



SACE | UNIVERSITA' DI TOR VERGATA

03/10/2024

Giulia Cardo



Associate
Credit Risk Analysis
SACE SPA
G.Cardo@sace.it

Andrea Basili



Associate Director
Credit Risk Analysis
SACE SPA
A.Basili@sace.it

Diego Damiano



Senior Associate
Claims, Restructuring & Recoveries
SACE SPA
d.damiano@sace.it

Indice

1

SACE

Corporate presentation

2

CREDIT RISK ANALYSIS

Principi ed elementi generali di analisi di bilancio e metodologia per la valutazione del merito di credito delle aziende

3

RESTRUCTURING

Principi ed elementi generali di crisi d'impresa e recupero di valore

A large, abstract graphic on the left side of the slide. It features a dark purple, curved shape at the top left, transitioning into a large, light teal, teardrop-shaped area that points towards the center of the slide.

SACE

Corporate presentation

Ambito di operatività di SACE

Il Gruppo SACE

SACE è la export credit agency italiana specializzata nel sostegno alle imprese e al tessuto economico nazionale attraverso un'ampia gamma di strumenti e soluzioni per facilitare l'accesso al credito delle aziende e sostenerne la liquidità e gli investimenti



**13 sedi
estere**
Presenza

nei mercati target per il
Made in Italy



€ 54,6 mld
Progetti

sostenuti nel 2023*
generando un impatto
sull'economia italiana di ca
€145 mld



oltre 45 anni
Esperienza

a servizio delle imprese
italiane



50.000

Network

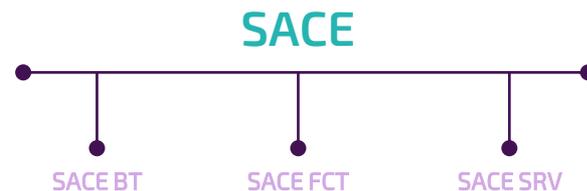
imprese supportate in Italia e
in 200 Paesi nel mondo
con soluzioni assicurativo-
finanziarie, servizi di
accompagnamento,
di formazione e
business matching

SACE

Dal 1977 sosteniamo la competitività delle imprese



- **SACE** è il **gruppo assicurativo-finanziario italiano**, direttamente controllato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, specializzato nel **sostegno alle imprese e al tessuto economico nazionale** attraverso un'ampia gamma di strumenti e soluzioni a supporto della competitività in Italia e nel mondo.
- **Supporta il sistema bancario** per facilitare, con le sue **garanzie finanziarie**, l'**accesso al credito** delle **aziende** per sostenerne la **liquidità** e gli **investimenti** per la **competitività** e la **sostenibilità** nell'ambito del **Green New Deal italiano**, a partire dal mercato domestico.
- Con un **portafoglio** di operazioni assicurate e investimenti garantiti pari a **164 miliardi di euro**, SACE, insieme a tutte le società del Gruppo – SACE BT attiva nei rami Credito, Cauzioni e Altri danni ai beni, SACE FCT che opera nel factoring, e SACE SRV, specializzata nelle attività di *data collection* e di gestione del patrimonio informativo.



SACE RISK MAP & EXPORT MAP

La SACE Risk Map mostra il livello di rischio di credito in ciascun Paese come media del rischio di credito verso le controparti sovrane, corporate e bancarie mentre la SACE Export Map, attraverso l'Export Opportunity Index, identifica le migliori opportunità per le esportazioni italiane nel mondo.

Qual è il livello di rischio di credito della Cina (100 risk max)?

- A. 28
- B. 51
- C. 72



A quanto ammonta l'Export Opportunity Index dell'India (100 max export index)?

