CENTRO STUDI ODCEC MILANO

LA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE IN CRISI

L'ANALISI FONDAMENTALE DELLE IMPRESE IN CRISI

EMANUEL BAGNA

14.02.2022

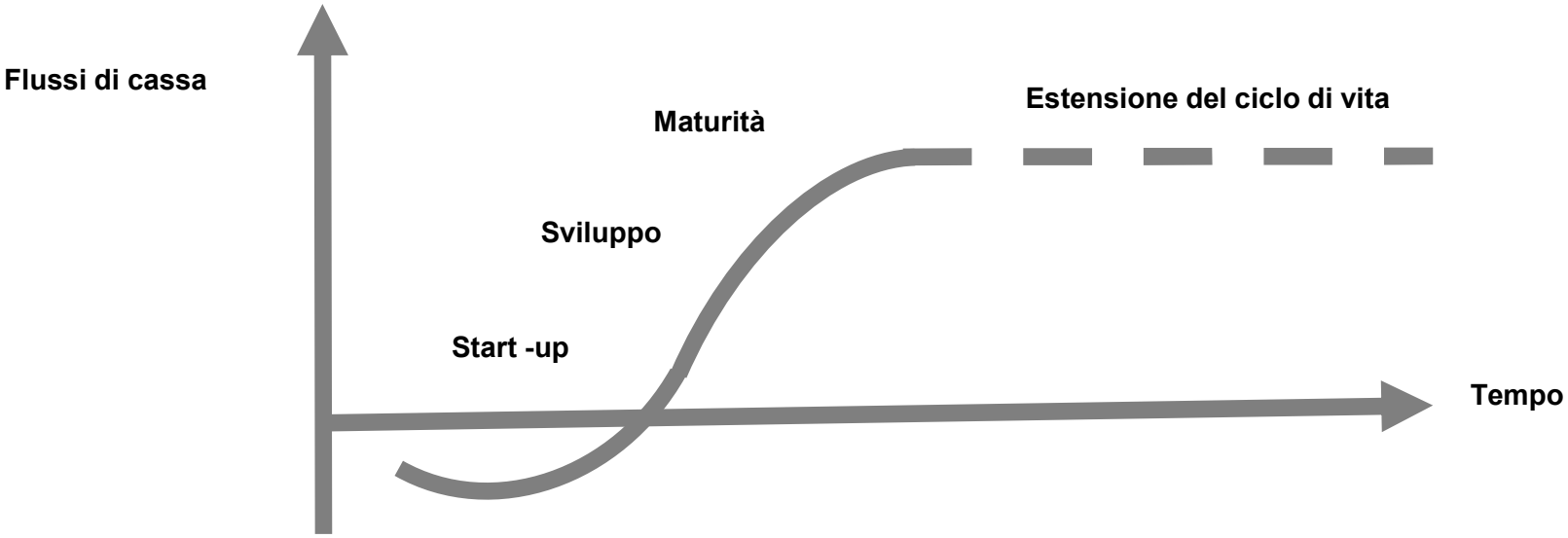
Agenda

1. Ciclo di vita dell'impresa e criticità valutative
2. Debitori «*High Yield*»: probabilità di *default*, tempo al *default*
3. *Underperformance*, situazione di *Stress* e di *Distress*
4. Il declino del business e i valori in gioco

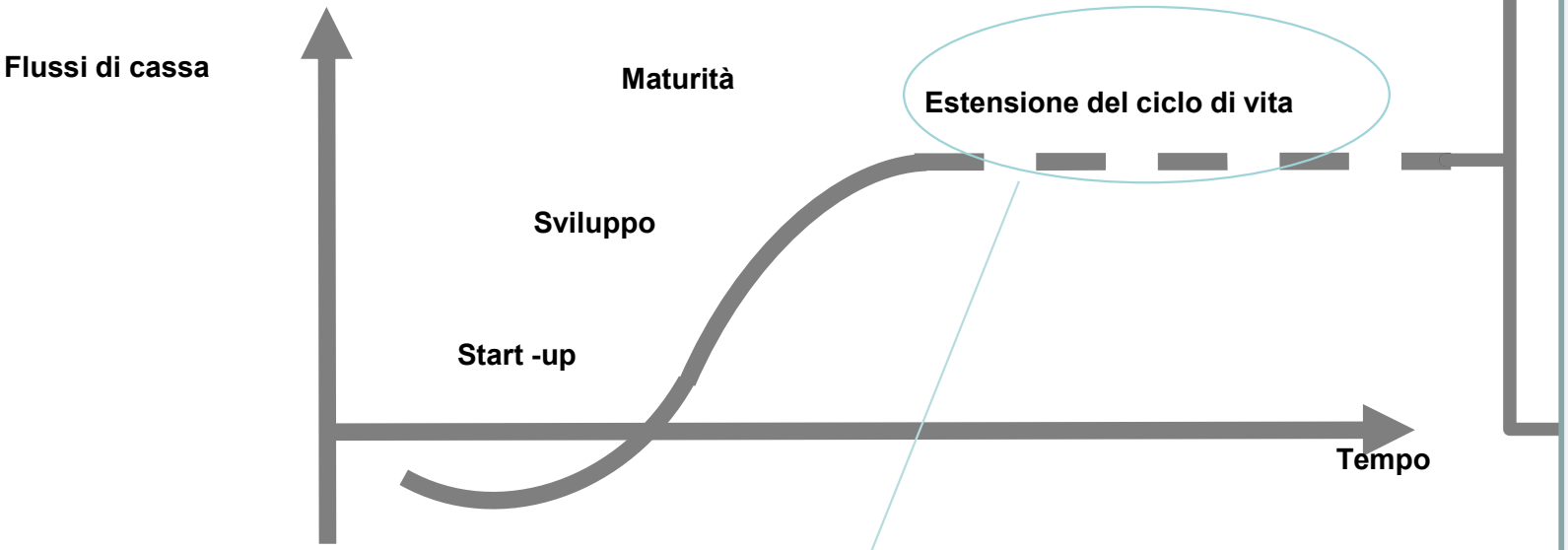
Agenda

1. Ciclo di vita dell'impresa e criticità valutative
2. Debitori «*High Yield*»: probabilità di *default*, tempo al *default*
3. *Underperformance*, situazione di *Stress* e di *Distress*
4. Il declino del business e i valori in gioco

Ciclo di vita dell'impresa



Valutazione tradizionale



Core Enterprise Value (Valore di Mercato delle Attività) =

$$+\frac{\text{Unlevered Free Cash Flow}_{1}}{(1+\text{wacc})^{1}}+\cdots\frac{\text{Unlevered Free Cash Flow}_{n}}{(1+\text{wacc})^{n}}$$

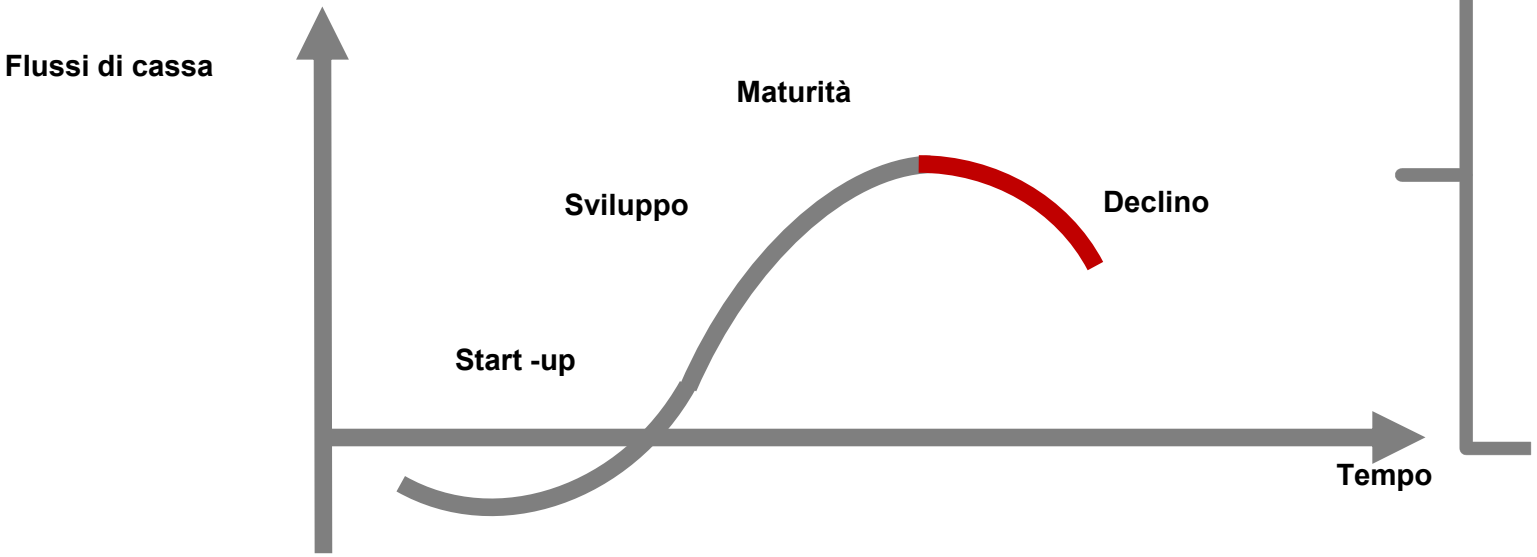
$$+\frac{\text{Unlevered Free Cash Flow}_{\text{Terminal Value}}}{(\text{wacc}.-g)}\times\frac{1}{(1+\text{wacc})^{n}}$$

