano una generale e significativa riduzione della market cap.*

- *Chi guadagna davvero è la società di investimento!*

Ufficio Studi Ambromobiliare – aprile 2020

POC *cum warrant*

- Alcune società quotate, sia sul listino principale che su AIM Italia, hanno stipulato **accordi di investimento** che prevedono l'**emissione di prestiti obbligazionari convertibili** (**POC**) ***cum warrant***, con un **importante sconto di conversione**, come strumento per reperire risorse finanziarie e supportare la propria strategia di crescita.

- Tali accordi vengono siglati con **società di investimento** che si impegnano nei confronti della società emittente a sottoscrivere un determinato numero di obbligazioni in diverse ***tranches*** e a convertirle in azioni ordinarie entro la fine del **periodo di conversione** (stabilito contrattualmente).

- La conversione delle obbligazioni avviene a **sconto rispetto al prezzo di mercato,** calcolato con metodi differenti a seconda dell'accordo sottoscritto. La società d'investimento, a fronte del proprio impegno di sottoscrizione, riceve una ***commitment fee*** da parte dell'emittente.

MOTIVAZIONI (per le società emittenti)

- Reperire nuove risorse finanziarie
- Supportare piani di sviluppo o nuovi progetti
- Rafforzare la struttura finanziaria
- Aumentare la flessibilità finanziaria in breve tempo
- Supportare il circolante nell'ambito di un progetto di sviluppo
- Allargare la compagine azionaria (in caso di conversione ed esercizio dei *warrant*)

ANALISI

- Come reagisce il titolo delle società emittenti coinvolte?
- Qual è lo sviluppo della capitalizzazione di mercato della società emittente?
- Qual è l'ipotetico guadagno per la società di investimento?

Struttura contrattuale

Accordo d'investimento	• La società emittente stipula con un investitore o una società di investimento un accordo che prevede l'emissione di un prestito obbligazionario convertibile *cum warrant* per un **determinato ammontare massimo**, suddiviso in diverse ***tranches***.
Impegno e compenso società d'investimento	• L'investitore si impegna a sottoscrivere, in diverse *tranches* e solo a seguito di specifiche richieste di sottoscrizione formulate dall'emittente, **un predeterminato numero di obbligazioni convertibili in azioni *cum warrant***. A fronte di tale impegno, la società d'investimento riceve una ***commitment fee***.
Prezzo emissione	• Il POC **in genere viene emesso sotto la pari** e **non prevede il pagamento di cedole**; oppure, se emesso alla pari, viene riconosciuto il pagamento di una cedola.
Warrant	• Per favorire l'emissione, è abbinata l'emissione **di *warrant* non negoziati sul mercato** ad alcune o tutte le *tranches*, esercitabili entro un determinato periodo, in genere con rapporto di conversione 1:1 e con uno *strike price* definito in funzione del prezzo di mercato.
Conversione	• **La società d'investimento può richiedere la conversione di tutti o parte delle obbligazioni emesse** inviando un'apposita comunicazione alla società emittente. Con l'emissione del POC, la società d'investimento si impegna a convertire i medesimi titoli obbligazionari in azioni ordinarie della Società entro un periodo massimo di anni (stabiliti contrattualmente) dalla loro emissione.
Meccanismo di determinazione del prezzo di conversione	• Il numero di azioni oggetto di ciascuna conversione viene determinato sulla base di un prezzo di conversione pari a una **determinata percentuale (tra il 90% e il 95%) del prezzo medio ponderato per i volumi delle transazioni (VWAP) sul titolo della società**, determinato in un periodo contrattuale precedente la ricezione di una "comunicazione di conversione" (corrispondente al VWAP più basso registrato nel medesimo periodo).
Richieste di emissione	• Il contratto prevede che durante il periodo di emissione, fatto salvo un periodo di almeno 60 giorni tra le emissioni di ciascuna tranche (***cool down period***), la società emittente possa formulare **una o più richieste di emissione delle obbligazioni** del POC in linea con la dimensione delle *tranches* indicate nei contratti.
Risoluzione contrattuale	• Il contratto prevede inoltre la **risoluzione al ricorrere di determinati eventi**, come ad es. nel caso in cui il prezzo delle azioni per un periodo consecutivo di 5 giorni di negoziazione risulti inferiore al 50% del prezzo registrato nel giorno di perfezionamento del contratto di investimento.
Restrizione alla vendita delle azioni	• In capo alla società d'investimento **non esistono accordi di *selling restriction* né di *lock-up***.