- A. 33
- B. 54
- C. 81



[link SACE - Risk & Export map](#)

[link SACE - Doing Export Report 2024](#)

Credit Risk Analysis

Principi ed elementi generali di analisi di bilancio
e metodologia per la valutazione del merito di
credito delle aziende

Credit Risk Analysis

01

ANALISI QUANTITATIVA

Bilancio d'esercizio e l'analisi di bilancio
Lo Stato patrimoniale
Il conto economico
Analisi per indici
Rendiconto finanziario: analisi per flussi
Nota Integrativa
Attendibilità dei dati ricevuti (bilanci *audited* o meno)
Bilancio consolidato
Modello di Riclassifica e *rating*

02

ANALISI QUALITATIVA

Analisi del mercato di riferimento
Peer Analysis (Competitors)
Azionisti di riferimento e analisi sul management
Fonti informative

03

ANALISI PROSPETTICA

Dall'analisi storica a quella prospettica
Business Plan e principali indici
Sensitivity Analysis (Stress Test)

04

CASE STUDIES

Case Study 1: settore Food
Case Study 2: settore Cartario
Conclusioni

ANALISI QUANTITATIVA

Il Bilancio d'esercizio e l'analisi di bilancio

Cos'è

L'insieme dei documenti contabili che un'impresa deve redigere periodicamente, ai sensi di legge, allo scopo di accertare in modo chiaro, veritiero e corretto la propria situazione patrimoniale e finanziaria, al termine del periodo amministrativo di riferimento, nonché il risultato economico dell'esercizio

A cosa serve

Funzione di controllo:

- obblighi contabili e fiscali previsti dall'ordinamento
- strumento con il quale i soci controllano l'operato degli amministratori

Funzione conoscitiva: mette a disposizione di operatori esterni ed interni all'impresa (fornitori, creditori, risparmiatori, analisti finanziari, dipendenti) informazioni sull'andamento dell'impresa

Come è fatto

Stato Patrimoniale
Conto Economico
Rendiconto finanziario
Nota Integrativa,
Relazione sulla gestione

ANALISI QUANTITATIVA

Il Bilancio d'esercizio e l'analisi di bilancio

Può essere definita come una tecnica con cui si persegue il raggiungimento di una più facile lettura delle dinamiche aziendali, al fine di favorire il confronto dei dati nel tempo e nello spazio attraverso una diversa riaggregazione dei dati presenti in bilancio che consenta la determinazione di una serie di risultati intermedi ed indici

L'attività di analisi si compone di tre passaggi:

La Riclassifica

L'analisi per indici

L'analisi per flussi

ANALISI QUANTITATIVA

Lo Stato Patrimoniale

È il prospetto prescritto dalla legge atto a descrivere **quantitativamente la composizione del patrimonio aziendale**. La sua configurazione a sezioni contrapposte mette in risalto da un lato le Fonti (Passivo), ovvero come l'impresa sia finanziata; dall'altro gli Impieghi (Attivo), cioè come il capitale raccolto sia stato investito.

La riclassifica secondo il criterio finanziario persegue la finalità di riaggregare le poste patrimoniali in funzione della loro scadenza in modo da esprimere l'equilibrio temporale tra gli investimenti e le fonti di finanziamento.

ATTIVO	PASSIVO
Attivo Fisso <ul style="list-style-type: none">- Imm. Materiali- Imm. Immateriali- Imm. Finanziarie- Altro	Patrimonio Netto <ul style="list-style-type: none">- Capitale Sociale- Riserve- Utili accantonati- Utile di esercizio- <i>Minority</i> Passivo non corrente <ul style="list-style-type: none">- Debiti finanziari a MLT (banche, altro)- Debiti commerciali a MLT- Altri debiti
Attivo circolante <ul style="list-style-type: none">- Disponibilità- A.F. non imm.- Crediti commerciali- Crediti diversi- Magazzino	Passivo Corrente <ul style="list-style-type: none">- Debiti finanziari a BT (banche, quota a breve termine di finanziamenti a MLT, altro)- Debiti commerciali- Debiti diversi
Ratei e risconti attivi	Ratei e risconti passivi Fondo per rischi e oneri TFR

ANALISI QUANTITATIVA

Il Conto Economico

Il conto economico è la parte del bilancio di esercizio che **riassume i ricavi e i costi in cui una azienda incorre** in uno specifico periodo di tempo (trimestre, semestre, anno).