Terminal Value

Ipotesi implicite:

- **Sostenibilità del Business model;**
- **Vita indefinita**
- **Rapporto di indebitamento Target**
- **Investimenti e flussi di cassa normalizzati oltre il periodo di previsione esplicita**
- **Costo del capitale remunera il solo rischio sistematico**

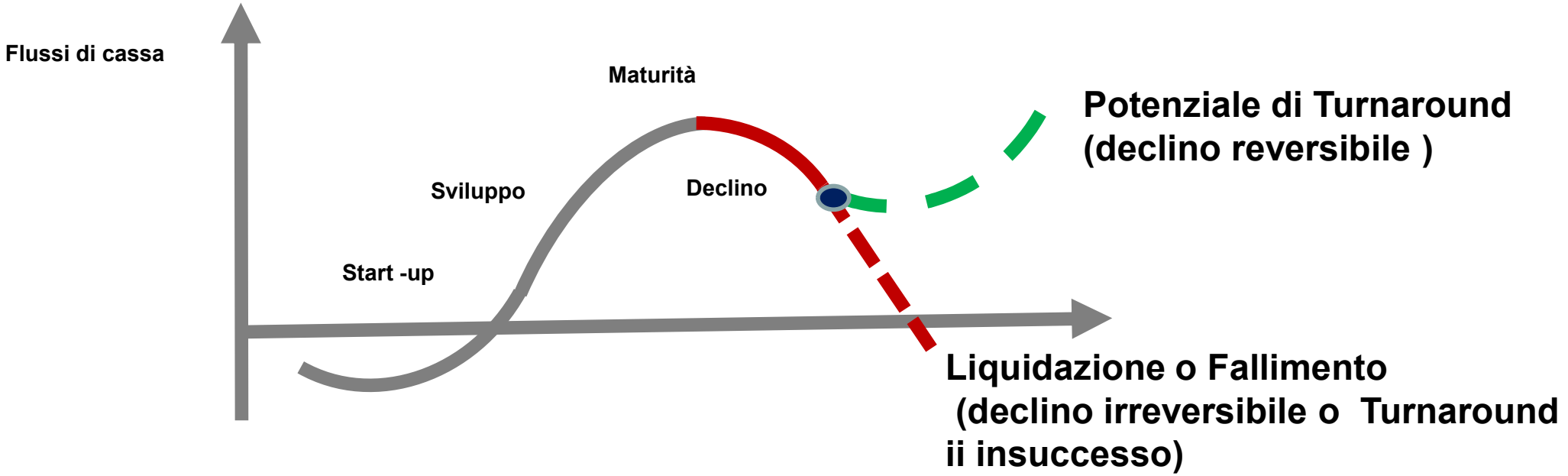
Ciclo di vita dell'impresa: c'è anche il declino



Ipotesi implicite:

- **Sostenibilità del Business mo ;**
- **Vit de ta**
- **Rap to inde nto Targ**
- **Inves ti e flussi ssa norma ati oltre il iodo di pre ne espli**
- **Cost capi rem era ris sistematico**

Ciclo di vita dell'impresa : *Turnaround* vs. Liquidazione/Fallimento



Punti fermi

✓I business in declino si caratterizzano per due possibili esiti: continuazione dell'attività o liquidazione (*going concern and gone concern*). Non si può quindi adottare un'unica prospettiva di valutazione (*premise of value*)

✓Condurre la valutazione di un business in declino sulla base della sola prospettiva dell'impresa in funzionamento (*going concern*) equivale a sopravvalutare il business

$$\textbf{Terminal Value} = \frac{\text{UFCF Terminal Value Going Concern}}{\text{wacc - g}} \times \left(\text{Prob. Going Concern}\right) + \underbrace{\text{Terminal Value Gone Concern} \times \left(\text{1 - Prob. Going Concern}\right)}$$

Loss Given Default x Default Probability

Agenda

1. Ciclo di vita dell'impresa e criticità valutative
2. Debitori «*High Yield*»: probabilità di *default*, tempo al *default*
3. *Underperformance*, situazione di *Stress* e di *Distress*
4. Il declino del business e i valori in gioco

Emittenti *High Yield* e Probabilità di *Default*

$$\text{Terminal Value} = \frac{\text{UFCF Terminal Value Going Concern}}{\text{wacc - g}} \times \left(\text{Prob. Going Concern}\right) + \text{Terminal Value Gone Concern} \times \underbrace{\left(\text{1 - Prob. Going Concern}\right)}_{\text{Prob. Gone Concern}}$$

Loss Given Default x Default Probability

Average Cumulative Default Rate for Corporates by region (1981-2018)

EUROPE (%)	Years						
	Rating	1	2	3	4	5	6	7
INVESTMENT GRADE	BBB	0,07	0,2	0,33	0,46	0,56	0,76	0,95
SPECULATIVE GRADE	BB	0,35	1,15	1,94	2,67	3,71	4,62	5,49
High Yield	B	2,14	5,38	**8,3**	**10,56**	**12,43**	13,69	14,49
	CCC/C	25,47	34,02	**37,93**	**41,52**	**43,37**	43,37	44,23

Source: S&P Global 2018 Annual Global Corporate Default and Rating Transition Study. April, 9, 2019 table 25 page 59

Emittenti *High Yield* e Matrici di Transizione

Global Corporate Average Transition Rates (1981-2018) (%)

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC/C	D	NR (^)	Upgrade	Downgrade	Upgrade/ Downgrade
3 years												
BBB	0,02	0,27	8,31	**65,13**	7,01	1,57	0,28	0,84	16,58	8,60	9,70	0,9
BB	0,01	0,05	0,48	10,99	**47,56**	11,40	1,22	3,78	24,50	11,53	16,40	0,7
B	0,00	0,03	0,19	0,73	10,01	**41,60**	4,68	12,34	30,42	10,96	17,02	0,6
CCC/CC	0,00	0,00	0,13	0,61	1,59	17,28	**10,15**	40,99	29,30	19,61	40,99	0,5
5 years												
BBB	0,02	0,42	10,48	**52,12**	7,58	2,14	0,38	1,76	25,09	10,92	11,86	0,9
BB	0,00	0,08	0,98	12,68	**32,02**	11,00	1,20	7,29	34,74	13,74	19,49	
B	0,01	0,03	0,24	1,50	10,30	**25,35**	2,93	18,33	41,32	12,08	21,26	0,6
CCC/CC	0,00	0,00	0,11	0,68	2,81	12,47	**2,49**	45,85	35,58	16,07	45,85	0,4

High Yield

High Yield

(^) no rating

Source: S&P Global 2018 Annual Global Corporate Default and rating Transition Study. April, 9, 2019, table 21 and 22 page 53 and 54

Emittenti *High Yield* e tempo al «*default*»

Time to default From Original Rating For Global Corporate Defaulters (1981-2018)

	Original rating	N. default	Average years from original rating	Median years from original rating	Standard Deviation of years from original rating	Coefficient of variation
INVESTMENT GRADE	BBB	208	8,8	7,1	6,5	0,739
SPECULATIVE GRADE	BB	613	6,8	5,2	5,5	0,809
High Yield	B	1.523	**4,9**	**3,6**	4,1	**0,837**
	CCC/C	274	**2,3**	**1,3**	2,9	**1,261**

Source: S&P Global 2018 Annual Global Corporate Default and rating Transition Study. April, 9, 2019 table 10 page 36

Punti Fermi

✓Tempo al *default* per emittenti *HighYield* (rating B e inferiori) = 2 -5 anni;

✓3 /4 degli emittenti con *rating* B cambiano classe di *rating* entro 5 anni (con maggiore probabilità di peggioramento); 97/100 emittenti con *rating* CCC/CC cambiano classe di *rating* entro 5 anni (con maggiore probabilità di peggioramento)