Campione delle società emittenti

- La seguente analisi prende in considerazione solo le società quotate su AIM Italia che hanno emesso questa **particolare tipologia** di strumento obbligazionario.

Società	Data Accordo	N° massimo tranches	Valore massimo POC (€/000)	N° massimo obbligazioni da emettere	Valore nominale unitario obbligazioni
Askoll Eva[1]	17/03/2020	3+2	3.000 + 2.000	300+200	10.000
Axélero	25/09/2017	8	16.000	800	20.000
Caleido Group	10/07/2018	3	650	65	10.000
Casta Diva Group	28/06/2018	14	4.500	450	10.000
Energica 1[2]	15/02/2017	9	4.000	400	10.000
Energica 2[2]	07/09/2018	5	5.000	250	20.000
Mondo TV France	26/06/2017	10	2.500	250	10.000
Prismi	10/07/2018	10	3.500	350	10.000
Sciuker Frames[1]	04/02/2020	4	5.000	50	100.000
SMRE[3]	27/06/2017	4	10.000	1.000	10.000
Visibilia Editore[4]	10/10/2017	6	3.000	300	10.000

[1] **Askoll Eva** e **Sciuker Frames** non verranno incluse nella seguente trattazione perché hanno sottoscritto l'accordo nei primi mesi del 2020 e al momento non hanno emesso alcuna *tranche*.

[2] **Energica Motor Company** ha emesso due differenti POC, che, per semplicità, definiamo con "Energica 1" ed "Energica 2".

[3] **SMRE** non sarà trattata, poiché a seguito del *delisting* gran parte dei dati relativi al POC sono irreperibili.

[4] **Visibilia Editore** sarà trattata parzialmente a causa dell'impossibilità di reperire alcuni dati significativi relativi alle conversioni.

- Ogni emissione di POC viene pubblicizzata assieme all'abbinamento di warrant che fin dall'inizio sono "***out-of-the-money***" (quindi con *strike price* più elevato rispetto al prezzo dei titoli al momento della sottoscrizione). In questo modo evidenziano le **aspettative ottimistiche** dell'investitore sul futuro andamento dei prezzi dei titoli delle società emittenti. Tuttavia, non sono stati **mai esercitati**. L'impressione è che sia più uno **strumento d'immagine** che di sostanza.

Analisi empirica (1/5)

axélero INTERNET COMPANY

€/000	1H2016	FY2016	1H2017	FY2017	1H2018
VdP	23.288	45.976	21.021	28.796	6.041
EBITDA	5.861	8.326	2.864	(9.369)	(6.699)
EBITDA %	*25%*	*18%*	*14%*	-	-
Utile Netto	1.857	1.323	103	(39.801)	(8.403)
Attivo Fisso	5.478	7.491	8.700	5.636	n.d.
CCN	28.748	36.765	43.673	12.225	n.d.
CIN	33.395	43.227	51.352	16.598	n.d.
PFN	6.695	18.958	27.038	32.145	n.d.
PN	26.700	24.231	24.313	(15.586)	n.d.
PFN/EBITDA		2,3x		n.d.	

	Media
Sconto implicito*	-8,60%
Plusvalenza potenziale*	9,44%
IRR annuo teorico*	n.d.

CALEIDO GROUP

€/000	1H2017	FY2017	1H2018	FY2018	1H2019
VdP	2.788	8.305	3.414	8.763	3.109
EBITDA	35	146	(86)	(109)	(160)
EBITDA %	*1%*	*2%*	-	-	-
Utile Netto	(71)	(133)	(177)	(431)	(271)
Attivo Fisso	1.623	1.794	1.530	1.635	1.235
CCN	1.689	1.209	1.597	774	1.835
CIN	3.259	3.721	3.084	3.428	3.032
PFN	461	923	463	1.061	725
PN	2.798	2.798	2.621	2.367	2.306
PFN/EBITDA		6,3x		n.d.	

	Media
Sconto implicito*	-22,52%
Plusvalenza potenziale*	37,33%
IRR annuo teorico*	+58,17%

*Per le modalità di calcolo si veda pagina 11.

POC: attenzione a quelli che distruggono valore!