Mostra la capacità di un'azienda di generare profitti aumentando i ricavi, riducendo i costi e gestendo in modo adeguato il *funding*.

Valore della produzione	}	GESTIONE CARATTERISTICA
+ Ricavi delle vendite		
+ Variazione lavori in corso		
+ Altri ricavi operativi		
Costi della produzione		
- Costo del venduto		
- Costi per il personale		
- Altri costi operativi		
EBITDA		
- Ammortamenti		
- Accantonamenti		
EBIT	}	GESTIONE FINANZIARIA
Proventi e oneri Finanziari		
+ Interessi Attivi		
- Interessi Passivi		
+/- Altri proventi/oneri finanziari	}	GESTIONE STRAORDINARIA
Proventi e oneri Straordinari		
+ Plusvalenze		
- Minusvalenze		
+/- Altri proventi/oneri straordinari		
Risultato prima delle imposte		
- Imposte sul reddito		
Utile (perdita) dell'esercizio		

ANALISI QUANTITATIVA

Analisi per indici

SOLIDITA' PATRIMONIALE



- Leverage (debiti totali/PN)
- Gearing (debiti finanziari/PN)
- Margini di struttura

EQUILIBRIO FINANZIARIO



- Posizione Finanziaria Netta (PFN)
- PFN/EBITDA
- ICR (EBIT/interessi passivi)
- Asset turnover (fatturato/TA)

LIQUIDITA'



- Current Ratio (Attivo corrente/Passivo Corrente)
- Quick Ratio
- Capitale circolante netto (Attività correnti (non finanziarie)-Passività correnti (non finanziarie))
- Indici di rotazione (DSO, DPO)

REDDITIVITA' AZIENDALE



- EBITDA
- EBITDA/Ricavi (EBITDA Margin)
- ROE (utile/PN) e ROA (EBIT/TA)

ANALISI QUANTITATIVA

Nota Integrativa

La Nota Integrativa è un documento che **accompagna il bilancio e fornisce informazioni quali-quantitative e di maggiore dettaglio sullo Stato Patrimoniale e sul Conto Economico**. Completa i due schemi contabili con informazioni che motivano e chiariscono i criteri di valutazione utilizzati dagli amministratori per determinate voci. Inoltre:

- ✓ Descrive e informa i destinatari del bilancio sull'origine e le caratteristiche dei valori quantitativi
- ✓ Evidenzia la modalità con cui si è svolta la gestione
- ✓ Completa i dati dei prospetti contabili (stato patrimoniale e conto economico), fornendo ulteriori informazioni quantitative e descrittive
- ✓ Riporta eventuali considerazioni del revisore rispetto alla corretta esposizione dei dati di bilancio

ANALISI QUANTITATIVA

Il Rendiconto Finanziario e l'analisi

Il rendiconto finanziario (o *cash flow*) rappresenta l'**ammontare delle risorse finanziarie nette prodotte dall'impresa in un anno**, come differenza tra tutte le entrate e tutte le uscite generate. È una componente dell'autofinanziamento dell'azienda.

Nell'analisi del *cash flow* l'analista focalizza la sua analisi su 3 valori assoluti:

- **Cash flow operativo:** Capacità dell'azienda di generare cassa con la sua attività operativa (gestione corretta del circolante, margini operativi positivi, ecc.)
- **Free Cash Flow: Cash flow operativo – CAPEX – Dividendi**
Capacità dell'azienda di autofinanziare la sua attività di investimento e garantire un ritorno all'azionista.
- **Cash flow da attività di investimento:** Indicatore della strategia di funding dell'azienda.