Il Settore delle Pagine Gialle

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	CAGR 2004 - 2018
Sales Aggregate di Settore	**3.084**	**3.155**	**3.487**	**3.482**	**3.436**	**3.146**	**2.919**	**2.647**	**1.864**	**1.998**	**1.736**	**1.567**	**1.454**	**1.308**	**1.174**	**-6,7%**
SEAT Pagine Gialle S.p.A.	*1.406*	*1.425*	*1.460*	*1.454*	*1.376*	*1.210*	*1.111*	*957*	*246*	503	408	375	389	336	325	-9,9%
Telegate AG	*166*	*150*	*179*	*173*	*179*	*154*	*125*	*110*	*93*	72	62	54	45	41	43	-9,2%
PagesJaunes Groupe	*973*	*1.061*	*1.124*	*1.158*	*1.193*	*1.164*	*1.125*	*1.102*	*1.066*	999	936	878	812	765	670	-2,6%
Eniro AB	539	520	724	697	689	619	559	479	460	423	330	261	208	166	136	-9,4%
EBITDA Aggregate di Settore	1.200	1.152	1.306	1.404	1.634	1.234	1.105	941	576	567	396	285	330	269	265	**-10,2%**
EBITDA Margin	*39%*	*37%*	*37%*	*40%*	*48%*	*39%*	*38%*	*36%*	*31%*	*28%*	*23%*	*18%*	*23%*	*21%*	*23%*	*-16%*
EBIT Ante Impairment Aggregate di Settore	**712**	**928**	**1.046**	**1.133**	**1.348**	**997**	**955**	**790**	**417**	**408**	**260**	**134**	**181**	**137**	**149**	**-10,6%**
EBIT Margin	*23%*	*29%*	*30%*	*33%*	*39%*	*32%*	*33%*	*30%*	*22%*	*20%*	*15%*	*9%*	*12%*	*10%*	*13%*	*-10%*
Impairment Losses	12	4	15	5	4.492	5.437	2.015	3.157	6.773	219	206	124	97	3	61	n.s.
Market Cap	9.253	11.686	10.154	7.403	2.746	3.264	2.527	1.078	868	1.026	998	539	420	1.158	581	-17,9%
Net Debt	1.997	4.007	6.118	6.044	5.685	5.247	4.950	4.977	3.312	3.256	1.268	1.130	1.080	332	340	-11,9%
EV / EBITDA	*9,4x*	*13,6x*	*12,5x*	*9,6x*	*5,2x*	*6,9x*	*6,8x*	*6,5x*	*7,3x*	*7,6x*	*5,7x*	*5,9x*	*4,6x*	*5,6x*	*3,5x*	*-6,8%*
Net Debt / EBITDA	1,7x	3,5x	4,7x	4,3x	3,5x	4,3x	4,5x	5,3x	5,7x	5,7x	3,2x	4,0x	3,3x	1,2x	1,3x	-1,8%

Dati in euro mln di Fonte FactSet

Agenda

1. Ciclo di vita dell'impresa e criticità valutative
2. Debitori «*High Yield*»: probabilità di *default*, tempo al *default*
3. *Underperformance*, situazione di *Stress* e di *Distress*
4. Il declino del business e i valori in gioco

Per comprendere lo stadio di crisi in cui versa l'impresa occorre sempre far riferimento a soglie di valore

Underperformance = distruzione di valore = Enterprise Value (EV) inferiore al costo di riproduzione

Stress = EV inferiore al costo di rimpiazzo

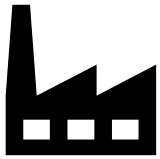
Distress = EV inferiore al valore nominale del debito

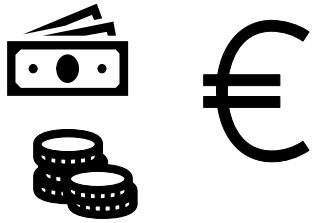
Liquidazione = EV in funzionamento inferiore al valore di liquidazione

Il Framework di Analisi Fondamentale Dal Valore Attuale Netto dell'Investimento al Valore di Impresa: un Esempio

In mercati perfettamente concorrenziali il prezzo del singolo bene (o insieme di beni) acquistato/i da una azienda (ad esempio macchinari per la produzione di beni) è pari al valore attuale dei benefici economici che il bene (insieme di beni) è in grado di generare.

In tali contesti non vi è alcuna creazione di valore da parte dell'azienda.





Prezzo del Bene Acquisito = **Valore dei Benefici Economici Generabili dal Bene Acquisito**

Con i = 10%
ed N ==>∞
Valore = 100

$$100 = \sum_{t=1}^{N} \frac{\text{Beneficio Economico}_n}{(1+i)^n} = \frac{10}{(1+i)^1} + \frac{10}{(1+i)^2} + \frac{10}{(1+i)^3} + \frac{10}{(1+i)^4} + \ldots + \frac{10}{(1+i)^N}$$

se Beneficio Economico n = beneficio economico n + 1; …= beneficio economico N = 10

Prezzo | **Valore**

segue

no inflazione; produzione steady state (100 mln di pezzi all'anno)

A) Ricavi Generabili dall'Investimento (in Perpetuity) = A1 x A2	100,0
A1) Volumi di Vendita (in mln)	1,00
A2) Prezzo Unitario di Vendita (in euro)	100,00
B) Costi Operativi	80,00
C) Margine Operativo Lordo = A - B	20,00
D) Ammortamenti	10,00
E) Risultato Operativo = C - D	10,00
F) Oneri Finanziari	0,00
G) Imposte	0,00
H) Utile Netto Generabile dall'Investimento in Perpetuo = E - F - G	10,00
I) Variazioni Annue di Capitale Circolante	0,00
J) Capex	10,00
K) Free Cash Flow to Firm = E - G + D - J - I	**10,00**
L) Tasso di Attualizzazione	**10,00%**
M) Investimento Iniziale (Acquisto Macchinario) = Capitale Investito Netto Operativo	100,0
N) Valore Attuale Netto dell'Investimento (VAN) = - M + K/L	**0,00**
O) Valore di Impresa = K / L	**100,00**
P) Valore di Impresa - Valore Contabile	**0,00**

Valori in euro mln, se non diversamente specificato

Valore di Mercato = Valore Contabile

Asset	***Liabilities***
Macchinari 100 Crediti Commerciali 50 Magazzino 50	Debiti vs Fornitori 100 Patrimonio Netto 100

Stato Patrimoniale Riclassificato

Asset	***Liability (no debito; solo patrimonio netto)***
Macchinari 100 Capitale Circolante Netto = 0 = Crediti Commerciali + Magazzino - Debiti vs Fornitori =	Patrimonio Netto 100

Roic (EBIT Post Tax) / Invested Capital = 10 / 100 = 10% = wacc

Segue: Il Processo di Generazione di Valore Passa dalla Formazione di Intangibili (che Corrispondono al VAN di in Investimento)

no inflazione; produzione steady state (100 mln di pezzi all'anno)
Vendita cum premium price @ 20%

A) Ricavi Generabili dall'Investimento (in Perpetuity) = A1 x A2	120,0
A1) Volumi di Vendita (in mln)	1,00
A2) Prezzo Unitario di Vendita (in euro)	120,00
B) Costi Operativi	80,00
C) Margine Operativo Lordo = A - B	40,00
D) Ammortamenti	10,00
E) Risultato Operativo = C - D	30,00
F) Oneri Finanziari	0,00
G) Imposte	0,00
H) Utile Netto Generabile dall'Investimento in Perpetuo = E - F - G	30,00
I) Variazioni Annue di Capitale Circolante	0,00
J) Capex	10,00
K) Free Cash Flow to Firm = E - G + D - J - I	**30,00**
L) Tasso di Attualizzazione	**10,00%**
M) Investimento Iniziale (Acquisto Macchinario) = Capitale Investito Netto Operativo	100,0
N) Valore Attuale Netto dell'Investimento (VAN) = - M + K/L	**200,00**
O) Valore di Impresa = K / L	**300,00**
P) Valore di Impresa - Valore Contabile	**200,00**

Valori in euro mln, se non diversamente specificato

Roic (EBIT Post Tax) / Invested Capital = 30 / 100 = 30% > wacc

** = Tasso di Attualizzazione dei flussi (wacc = weighted average cost of capital)*

Valore Contabile

Asset	*Liabilities*
Macchinari 100 Crediti Commerciali 50 Magazzino 50	Debiti vs Fornitori 100 Patrimonio Netto 100

Stato Patrimoniale Riclassificato

Asset	*Liability (no debito; solo patrimonio netto)*
Macchinari 100 Capitale Circolante Netto = 0 *(= Crediti Commerciali + Magazzino - Debiti vs Fornitori = 50 + 50 - 100)*	Patrimonio Netto 100

Costo Storico dei Beni Acquisiti dall'Azienda

Risorse Investite dagli Azionisti = 100

Valore di Mercato

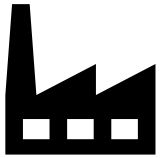
Stato Patrimoniale Riclassificato a Valori di Mercato