AMBROMOBILIARE

Analisi empirica (2/5)

Energica — FTSE AIM Italia

1

€/000	1H2016	FY2016	1H2017	FY2017	1H2018
Ricavi Netti	451	800	213	507	1.157
VdP	1.920	2.541	1.768	2.888	1.041
EBITDA	(1.483)	(3.496)	(1.974)	(3.673)	(3.026)
EBITDA %	-	-	-	-	-
EBIT	(2.217)	(5.064)	(2.856)	(5.527)	(3.968)
EBIT %	-	-	-	-	-
Utile Netto	(2.151)	(4.024)	(2.982)	(5.824)	(3.924)
Attivo Fisso	6.398	6.398	5.931	5.254	4.131
CCN	1.020	1.020	2.426	3.392	2.256
CIN	7.309	7.309	8.227	8.502	6.174
PFN	2.895	2.895	3.714	3.294	1.405
PN	4.414	4.414	4.513	5.209	4.769
PFN/EBITDA		n.d.		n.d.	

	Media
Sconto implicito*	-18,35%
Plusvalenza potenziale*	+24,87%
IRR annuo teorico*	+23,05%

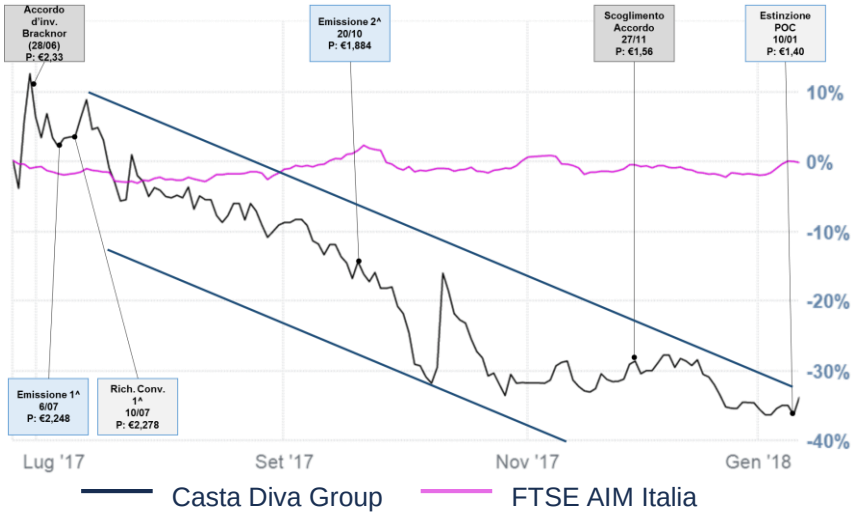
*Per le modalità di calcolo si veda pagina 11.

Analisi empirica (3/5)

2

€/000	FY2017	1H2018	FY2018	1H2019
VdP	2.888	1.041	2.286	2.888
EBITDA	(3.673)	(3.026)	(5.385)	(3.231)
EBITDA %	*-724%*	*-262%*	*-250%*	*-178%*
Utile Netto	(5.824)	(3.924)	(7.270)	(4.466)
Attivo Fisso	5.254	4.131	4.131	3.848
CCN	3.392	2.256	2.256	(2.260)
CIN	8.502	6.174	6.174	1.363
PFN	3.294	1.405	1.405	(2.785)
PN	5.209	4.769	4.769	4.148
PFN/EBITDA	n.d.		n.d.	

	Media
Sconto implicito*	-16,94%
Plusvalenza potenziale*	+21,01%
IRR annuo teorico*	+14,86%



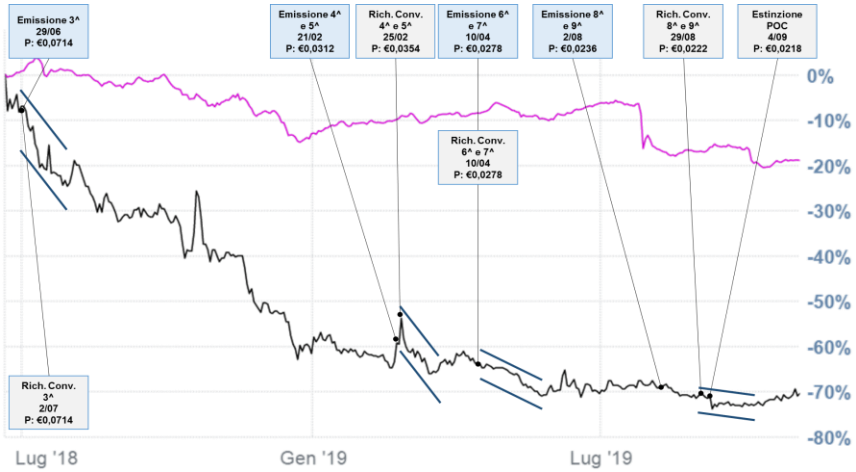
€/000	FY2016	1H2017	FY2017	1H2018	FY2018
VdP	24.912	12.330	23.525	10.814	34.845
EBITDA	737	675	1.338	803	2.338
EBITDA %	*3%*	*5%*	*5%*	*8%*	*7%*
Utile Netto	136	(74)	(1.315)	(982)	(614)
Attivo Fisso	4.686	4.179	6.608	6.487	8.013
CCN	1.752	2.668	1.908	3.524	2.413
CIN	5.868	6.221	7.883	9.649	9.653
PFN	779	473	(194)	2.862	1.614
PN	4.954	5.748	7.890	6.789	7.817
PFN/EBITDA	1,1x		n.d.		0,7x