+ Utile netto/(Perdita)
+ <u>Rettifiche per elementi non monetari:</u> Ammortamenti Accantonamenti
+ <u>Variazioni del CCN:</u> +/- Decremento/(incremento) delle rimanenze +/- Decremento/(incremento) dei crediti +/- Incremento/(decremento) dei debiti
= FLUSSO DI CASSA DA ATTIVITA' OPERATIVE
- Investimenti in immobilizzazioni + Valore di realizzo di immobilizzazioni dismesse
= FLUSSO DI CASSA DA ATTIVITA' DI INVESTIMENTO
+/- Movimenti sui finanziamenti - Dividendi pagati + Apporto soci
= FLUSSO DI CASSA DA ATTIVITA' FINANZIARIA

ANALISI QUANTITATIVA

Il Rendiconto Finanziario e l'analisi per flussi



Capacità dell'azienda di generare cassa con la sua attività operativa (gestione corretta del circolante, margini operativi positivi, ecc.)



Capacità dell'azienda di autofinanziare la sua attività di investimento e garantire un ritorno all'azionista



Indicatore della strategia di funding dell'azienda

ANALISI QUANTITATIVA

Il Bilancio Consolidato

Rappresenta la situazione economica, patrimoniale e finanziaria di un intero gruppo, considerato come fosse un'unica impresa. Si definisce "gruppo" l'insieme di imprese controllate da una di esse, detta capogruppo (holding). L'elemento caratterizzante, quindi nella configurazione del gruppo, è il controllo.

La holding redige il bilancio consolidato mediante il consolidamento dei valori delle attività, delle passività, dei costi, dei ricavi e dei flussi finanziari delle imprese controllate direttamente e indirettamente dalla controllante e con l'eliminazione delle partite infragruppo.

- **A cosa serve:** funzione informativa, ovvero fornisce dati utili ai terzi, ai soci ed al controllo di gestione, che non emergono con altrettanta immediatezza dai singoli bilanci d'esercizio delle imprese che compongono il gruppo stesso.

Il bilancio consolidato è un documento pubblico ma non ha forza legale (non permette cioè la distribuzione di dividendi che devono essere deliberati sulla base dei singoli bilanci di esercizio delle società del Gruppo) e non ha valenza fiscale (solo l'opzione al "Consolidato Fiscale", ai sensi degli artt. 117-129 TUIR, permette una particolare forma di tassazione di gruppo).



ANALISI QUANTITATIVA

Modello di riclassifica e rating

Foglio di calcolo: Spreadsheet

Foglio di calcolo: Scoring

Rating

Stato Patrimoniale

Conto economico

Variabili Quantitative



Variabili Qualitative

Shareholders
Market Share
Anni di attività
...

Variabili Quantitative

Patrimonializzazione
Margini e Marginalità
Indebitamento Finanziario
...

Cash Flow

Ratios e Indicatori



Quale fra i seguenti è un indice di solidità patrimoniale?

- a) EBITDA
- b) Current Ratio
- c) Gearing
- d) PFN/EBITDA



ANALISI QUALITATIVA

Fonti Informative

I report degli **information provider** sono indispensabili ai fini della valutazione del rischio di credito del corporate. Le informazioni in essi contenute permettono di verificare:

- Status del corporate
- Anni di business
- Settore di appartenenza
- *Shareholders* e *management*
- Attività di import / export con indicazione della relativa quota e dei Paesi di riferimento
- Principali banche di relazione
- Affidabilità del corporate (in alcuni casi contengono dati finanziari del corporate)
- Regolarità nei pagamenti
- Assenza di pregiudizievoli e procedure esecutive in corso



Nel caso di *large corporate* che possiedono *rating ufficiale*, sono disponibili i report delle principali agenzie di rating (**S&P's**, **Fitch**, **Moody's**) che contengono l'analisi quantitativa e qualitativa del corporate, le modalità di attribuzione del rating, e pertanto forniscono ulteriori elementi ai fini della valutazione del merito di credito della controparte.

