

### 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 6 società quotate alla Borsa di Milano che hanno emesso questa tipologia di POC negli ultimi 3 anni. 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 (l'83% delle società ha registrato una perdita di valore superiore al 75%) e che tutte le società emittenti presentano una generale e significativa riduzione della market cap.
- Chi guadagna davvero è la società di investimento!
- Il presente studio costituisce l'aggiornamento del precedente pubblicato a luglio 2022.



# Ufficio Studi Ambromobiliare – giugno 2023

### POC cum warrant

- Alcune società quotate, sia sul listino principale che su Euronext Growth Milan, 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 fondi specializzati / società di investimento che si impegnano nei confronti della società quotata 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.
- La circolare CONSOB, con valenza del 3 maggio 2023, ha definito questi strumenti come "obbligazioni convertibili non standard".





### 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 (volume weighted average price - 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.



# Analisi empirica (1/3)





€/000	FY2020	1H2021	FY2021	1H2022
VdP	18	21	721	1.024
EBITDA	(756)	(608)	(642)	(1.063)
EBITDA %	-	-	-	-
Utile Netto	(756)	(378)	(287)	(1.115)
Attivo Fisso	384	399	274	148
CCN	(668)	(769)	(97)	74
CIN	(284)	(370)	177	220
PFN	(764)	(811)	(820)	(908)
PN	480	442	997	1.129
PFN/EBITDA	n.d.		n.d.	

	Media
Sconto implicito*	-15,3%
Plusvalenza potenziale*	+20,3%



€/000	FY2021	1H2022	FY2022
VdP	43.819	13.590	36.392
EBITDA	6.993	3.397	9.995
EBITDA %	16%	25%	27%
Utile Netto	528	(463)	8.457
Attivo Fisso	42.217	42.728	30.894
CCN	(14.967)	(12.813)	(5.031)
CIN	26.392	29.131	25.081
PFN	14.069	15.189	18.151
PN	12.323	13.942	6.930
PFN/EBITDA	2,0x		1,8x

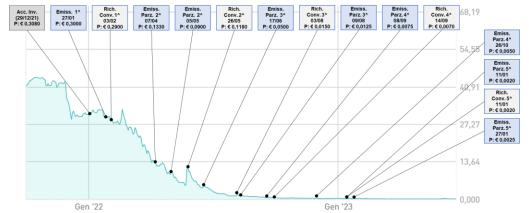
	Media
Sconto implicito*	-14,7%
Plusvalenza potenziale*	+21,3%

\*Per le modalità di calcolo si veda pagina 8



### Analisi empirica (2/3)





€/000	FY2020	1H2021	FY2021	1H2022
VdP	27.008	11.711	23.037	11.197
EBITDA	(1.648)	136	(1.329)	(537)
EBITDA %	-	1%	-	-
Utile Netto	(2.042)	(630)	(2.296)	(956)
Attivo Fisso	12.330	12.435	13.749	14.032
CCN	6.252	7.875	4.845	(1.714)
CIN	15.741	17.537	15.660	16.048
PFN	10.358	12.785	12.575	11.838
PN	5.382	4.751	3.085	4.210
PFN/EBITDA	n.d.		n.d.	

	Media
Sconto implicito*	-14,8%
Plusvalenza potenziale*	+28,0%

				Ki Group
Acc. Inv. (29/11/21) Emiss. 1 <sup>a</sup> Con 17/01 17/01 P: € 0,114 P: € 0,0816 P: € 0	v.1° Conv.2° Conv.2° 29/03	Emiss. 3 <sup>^</sup> 20/05 P: € 0,0094 P: € 0,0130 P: € 0,0130	Emiss. 4^ 28/06 P: € 0,0078 P: € 0,0078 Rich. Conv. 4^ 28/06 P: € 0,0078 P: € 0,0078	Emiss. Parz. 1^ 19/09 P: € 0,1516
M				6,250 Rich. Conv.5 <sup>a</sup> 25/10 P: € 0,0634
M				5,000 Rich. Conv.1^ 23/11 P: € 0,0192
- Mary	many			7,750 Emiss. Parz. 1- 19/12 P: € 0,0108
	W.			Parz. 1^ 12/01 P: € 0,0038
	1	man of the same of		1,250
Ger	n '22	Lug '22	Gen '2	3

€/000	FY2020	1H2021	FY2021	1H2022
VdP	11.658	23.847(1)	24.456(1)	1.003
EBITDA	(3.107)	22.764 <sup>(1)</sup>	21.804 <sup>(1)</sup>	(72)
EBITDA %	-	-	-	-
Utile Netto	(3.165)	22.539	21.344	(301)
Attivo Fisso	3.126	9.173	5.739	6.004
CCN	(3.222)	(155)	(42)	170
CIN	(3.188)	7.831	3.936	4.809
PFN	8.912	4.515 <sup>(2)</sup>	4.450(2)	3.937
PN	(12.100)	3.316(1)	(514) <sup>(1)</sup>	872
PFN/EBITDA	n.d.		n.s.	