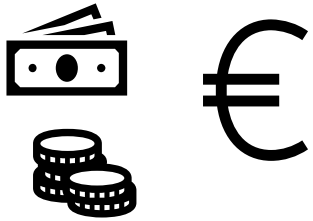
Asset	*Liability (no debito; solo patrimonio netto)*
Macchinari 100 Capitale Circolante Netto = 0 = Crediti Commerciali + Magazzino - Debiti vs Fornitori =	Patrimonio Netto 100
Valore Attuale Netto Investimento = 200 = Valore dell'Intangibile (Marchio) = Extra-Ricavi @ wacc* = 20 / 10%	Valore di Mercato delle Azioni - Patrimonio Netto = Valore Generato a Favore degli Azionisti = 200

Capitalizzazione di Borsa = 300

ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI
MILANO

Segue: Il Processo di Generazione di Valore Passa dalla Formazione di Intangibili (che Corrispondono al VAN di un Investimento)





Prezzo del Bene Acquisito < **Valore dei Benefici Economici Generabili dal Bene Acquisito**

100 <

$$\sum_{t=1}^{N} \frac{\text{Beneficio Economico}_n}{(1+i)^n} = \frac{30}{(1+i)^1} + \frac{30}{(1+i)^2} + \frac{30}{(1+i)^3} + \frac{30}{(1+i)^4} + \ldots + \frac{30}{(1+i)^N}$$

se Beneficio Economico n = beneficio economico n + 1; …= beneficio economico N; = 30

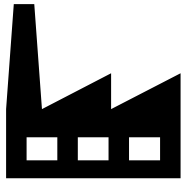
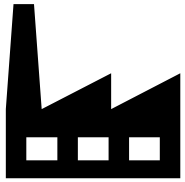
Prezzo
100

<

Valore
300

Valore Generato = 200 = Valore delle Attività Intangibili = Beneficio Netto a Favore degli Azionisti di Impresa

Al tempo 0 il Prezzo del bene è pari al suo costo di Riproduzione ed al Suo Costo di Rimpiazzo

Tempo = 0	Tempo = n
	
Prezzo del Bene Acquisito	**Prezzo del Bene Acquisito**
100	**xx**
=	≠
Costo di Riproduzione	**Costo di Riproduzione**
=	≠
Costo di Rimpiazzo	**Costo di Rimpiazzo**

Esempi di *underperformance*, *stress* e *distress*

Le *slides* che seguono contengono esempi illustrativi fondati sulle seguenti ipotesi semplificatrici:

- L'azienda dispone di un solo cespite (immobilizzazione tecnica da ammortizzare);
- L'azienda ha vita finita (= Vita economica del cespite = 4 anni)
- CCN = 0;
- no imposte;
- Rapporto di indebitamento dell'azienda = *Loan-to-Value* del cespite
- EBITDA = UFCF;
- FCFE = UFCF – rata sul debito
- Costo storico del cespite = valore al costo riproduzione;
- Valore corrente del cespite = valore al costo di rimpiazzo

Underperformance
ROIC < costo del capitale

years	0	1	2	3	4
Capitale investito iniziale (IC)	100	100	75	50	25
Ebitda (=UFCF)		16,8	16,4	15,9	15,5
ammortamenti		25	25	25	25
EBIT		-8,2	-8,65	-9,1	-9,6
ROIC = EBIT/capitale investito iniz.		-8,2%	-11,5%	-18,2%	-38,2%
wacc	6%				
Fattore di sconto		0,943	0,890	0,840	0,792
PV UFCF		15,8	14,6	13,3	12,2
Enterprise Value	56,0				
Valore distrutto	44,0	(=EV - IC)			
Loan-to value	40%				
Debito finanziario	40				
Patrimonio netto contabile	60	(=IC - Debito finanziario)			
Equity value	16,0	(= EV - Debito finanziario)			

IC = costo storico = costo di riproduzione

Underperformance
ROIC < costo del capitale

	0	1	2	3	4
Ebitda =UFCF		16,8	16,4	15,9	15,5
Ebit		-8,2	-8,65	-9,1	-9,55
costo del debito	4%				
Debito finanziario iniz. (linea capitale)		40	30	20	10
oneri finanziari		-1,6	-1,2	-0,8	-0,4
Utile netto		-9,8	-9,9	-9,9	-10,0
FCFE = UFCF - rimborso debito		5,2	5,2	5,1	5,1
Cost of equity	10,90%				
Fattore di sconto		0,902	0,813	0,733	0,661
PV FCFE		4,7	4,2	3,7	3,3
Equity value	16,0				

segue

Stato Patrimoniale Contabile

Invested Capital = 100	PFN = 40
	Patrimonio Netto Ante Svalutazione = 60

Stato Patrimoniale a Valori di Mercato

Valore Distrutto = 44	
Enterprise Value = 56	PFN = 40
	Equity Value = 16

VAN Storico dell'Investimento = - 100 + 56 = - 44

Underperformance EV > Valore di rimpiazzo

Ipotesi di svalutazione del cespite a costo di rimpiazzo = 50

years	0	1	2	3	4
Costo di rimpiazzo iniziale	100	50	37,5	25	12,5
Ebitda (=UFCF)		16,8	16,35	15,9	15,45
ammortamenti		12,5	12,5	12,5	12,5
EBIT		4,3	3,85	3,4	2,95
ROIC = EBIT/capitale investito iniz.		8,6%	10,3%	13,6%	23,6%
wacc	6%				
Fattore di sconto		0,943	0,890	0,840	0,792
PV UFCF		15,8	14,6	13,3	12,2
Enterprise Value	56,0	> costo di rimpiazzo			
Valore distrutto	-44,0	(=EV - IC)			
Loan-to value	40%				
Debito finanziario	40				
Patrimonio netto contabile	10	(=IC - sval. -Debito finanziario)			
Equity value	16,0	(= EV - Debito finanziario)			

Ipotesi:
Costo di rimpiazzo = 50

ROIC > wacc

Cambia il patrimonio netto contabile ma non l'equity value

Valore di rimpiazzo=50;
svalutazione del cespite = 50

years	0	1	2	3	4
Ebitda =UFCF		16,8	16,4	15,9	15,5
Ebit		4,3	3,85	3,4	2,95
costo del debito	4%				
Debito finanziario iniz. (linea capitale)		40	30	20	10
oneri finanziari		-1,6	-1,2	-0,8	-0,4
Utile netto (NO perdite)		2,7	2,7	2,6	2,6
FCFE = UFCF - rimborso debito		5,2	5,2	5,1	5,1
Cost of equity	10,90%				
Fattore di sconto		0,902	0,813	0,733	0,661
PV FCFE		4,7	4,2	3,7	3,3
Equity value	16,0				

ROE anno 1 = 27%

Valore di rimpiazzo = 50; avvio di nuovo ciclo di investimento al termine dell'anno 4

anni	0	1	2	3	4	fine anno 4
Somma FCFE (= valore di liquidazione)					20,5	
Patrimonio netto contabile	10,0	12,7	15,4	18,0	20,5	
					Enterprise Value	56,0
					Costo di rimpiazzo	50
					Valore attuale netto = (EV - costo di rimpiazzo)	6
					Loan to Value sul costo di rimpiazzo	40%
					Nuovo debito	24,0
					Patrimonio netto contabile = somma FCFE	20,5
					Nuovo equity	5,5
					Equity totale	26
					Valore attuale netto/ Equity totale	23%

Stato Patrimoniale Contabile

Invested Capital = 100	PFN = 40
	Patrimonio Netto Ante Svalutazione = 60

Stato Patrimoniale a Valori di Mercato

	Valore Distrutto = 44	
Enterprise Value = 56	PFN = 40	
		Equity Value = 16

Stato Patrimoniale Contabile

Post Svalutazione

Invested Capital = 50	PFN = 40
	P.N. = 10

VAN Storico dell'Investimento = - 100 + 56 = - 44

VAN Futuro Realizzabile dell'investimento = - 50 + 56 = = + 6

Stress = EV < Valore di rimpiazzo

years	0	1	2	3	4
Costo di rimpiazzo iniziale	100	60	45	30	15
Ebitda (=UFCF)		16,8	16,35	15,9	15,45
ammortamenti		15	15	15	15
EBIT		1,8	1,35	0,9	0,45
ROIC = EBIT/capitale investito iniz.		3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
wacc	6%				
Fattore di sconto		0,943	0,890	0,840	0,792
PV UFCF		15,8	14,6	13,3	12,2
Enterprise Value	56,0	< costo di rimpiazzo			
Valore distrutto	-44,0	(EV - IC)			
Loan-to value	40%				
Debito finanziario	40				
Patrimonio netto contabile	20	(=IC - sval. - Debito finanziario)			
Equity value	16,0	(= EV - Debito finanziario)			