ANALISI QUALITATIVA

Track-record ed esposizione con il Gruppo SACE

Ai fini della valutazione del corporate, assume importanza **l'esperienza che il Gruppo SACE ha maturato con la controparte** nel corso degli anni.

- **Track-record con il Gruppo SACE**

- A. Verifica sulla presenza di precedenti operazioni;
- B. Regolarità nei pagamenti (eventuali mancati incassi o sinistri);
- C. Ammontare degli importi scaduti e onorati

- **Track-record con altre ECAs** (Coface, Euler Hermes, Cesce, ecc.)

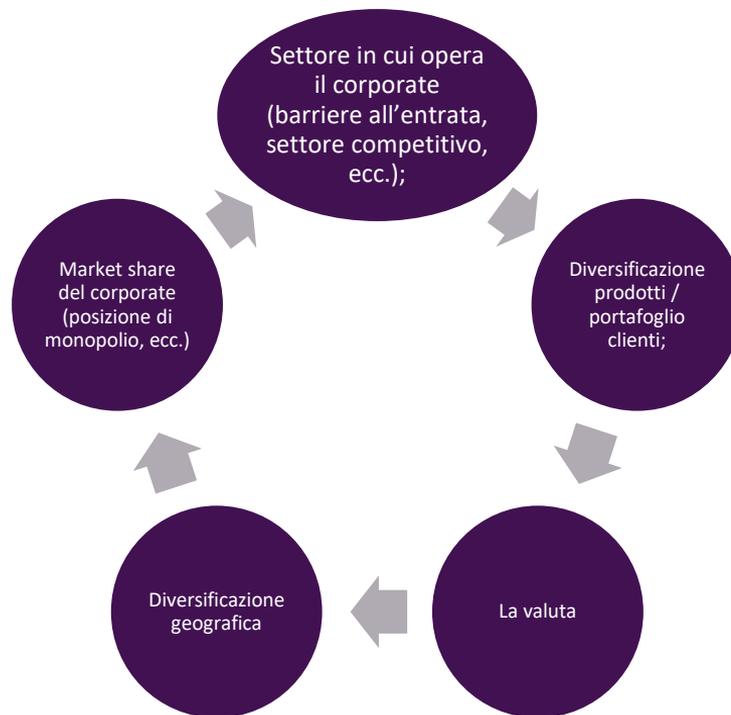
- **Referenze bancarie**

In caso di precedenti operazioni in essere verso lo stesso corporate, diventa **fondamentale verificare l'esposizione del Gruppo SACE verso il nominativo**, ovvero gli impegni assunti e non ancora rientrati della controparte.

ANALISI QUALITATIVA

Il contesto di business e i fattori competitivi

Il **vantaggio competitivo** è rappresentato da tutti quei fattori o caratteristiche che permettono ad un'impresa di competere in modo più efficace rispetto agli altri competitor



ANALISI QUALITATIVA

Peer Analysis

È un **confronto delle voci finanziarie e degli indicatori di performance** tra il gruppo di società appartenenti allo stesso settore, con attività identiche o simili nello stesso paese o area geografica

Dati (€/mln)	CLN	Sogefi	PSC	Proma	IMR	Eldor Corporation	SAPA	Stoneridge Inc	Polytec Holding AG	Media
Paese	Italia	Italia	Italia	Italia	Italia	Italia	Italia	USA	Austria	
Vdp	1.582	1.700	651	601	354	330	295	687	676	
EBITDA	146	169	70	79	48,6	58	35	71	82	
%	9%	10%	11%	13%	14%	18%	12%	10%	12%	12%
PN	244	207	106	144	68	98	48	203	218	
PFN	346	266	133	75	148,5	181	71	53	79	
PFN/EBITDA	2,4	1,6	1,9	0,9	3,1	3,1	2,0	0,7	1,0	1,9
PFN/PN	1,4	1,3	1,3	0,5	2,2	1,8	1,5	0,3	0,4	1,2
Rating SACE	nd	BB+	BB	BB-	B+	BB-	BB-	nd	nd	
Rating S&P	-	-	-	-	-	-	-	BB	-	