	Media
Sconto implicito*	-22,7%
Plusvalenza potenziale*	+39,1%

\*Per le modalità di calcolo si veda pagina 8





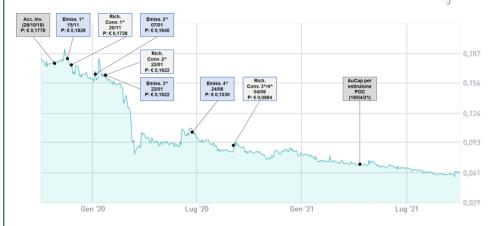
5

Tale dato è il risultato del deconsolidamento di alcune società dal perimetro di consolidamento di Ki Group. Si tratta pertanto di un effetto puramente contabile.

La significativa riduzione della PFN dopo il FY2020 è riconducibile al deconsolidamento di cui sopra, che ha comportato un miglioramento della PFN di ca. € 4 milioni.

# Analisi empirica (3/3)





€/000	FY2018	1H2019	FY2019	1H2020
VdP	27.808	13.366	26.117	10.973
EBITDA	(339)	(633)	(1.086)	(212)
EBITDA %	-	-	-	-
Utile Netto	(5.361)	(2.220)	(5.146)	(1.579)
Attivo Fisso	14.129	15.733	14.834	14.140
CCN	(3.632)	(6.011)	(6.192)	(7.004)
CIN	3.919	3.207	2.320	661
PFN	5.602	7.403	5.944	5.394
PN	(1.683)	(4.196)	(3.624)	(4.733)
PFN/EBITDA	n.d.		n.d.	

	Media
Sconto implicito*	-9,2%
Plusvalenza potenziale*	+11,5%



(00/07/21) 20/10	Rich. Conv.1^ 04/11 P: € 0,3600			
	07/04 Cor	ich. Emiss. Rich. 1v. 2° Parz. 3° Conv. 2° 104 0306 0908 1 1,24 P: € 0,77 P: € 0,3610		6,028
arwww.			Emiss. Emiss. Emiss. Emiss. Parz. 3* Pa	3,617
	and		Sc	2,411 cloglim. ccordo (706/23) € 0,0200
Lug '21	Gen '22	Lug '22	Gen '23	0,000

€/000	FY2020	1H2021	FY2021	1H2022
VdP	4.338	1.916	4.085	1.876
EBITDA	(243)	(209)	(206)	(377)
EBITDA %	-	-	-	-
Utile Netto	(770)	(550)	(3.532)	(617)
Attivo Fisso	5.385	5.290	2.460	2.232
CCN	(365)	(399)	(174)	(261)
CIN	4.654	4.520	1.916	1.593
PFN	1.553	1.538	1.799	1.292
PN	3.102	2.982	117	301
PFN/EBITDA	n.d.		n.d.	

	Media
Sconto implicito*	-13,0%
Plusvalenza potenziale*	+18,4%

\*Per le modalità di calcolo si veda pagina 8



### Sintesi dei risultati

- Il presente documento costituisce l'aggiornamento del precedente studio pubblicato da Ambromobiliare a luglio 2022.
- Tutti i titoli delle società emittenti mostrano un chiaro trend discendente nel lungo periodo.
- Si nota che il *trend* incomincia in prossimità della sottoscrizione dell'accordo d'investimento e/o dalla richiesta di conversione da parte della società di investimento.

Società	Market Cap alla data dell'accordo ('000)	Market Cap all'estinzione dell'ultima tranche disponibile ('000)	Var. % Market Cap	Incasso totale da emissione POC (€/000)	Variazione Market Cap in valore assoluto (€/000)	Prezzo alla data dell'accordo	Prezzo all'estinzione dell'ultima tranche disponibile	Var. % prezzo
EEMS	€ 49.952 <sup>(1)</sup>	€ 14.846	-70,3%	€ 5.000	€ -35.106	€ 0,1148	€ 0,0276	-76,0%
Fenix Ent.	€ 5.446	€ 305	-90,7%	€ 2.005	€ -5.141	€ 1,25	€ 0,0395	-96,8%
Illa	€ 2.580	€ 914	-64,6%	€ 2.990	€ -1.666	€ 0,308	€ 0,0025	-99,4%
Ki Group	€ 1.837	€ 470	-74,3%	€ 4.060	€ -1.367	€ 0,085	€ 0,0010	-98,8%
Netweek	€ 22.688	€ 12.408	-45,3%	€ 1.520	€ -10.280	€ 0,178	€ 0,0884	-50,3%
Visibilia	€ 1.556	€ 113	-92,7%	€ 1.350	€ -1.443	€ 5,08	€ 0,02	-99,6%

- 4 società del campione presentano una *market cap* inferiore a € 6 milioni alla data di sottoscrizione dell'accordo d'investimento.
- Tutte le società prese in esame presentano una significativa riduzione della *market cap*: all'interno del campione di riferimento, **5** società su 6 presentano una riduzione della *market cap* superiore al -60%.
- La tabella mostra come i prezzi di tutti i titoli presentino un'importante riduzione del valore rispetto alla data di sottoscrizione dell'accordo, superiore al 50%. In 5 casi su 6, i titoli perdono più del 75%.
- 1) La market cap è stata calcolata tenendo in considerazione anche le azioni non quotate della società.