	Media
Sconto implicito*	-8,79%
Plusvalenza potenziale*	+9,84%
IRR annuo teorico*	+15%

*Per le modalità di calcolo si veda pagina 11.

POC: attenzione a quelli che distruggono valore!

Analisi empirica (4/5)



€/000	1H2016	FY2016	1H2017	FY2017	1H2018
VdP	272	352	130	255	807
EBITDA	(118)	(445)	(314)	(582)	(198)
EBITDA %	-	-	-	-	-
Utile Netto	(137)	(558)	(370)	(681)	(254)
Attivo Fisso	1.167	1.082	1.079	1.274	1.852
CCN	266	186	(54)	(798)	(761)
CIN	1.433	1.268	1.025	476	1.091
PFN	(593)	(209)	(84)	(770)	47
PN	2.025	1.477	1.107	1.246	1.042
PFN/EBITDA		n.d.		n.d.	

	Media
Sconto implicito*	-9,41%
Plusvalenza potenziale*	10,87%
IRR annuo teorico*	+15,61%

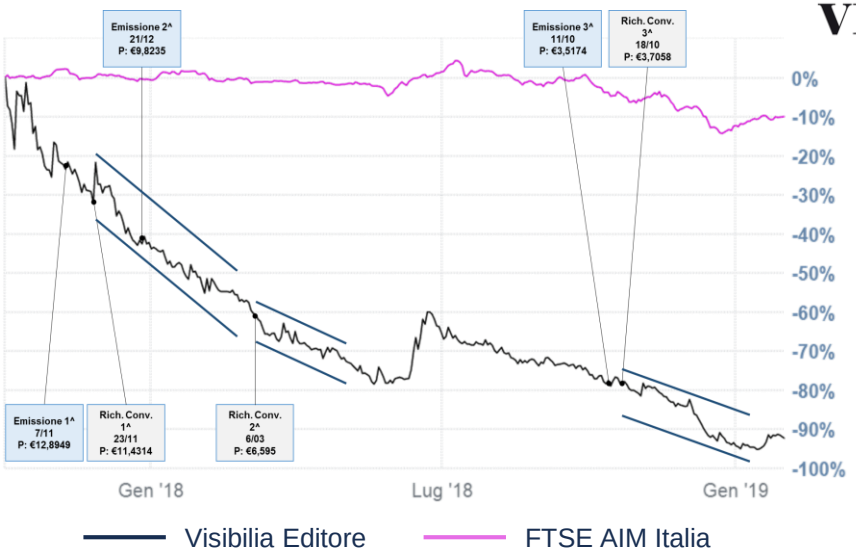
*Per le modalità di calcolo si veda pagina 11.

Analisi empirica (5/5)

€/000	1H2017	FY2017	1H2018	FY2018	1H2019
VdP	6.870	14.992	11.274	21.230	11.678
EBITDA	281	948	2.015	2.762	1.493
EBITDA %	*4%*	*7%*	*19%*	*14%*	*13%*
Utile Netto	(1.549)	(3.389)	(484)	(1.598)	(2.267)
Attivo Fisso	4.178	4.231	4.542	4.812	6.482
CCN	14.478	14.802	17.704	22.978	22.752
CIN	17.460	18.948	22.246	27.790	29.234
PFN	13.540	16.596	10.955	21.993	23.399
PN	3.011	2.353	3.666	5.833	5.837
PFN/EBITDA		17,5x		8,0x	

	Media
Sconto implicito*	-7,06%
Plusvalenza potenziale*	+7,72%
IRR annuo teorico*	+15,97%

*Per le modalità di calcolo si veda pagina 11.