ANALISI QUALITATIVA

Azionisti di riferimento e analisi sul management

Shareholders

- ✓ Persone fisiche o persone giuridiche e quota di partecipazione
- ✓ Qualità
- ✓ Supporto

Management

- ✓ Esperienza nel settore e nel ruolo specifico
- ✓ Conoscenza dell'impresa e del suo business
- ✓ Eventuale provenienza da altre realtà aziendali e track-record professionale
- ✓ Stabilità
- ✓ Trasparenza



Il giudizio sul management del corporate può avere un impatto rilevante sulla fattibilità dell'operazione oggetto di analisi. Capacità e affidabilità del management sono constatabili mediante visite aziendali dalle quali è possibile ottenere impressioni sulla persona e sulla trasparenza delle informazioni fornite.

Quale fra questi elementi qualitativi ha un impatto positivo sulla valutazione del merito creditizio?

- a) Supporto azionario
- b) Scarsa diversificazione del fatturato
- c) Breve durata dei contratti con i clienti
- d) Nessuna delle precedenti



ANALISI PROSPETTICA

IL Business Plan

E' il documento che **riepiloga il progetto imprenditoriale, le linee strategiche, gli obiettivi** e la pianificazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'impresa.

La valutazione del BP si focalizza su:

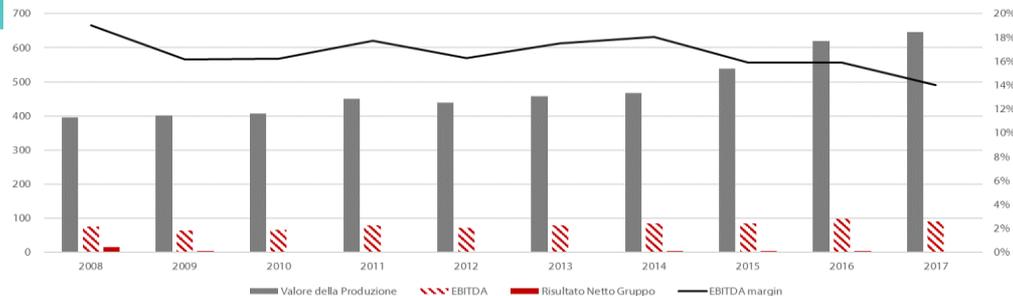
- Analisi e verifica della ragionevolezza/sostenibilità delle **assumption di base**;
- Analisi dell'andamento economico proposto e della capacità di **generazione di cassa** futura stimata;
- Analisi delle **scadenze del debito** con la relativa sostenibilità;
- Predisposizione di **sensitivity analysis** mediante la variazione dei livelli delle principali variabili che costituiscono il BP