### **Evidenze empiriche**

• La tabella mostra le plusvalenze medie potenziali e lo sconto medio implicito per il sottoscrittore, ipotizzando la vendita delle azioni nel giorno di conversione delle obbligazioni.

Società	Plusvalenza potenziale media	Sconto implicito media
EEMS	+20,3%	-15,3%
Fenix Ent.	+21,3%	-14,7%
Illa	+28,0%	-14,8%
Ki Group	+39,1%	-22,7%
Netweek	+11,5%	-9,2%
Visibilia	+18,4%	-13,0%

**Formule** 

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

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

#### Plusvalenza potenziale

 Si nota che il capital gain potenziale nel giorno di conversione del POC è sempre superiore al +10% e che, in 4 casi su 6, è prossimo al +20%.

### Sconto implicito

 Lo sconto implicito il giorno della conversione è in tutti i casi analizzati, ad eccezione di Netweek, superiore al -10%.

### Conclusioni: chi perde sono gli azionisti

#### Società emittenti

- L'analisi empirica evidenzia come le società emittenti siano **penalizzate da un andamento negativo del titolo** (per 6 società su 6 il prezzo del titolo perde oltre il 50% e per 5 di esse il crollo arriva al 75%).
- Le società che emettono tali strumenti presentano già precedentemente alla sottoscrizione dell'accordo d'investimento uno squilibrio finanziario, e presumiamo che l'emissione di un POC sia uno dei pochi strumenti disponibili per reperire risorse.
- Infatti, dall'ultimo bilancio consolidato antecedente la prima emissione obbligazionaria, si nota che:
  - ✓ tutte le società emittenti (tranne Fenix Ent.) subiscono perdite;
  - √ l'EBITDA risulta negativo in tutti i casi, tranne Fenix Ent.;
- Poi dal primo bilancio disponibile successivo alla prima emissione si nota che:
  - ✓ tutte le società, tranne Fenix Ent., sono ancora in perdita;
  - ✓ la PFN aumenta in tutti i casi.
- Tale dato è il risultato del deconsolidamento di alcune società dal perimetro di consolidamento di Ki Group. Si tratta pertanto di un effetto puramente contabile.
- La significativa riduzione della PFN dopo il FY2020 è riconducibile al deconsolidamento di cui sopra, che ha comportato un miglioramento della PFN di ca. € 4 milioni.

EEMS				
€/000	FY2020	FY2021		
EBITDA	(756)	(642)		
Utile Netto	(756)	(287)		
PFN	480	997		
PFN/EBITDA	n.d.	n.d.		

Fenix Ent.				
€/000	FY2021	FY2022		
EBITDA	6.993	9.995		
Utile Netto	528	8.457		
PFN	14.069	18.151		
PFN/EBITDA	2,0x	1,8x		

Illa				
€/000	FY2020	FY2021		
EBITDA	(1.648)	(1.329)		
Utile Netto	(2.042)	(2.296)		
PFN	10.358	12.575		
PFN/EBITDA	n.d.	n.d.		

Ki Group				
€/000	FY2020	FY2021		
EBITDA	(3.107)	21.804 <sup>(1)</sup>		
Utile Netto	(3.165)	21.344		
PFN	8.912	4.450(2)		
PFN/EBITDA	n.d.	n.s.		

Netweek				
€/000	FY2018	FY2019		
EBITDA	(339)	(1.086)		
Utile Netto	(5.361)	(5.146)		
PFN	5.602	5.944		
PFN/EBITDA	n.d.	n.d.		

Visibilia				
€/000	FY2020	FY2021		
EBITDA	(243)	(206)		
Utile Netto	(770)	(3.532)		
PFN	1.553	1.799		
PFN/EBITDA	n.d.	n.d.		





### Conclusioni: chi perde sono gli azionisti

#### Società d'investimento e azionisti



azionisti



Società d'investimento

- 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.
- Il meccanismo di conversione permette alle società d'investimento di beneficiare di un *capital gain* potenziale nel giorno di conversione sempre superiore al +5% e comunque prossimo al +10% e di uno sconto implicito. In realtà dalle evidenze empiriche il rendimento è molto più elevato.
- Nei casi presentati:
  - ➢ le società d'investimento che sottoscrivono il POC ottengono un elevato rendimento potenziale (non quantificabile);
  - ➤ Gli azionisti si trovano invece il loro titolo che perde da un minimo del 35% fino anche all'80%.







### 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