Nuova ipotesi : Costo di rimpiazzo = 60 Svalutazione = 40

Rispetto al caso Precedente il PN contabile è superiore (20 vs. 10) ma l'impresa non ha futuro

Stress = EV < Valore di rimpiazzo

years	0	1	2	3	4
Ebitda =UFCF		16,8	16,4	15,9	15,5
Ebit		1,8	1,35	0,9	0,45
costo del debito	4%				
Debito finanziario iniz. (linea capitale)		40	30	20	10
oneri finanziari		-1,6	-1,2	-0,8	-0,4
Utile netto (NO perdite)		0,2	0,2	0,1	0,0
FCFE = UFCF - rimborso debito		5,2	5,2	5,1	5,1
Cost of equity	10,90%				
Fattore di sconto		0,902	0,813	0,733	0,661
PV FCFE		4,7	4,2	3,7	3,3
Equity value	16,0				

Nuova ipotesi: Costo di rimpiazzo = 60

ROE del 1 anno = 1%

NPV < 0

Stato Patrimoniale Contabile

Invested Capital = 100	PFN = 40
	Patrimonio Netto Ante Svalutazione = 60

Stato Patrimoniale a Valori di Mercato

Valore Distrutto = 44		
Enterprise Value = 56	PFN = 40	
	Equity Value = 16	

Stato Patrimoniale Contabile

Post Svalutazione

Invested Capital = 60	PFN = 40
	P.N. = 20

VAN Storico dell'Investimento = - 100 + 56 = - 44

VAN Futuro Realizzabile dell'investimento = - 60 + 56 = = - 4

Distress = Debito finanziario netto >EV < Valore di rimpiazzo

years	0	1	2	3	4
Capitale investito iniziale	100	100	75	50	25
Ebitda (=UFCF)		20,0	18,8	17,5	16,3
ammortamenti		25	25	25	25
EBIT		-5	-6,25	-7,5	-8,8
ROIC = EBIT/capitale investito iniz.		-5,0%	-8,3%	-15,0%	-35,0%
wacc	6%				
Fattore di sconto		0,943	0,890	0,840	0,792
PV UFCF		18,9	16,7	14,7	12,9
Enterprise Value	63,1	< Debito finanziario; > Cost di rimpiazzo			
Valore distrutto	36,9				
Loan-to value	70%				
Debito finanziario	70				
Patrimonio netto contabile	60	(=IC - Debito finanziario)			
Equity value	-6,9	(= EV - Debito finanziario)			

LTV originale = 70%
Costo di rimpiazzo = 60

Stress e *distress* EV < valore di rimpiazzo e valore nominale del debito

years	0	1	2	3	4
Capitale investito iniziale	100	100	75	50	25
Ebitda (=UFCF)		18,0	16,8	15,5	14,3
ammortamenti		25	25	25	25
EBIT		-7	-8,2	-9,5	-10,7
ROIC = EBIT/capitale investito iniz.		-7,0%	-10,9%	-19,0%	-42,8%
wacc	6%				
Fattore di sconto		0,943	0,890	0,840	0,792
PV UFCF		17,0	15,0	13,0	11,3
Enterprise Value	56,3	< Debito finanziario; < Costo di rimpiazzo			
Valore distrutto	43,7				
Loan-to value	70%				
Debito finanziario	70				
Patrimonio netto contabile	60	(=IC - Debito finanziario)			
Equity value	-13,7	(= EV - Debito finanziario)			

LTV originale= 70%

Costo di rimpiazzo = 60

Punti Fermi

✓Le *performance* contabili (= tasso di redditività contabile =ROIC) di un business in declino sono funzione della svalutazione degli *assets* (i.e. dei valori di rimpiazzo).

✓Se il tasso di redditività contabile (ROIC) del Capitale Investito espresso a costo di riproduzione è inferiore al costo del capitale, l'azienda sarà sotto-performante

✓Se il tasso di redditività contabile(ROIC) del Capitale Investito espresso a costo di rimpiazzo è inferiore al costo del capitale (i.e. $EV < IC_{\text{valore di rimpiazzo}}$), l'azienda non sarà in grado di sostituire gli *asset* al termine della loro vita economica (*stress*)

✓Se EV è inferiore al valore nominale del debito, l'azienda è *distressed*

Agenda

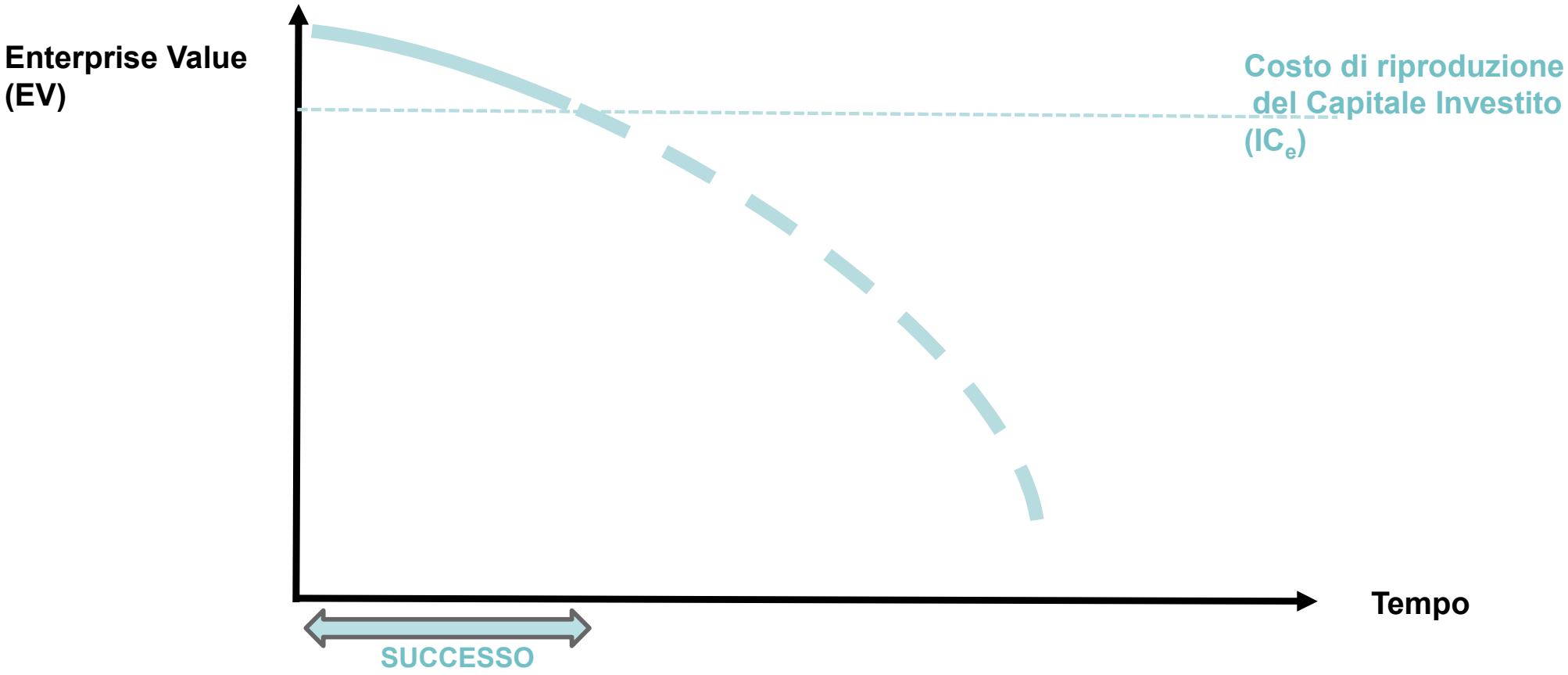
1. Ciclo di vita dell'impresa e criticità valutative
2. Debitori «*High Yield*»: probabilità di *default*, tempo al *default*
3. *Underperformance*, situazione di *Stress* e di *Distress*
4. Il declino del business e i valori in gioco

Punti fermi

- ✓ *Squilibrio economico* = EV< IC $_{\text{costo di rimpiazzo}}$
- ✓ *Squilibrio finanziario*=EV < Valore nominale del debito
- ✓ *Squilibrio economico e finanziario* = EV < Valore nominale del debito < IC$_{\text{costo di rimpiazzo}}$