€/000	1H2016	FY2016	1H2017	FY2017	1H2018
VdP	2.009	3.833	1.810	3.563	1.977
EBITDA	20	(114)	159	188	164
EBITDA %	-	-	*9%*	*5%*	*9%*
Utile Netto	(231)	(780)	(168)	(455)	(180)
Attivo Fisso	4.752	4.752	5.115	5.115	4.992
CCN	(1.295)	(1.295)	(1.757)	(1.490)	(1.101)
CIN	3.457	3.457	3.358	3.337	3.891
PFN	2.281	2.281	2.303	2.303	2.712
PN	293	293	738	738	1.358
PFN/EBITDA		n.d.		n.d.	

Impossibilità di reperire dati circa le conversioni

POC: attenzione a quelli che distruggono valore!

Sintesi dei risultati

- Tutti i titoli delle società emittenti mostrano un chiaro ***trend* discendente nel lungo periodo**.
- Si nota che il *trend* incomincia **in prossimità delle richieste di conversione** da parte della società di investimento.

Società	Market Cap alla data di emissione (€/000)	Market Cap all'estinzione dell'ultima tranche disponibile (€/000)	Variazione Market Cap in %	Incasso totale da emissione POC (€/000)	Variazione Market Cap in valore assoluto (€/000)	Prezzo alla data di emissione	Prezzo all'estinzione dell'ultima tranche disponibile	Variazione prezzo in %
Axélero	39.984	23.852	-40,4%	984,8	-16.132	€ 2,94	€ 1,69	-42,5%
Caleido Group	1.975	1.876	-5,0%	237,5	-100	€ 0,79	€ 0,61	-22,8%
Casta Diva Group	24.357	17.802	-26,9%	760,0	-6.555	€ 2,25	€ 1,40	-37,8%
Energica 1[1]	42.815	62.508[1]	+46,0%[1]	4.000,0	19.693[1]	€ 3,46	€ 4,26[1]	+23,1%[1]
Energica 2	61.334	41.946	-31,6%	5.000,0	-19.388	€ 4,18	€ 2,37	-43,3%
Mondo TV France	10.707	3.551	-66,8%	1.650,0	-7.156	€ 0,10	€ 0,02	-78,5%
Prismi	11.322	10.093	-10,9%	700,0	-1.229	€ 1,70	€ 1,41	-17,1%

[1] Si segnala che il prezzo dei titoli Energica aumenta considerevolmente (ca. +90%) 15 giorni prima dell'estinzione del POC. Tale incremento è probabilmente riconducibile all'anticipazione circa i risultati semestrali del 2018, nel comunicato stampa del 27/06/2018, intitolato: "Energica Motor Company: nuovo semestre da record".

- Tutte le società prese in esame presentano una significativa riduzione della *market cap*: all'interno del campione di riferimento**, 4 società su 6 presentano una riduzione della *market cap* superiore al 25%.**
- La perdita di valore della *market cap* è sempre superiore agli incassi derivanti dalle emissioni obbligazionarie, ad eccezione del caso di Caleido Group (accordo sciolto in seguito all'emissione della prima *tranche*) ed Energica 1 (si veda nota). **In 4 casi su 6, le società subiscono una riduzione della *market cap* che è 4 volte superiore agli incassi derivanti dalle emissioni obbligazionarie**.
- La tabella mostra come i prezzi di tutte le società (ad esclusione del POC Energica 1) presentino riduzione importante del valore rispetto alla data di emissione del prestito, e **4 società su 6 presentano una riduzione del valore delle azioni di oltre il 30%.**

Evidenze empiriche

- La tabella mostra l'IRR annuo teorico, le plusvalenze medie potenziali e lo sconto medio implicito per il sottoscrittore, ipotizzando la vendita delle azioni nel giorno di conversione delle obbligazioni.

Società	IRR annuo*	Plusvalenza potenziale *media*	Sconto implicito *media*
Axélero	n.d.	+9,44%	-8,60%
Caleido Group	+58,17%	+37,33%	-22,52%
Casta Diva Group	+15,28%	+9,84%	-8,79%
Energica 1	+23,05%	+24,87%	-18,35%
Energica 2	+14,86%	+21,01%	-16,94%
Mondo TV France	+15,61%	+10,87%	-9,41%
Prismi	+15,97%	+7,72%	-7,06%

*Le cedole derivanti dal possesso del POC sono escluse dal calcolo dell'IRR.