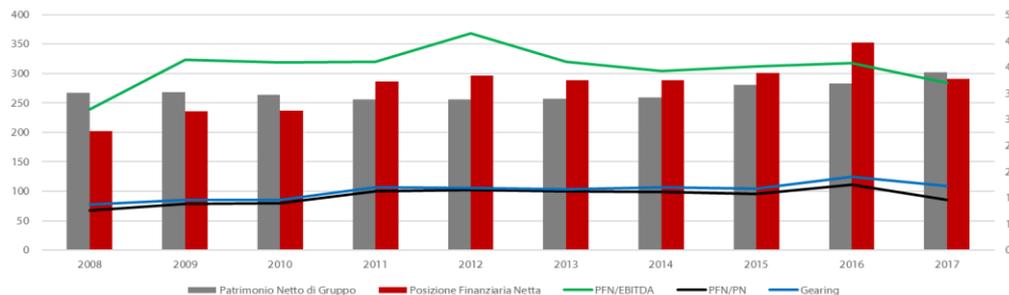
ANALISI PROSPETTICA

Dall'analisi storica a quella prospettiva

CONTO ECONOMICO



STATO PATRIMONIALE



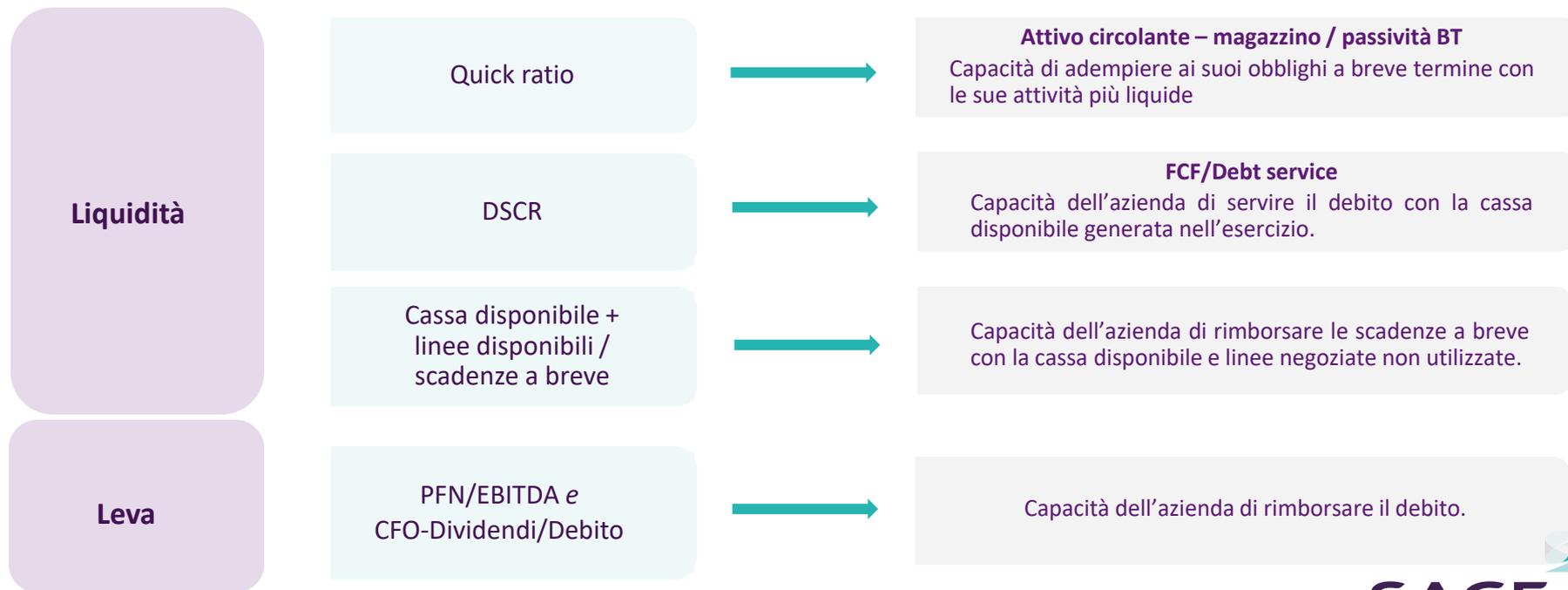
L'analisi della *performance* storica consente di:

- ✓ studiare l'andamento della controparte in relazione alla volatilità di mercato
- ✓ di individuare le potenziali leve su cui basare l'analisi prospettica
- ✓ verificare l'attendibilità del piano e l'elasticità di cassa

ANALISI PROSPETTICA

Gli indici di bancabilità

Il rendiconto finanziario permette il calcolo degli indici che completano l'analisi della liquidità e della sostenibilità del debito di una azienda, cioè **l'analisi di bancabilità**.