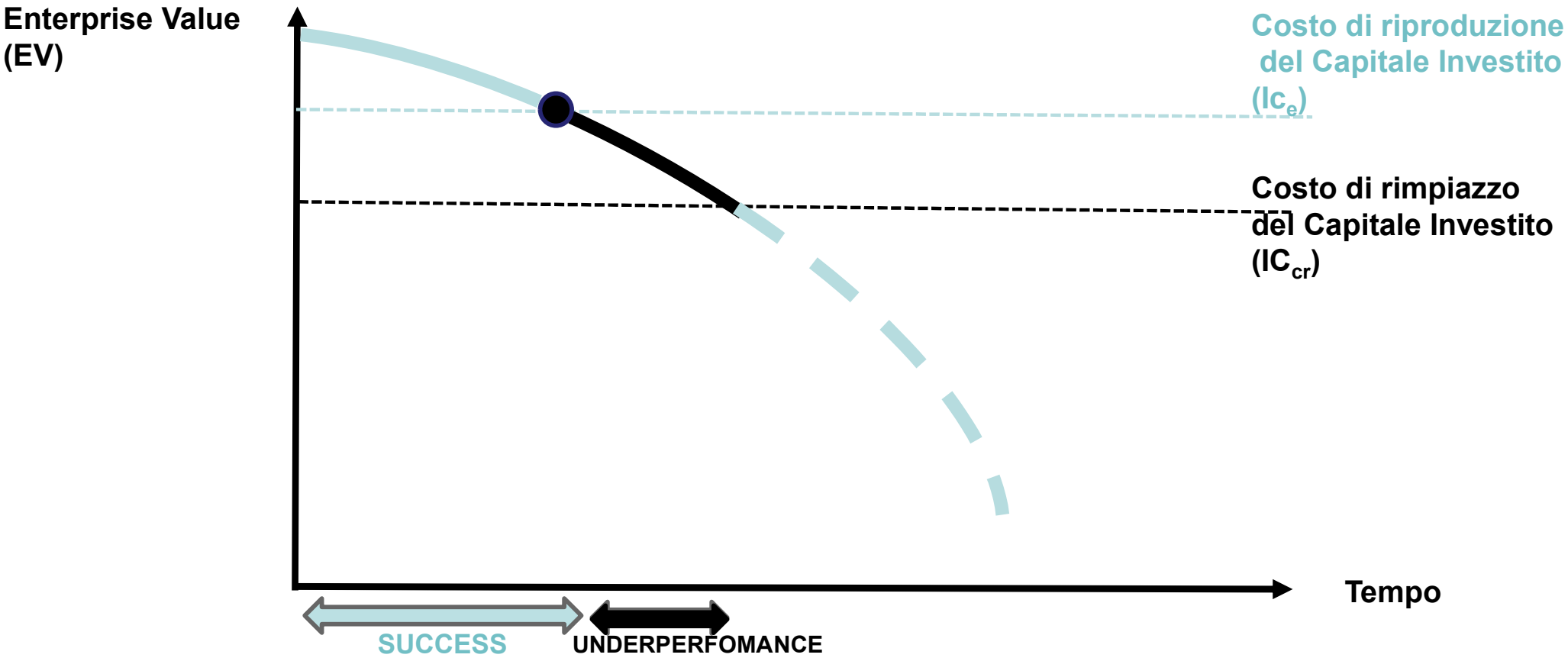
SUCCESSO

$ROIC_{costo\ di\ riproduzione}$ > coc; EV> $IC_{costo\ di\ riproduzione}$



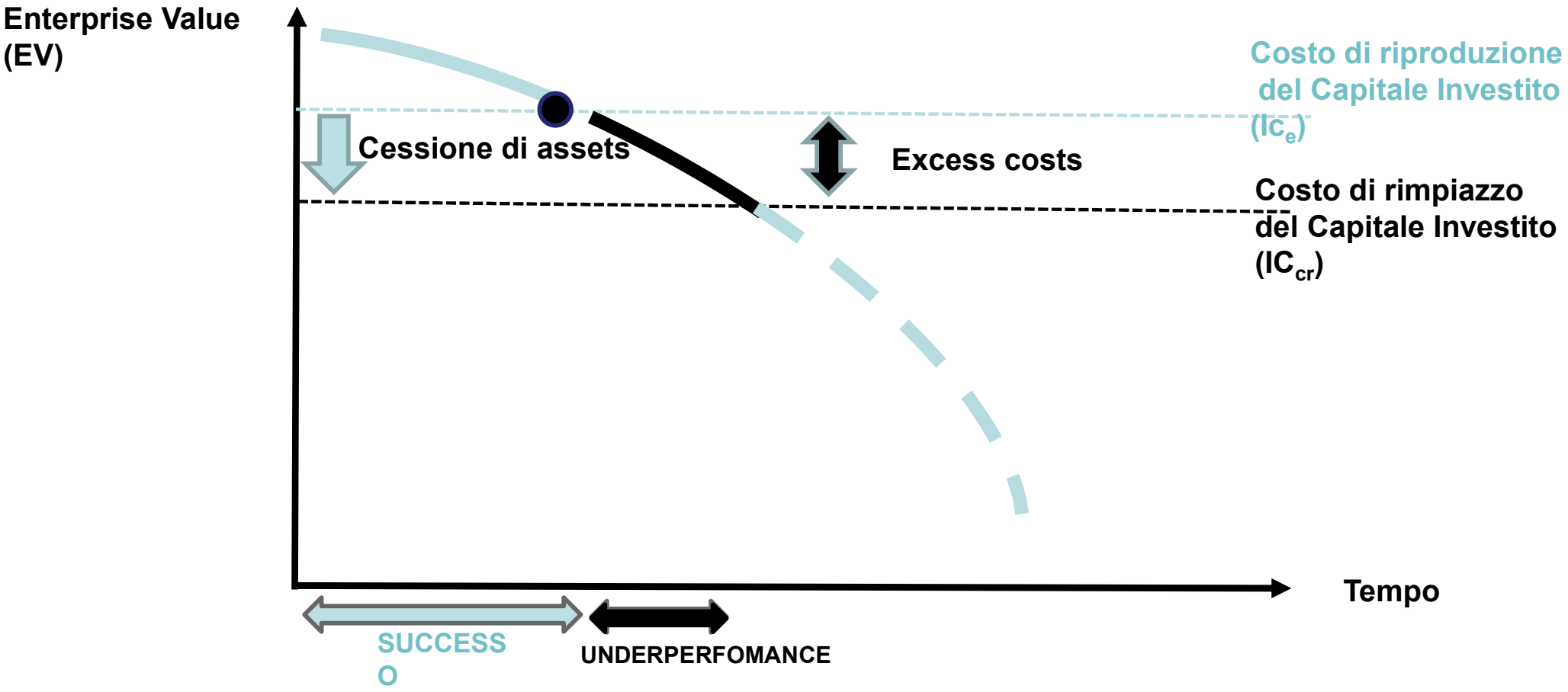
UNDERPERFORMANCE

$ROIC_{costo\ di\ riproduzione} < coc; ROIC_{costo\ di\ rimpiazzo} > coc$

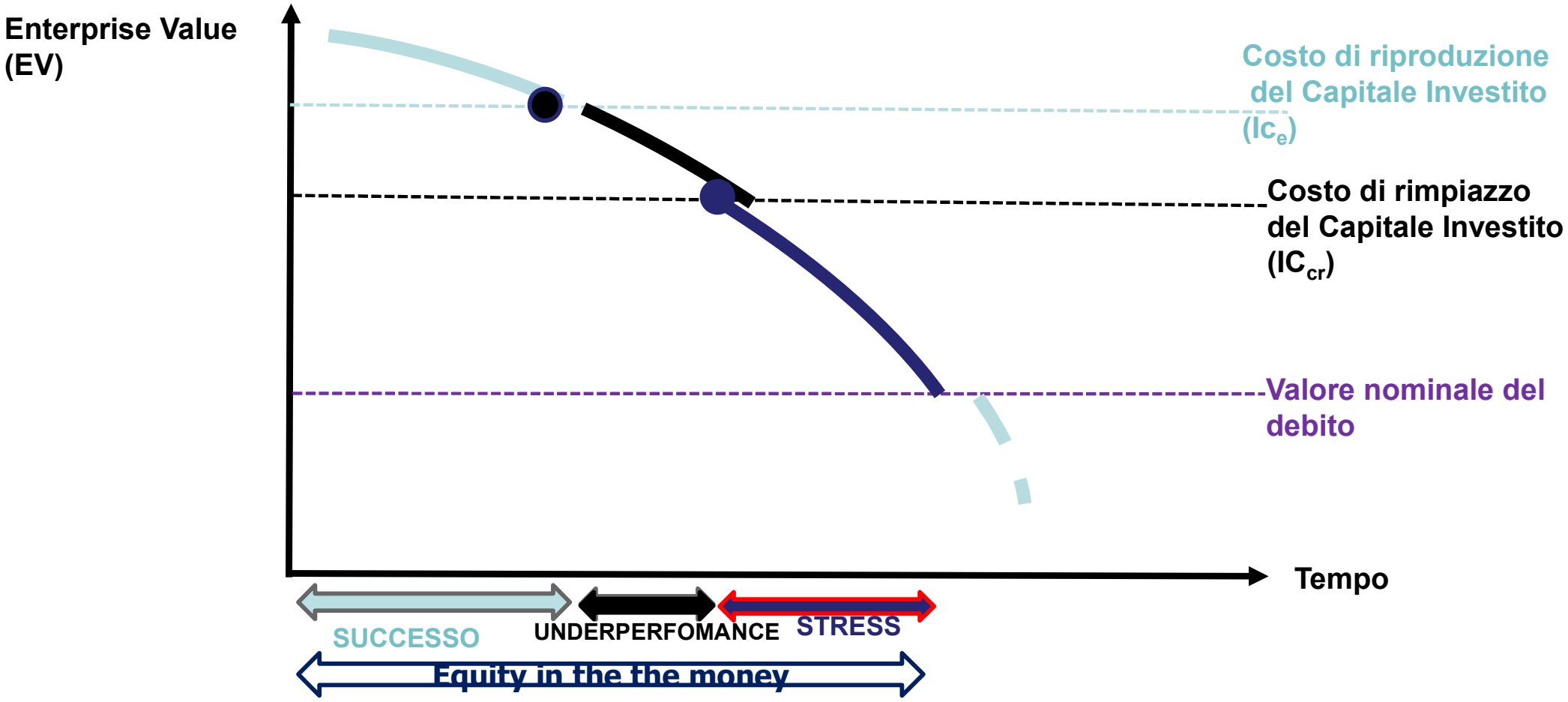


UNDERPERFORMANCE

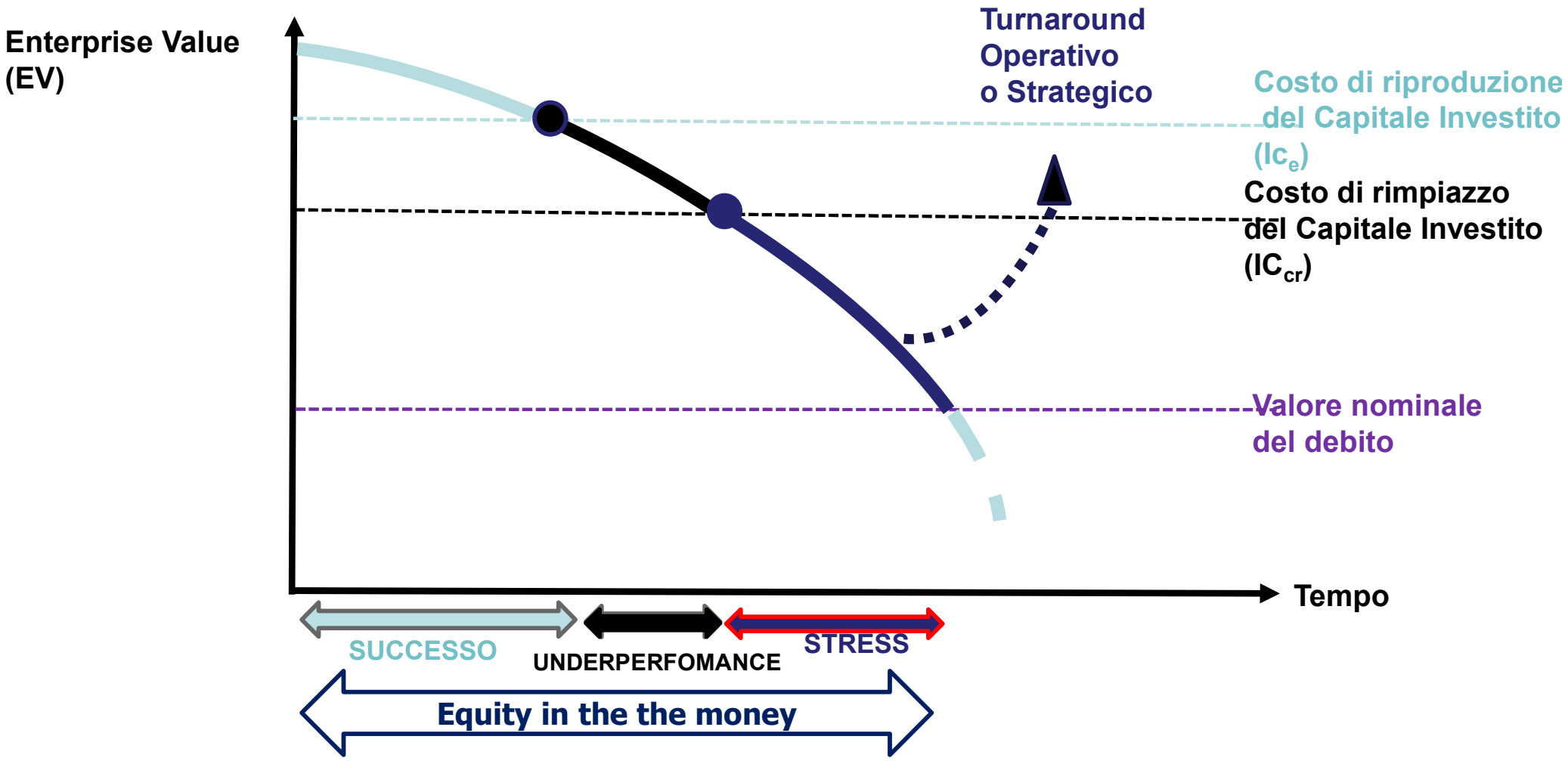