Formule

$$\textbf{IRR annuo} \rightarrow \sum_{t=0}^{N} \frac{\pm FC_t}{(1+IRR)^t} = 0$$

$$\textbf{Plusvalenza pot.} = \frac{P_{mkt} - P_{conv}}{P_{mkt}}$$

$$\textbf{Sconto implicito} = \frac{P_{conv} - P_{mkt}}{P_{conv}}$$

IRR annuo

- Nei casi presentati, le società d'investimento che sottoscrivono il POC ottengono un rendimento potenziale teorico in termini di **IRR annuo** pari o **superiore al +15%.**
- Si presume che il **rendimento effettivo sia superiore** ai dati presentati. Di volta in volta, Il sottoscrittore reinveste i capitali derivanti dalla vendita delle azioni in seguito alla conversione della *tranche* precedente per sottoscrivere la *tranche* successiva.

Plusvalenza potenziale

- Si nota che il ***capital gain* potenziale** nel giorno di conversione del POC è sempre **superiore al +5%** e comunque prossimo al **+10%**. In più della metà dei casi è anche **superiore al +10%** e nel 40% dei casi è **superiore al +20%**.
- Il ***capital gain* potenziale massimo** è in tutti i casi analizzati **superiore al 10%** e in 5 casi è anche **superiore al 20%**.

Sconto implicito

- Lo **sconto implicito** il giorno della conversione è in tutti i casi analizzati superiore al **-5%** e quasi prossima al **-10%**.
- Lo sconto implicito massimo è in tutti i casi superiore al **-10%** e in 4 casi è superiore al **-20%**:

Conclusioni: chi guadagna davvero è la società d'investimento

Società emittenti

- L'analisi empirica evidenzia come le società emittenti siano penalizzate da **una significativa riduzione delle *market cap* (oltre il 25% per 4 società su 6)** e da un **effetto negativo sull'andamento del titolo** (4 società su 6 vedono una riduzione del prezzo del titolo di oltre il 30%).

- Inoltre, ad eccezione dei casi Energica 1 e Caleido Group**, tutte le società subiscono una perdita di valore della market cap superiore agli incassi derivanti dalle emissioni obbligazionarie**. **In 4 casi su 6 la riduzione della market cap è di 4 volte superiore agli incassi derivanti dalle emissioni obbligazionarie**.

- Le società che intendono emettere tale tipologia di strumento presentano uno squilibrio finanziario, e presumiamo che l'emissione di un POC sia uno dei pochi strumenti disponibili per reperire risorse finanziarie. Infatti, dall'ultimo bilancio consolidato disponibile delle società emittenti precedente la prima emissione obbligazionaria, si nota che:
  - ✓ tutte le società emittenti subiscono **perdite**;
  - ✓ **EBITDA risulta negativo** in 5 casi su 9;
  - ✓ **EBIT risulta negativo** in 6 casi su 9;
  - ✓ il rapporto **PFN/EBITDA** è **significativamente superiore a 3x,** in 3 casi su 3;

- La situazione economico-finanziaria delle emittenti, **nel primo bilancio disponibile successivo all'emissione della 1^ *tranche* non migliora.**

Società d'investimento

- Nei casi presentati, le società d'investimento che sottoscrivono il POC ottengono un rendimento potenziale in termini di **IRR annuo** pari o **superiore al +15%.**

- Dal presente studio risulta che nell'arco di un anno tutte le società **emettono almeno due *tranche*** del POC. Tenendo in considerazione che contrattualmente tra ciascuna *tranche* deve intercorrere un periodo di almeno 60 giorni (*cool down period*), si presume che **i capitali derivanti dalla vendita delle azioni in seguito alla conversione vengano impiegati per sottoscrivere la *tranche* successiva**. Per tale motivo, l'IRR del **sottoscrittore è superiore rispetto alle plusvalenze indicate nelle tabelle**.

- In conclusione, il meccanismo di conversione permette alle società d'investimento di beneficiare di un ***capital gain* potenziale** nel giorno di conversione del POC che è sempre **superiore al +5%** e comunque prossimo al **+10%** e di uno **sconto implicito** (in media, lo sconto implicito il giorno della conversione è in tutti i casi analizzati superiore al **-5%** e quasi prossima al **-10%**).

AMBROMOBILIARE

Ambromobiliare S.p.A

Corso Venezia, 16 – 20121 Milano – **t.** +39 02 873 990 69 r.a. – **f.** +39 02 873 990 81
www.ambromobiliare.it - direzione@ambromobiliare.it