ROIC $_{\text{costo di riproduzione}}$ < coc; ROIC $_{\text{costo di rimpiazzo}}$ > coc



STRESS: $ROIC_{costo\ di\ rimpiazzzo} < coc$; $IC_{costo\ di\ rimpiazzo} < EV < Valore\ nominale\ del\ debito$

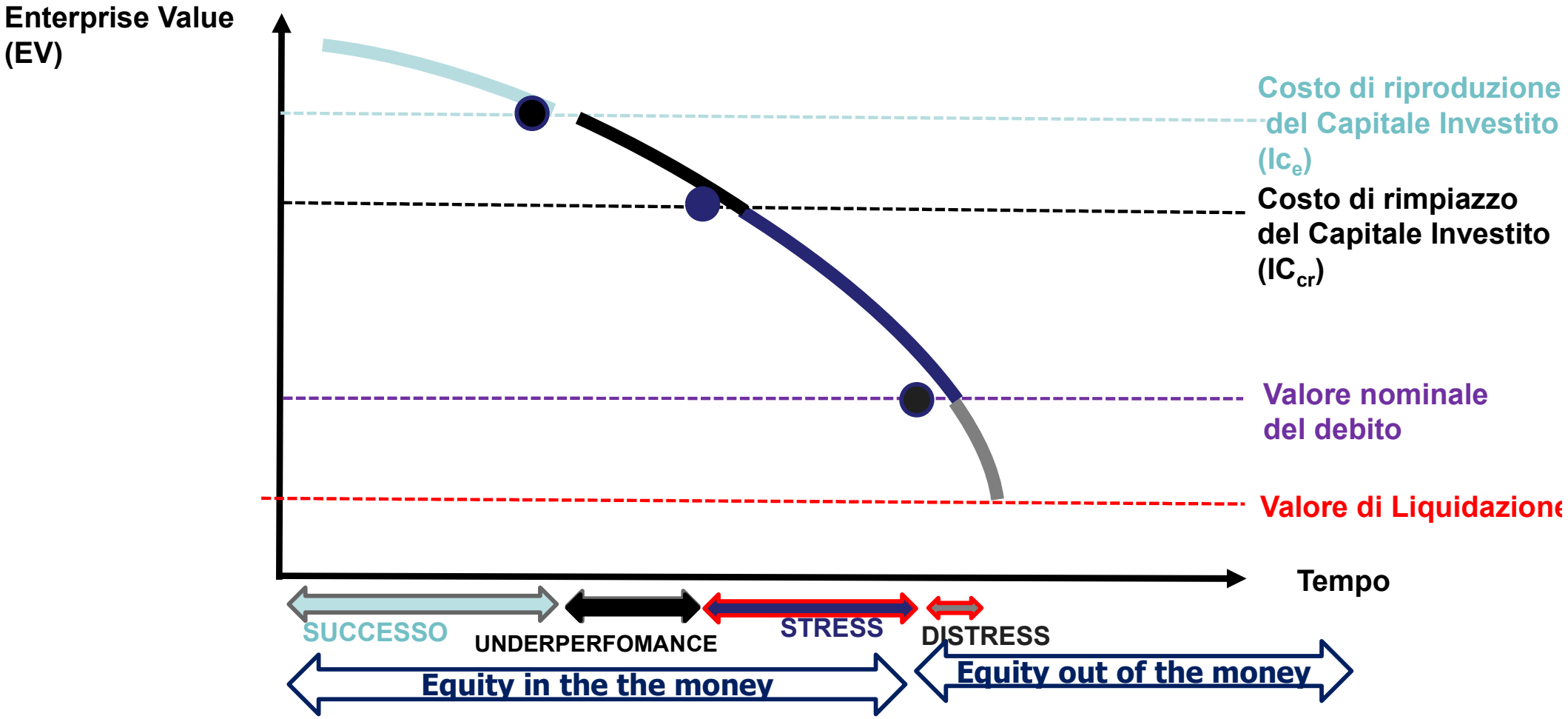


STRESS: $ROIC_{costo\ di\ rimpiazzo} < coc$;
$IC_{costo\ di\ rimpiazzo} < EV <$ Valore nominale del debito

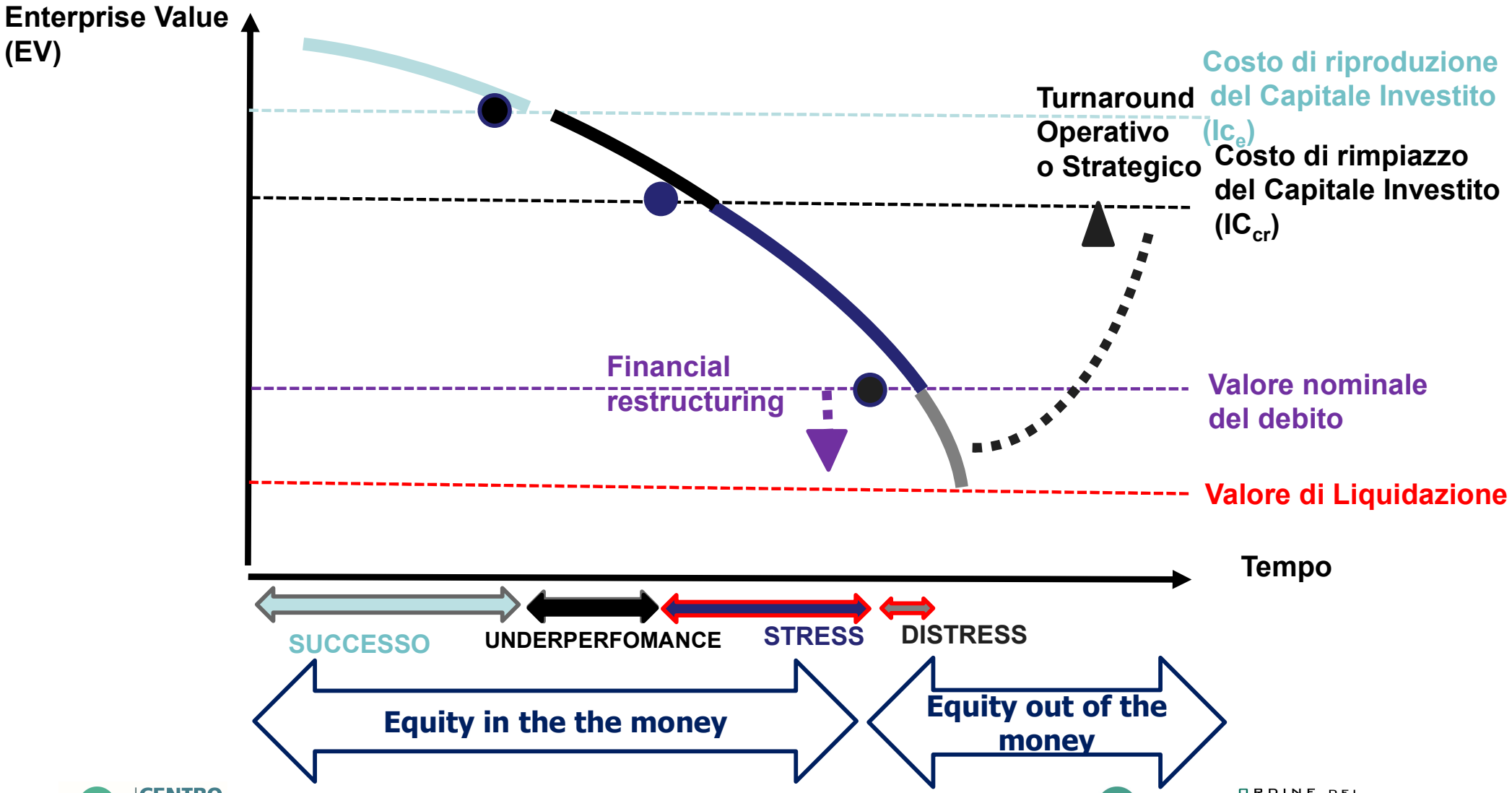


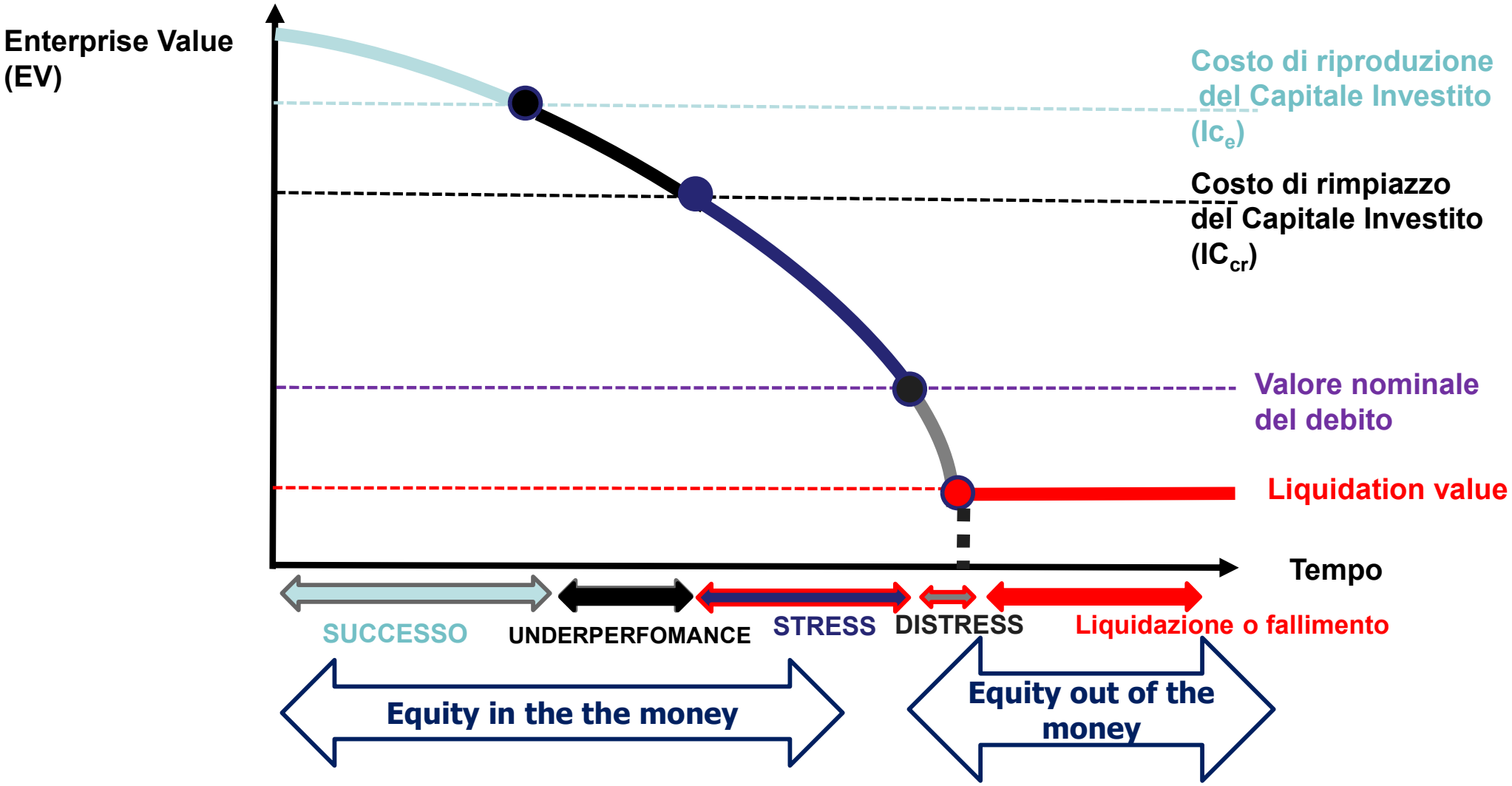
DISTRESS

Valore nominale del debito > EV > Valore di Liquidazione



DISTRESS
Valore nominale del debito > EV > Valore di Liquidazione



LIQUIDAZIONE O FALLIMENTO

EV (in funzionamento) < Valore di Liquidazione