ANALISI PROSPETTICA

Sensitivity Analysis (Stress Test)

Rappresenta l'analisi dei risultati di **stress test rispetto al «base case» del Business Plan**. In generale serve a verificare la sostenibilità del piano e gli effetti economici e finanziari al cambiare di alcune variabili del piano stesso.



Qual è l'indicazione fornita dal Debt Service Coverage ratio (DSCR)?

- a) Robustezza patrimoniale
- b) Redditività
- c) Capacità di servire il debito
- d) Capacità di sostenere le CAPEX





CASE STUDY 1 : Food (1/2)

Azienda alimentare italiana specializzata nella produzione e distribuzione di gelati, croissanterie surgelata e dolci da ricorrenza

Analisi Storica

STATO PATRIMONIALE									
ATTIVO €/mln					PASSIVO €/mln				
	2022	%	2021	%		2022	%	2021	%
Attivo fisso	180,6	50	188,5	53	Patrimonio Netto	147,3	41	142,2	40
Attivo circolante	176,4	49	167,5	47	Passivo consolidato	83,5	23	98,7	28
di cui Cassa	37,3		35,1		di cui debiti fin. MLT	73,6		89,1	
Altro	1,4	1	0,7		Passivo Corrente	127,6	36	115,8	7
					di cui debiti fin. BT	35,7		24	
TOTALE ATTIVO	358,4	100	356,7	100	TOTALE PASSIVO	358,4	100	356,7	100

Indice Primario

0,8



Leverage

1,4



Indice Secondario

1,3



PFN

72

- Patrimonializzazione adeguata al 41% con margine di struttura positivo a livello secondario
- Indebitamento finanziario sostenibile sia in rapporto al PN che alla redditività
- Redditività stabile all'8%
- Change in cash positivo nonostante il flusso di cassa assorbito dalle Capex e dal rimborso dei finanziamenti

CONTO ECONOMICO in €/mln	2022	%	2021	%
Valore della Produzione	499,2	100	398,9	100
Ricavi	481,6		387,5	
Costi di Produzione	459,8		368,9	
EBITDA	39,4	8	30	8
Amm. e Acc.	35		30	
EBIT	4,4	1	-0,6	-
Proventi e oneri finanziari	-1		-1	
Proventi e oneri Straordinari	1,5		0	
RISULTATO NETTO	5,5	1	5,3	1
RENDICONTO FINANZIARIO in €/mln	2022		2021	
FLUSSO DI CASSA OPERATIVO	27,7		28,2	
FLUSSO DI CASSA DA INVESTIMENTO	-19,7		-19,7	
FLUSSO DI CASSA da ATTIVITA' DI FINANZIAMENTO	-5,8		-2,5	
NET CASH FLOW	2,2		6	

Redditività

8%



PFN/EBITDA

1,8



Net Cash Flow

+2,2 €/mln



CASE STUDY 1 : Food (2/2)

Analisi Prospettica

CONTO ECONOMICO

in €/mln	2023	2024	2025	2026
Ricavi	510,0	531,0	551,0	575,0
Altri	10,0	5,0	5,0	5,0
Ricavi	520,0	536,0	556,0	580,0
%	4%	3%	4%	4%
Costi operativi	470	480	496	517
Personale				
Totale costi di gestione	470,0	480	496	517
EBITDA	50,0	56,0	60,1	63,1
%	10%	10%	11%	11%
Ammortamenti e Accantonamenti	34	34	32,5	33
EBIT	16,0	22,0	27,5	30,0
%	3%	4%	5%	5%
Proventi e oneri finanziari	-3,5	-3	-2	-1,5
Proventi e oneri straordinari	0	0	0	0
EBT	12,5	19,0	25,5	28,5
tax	5	9	10,5	11,5
%EBIT	31%	41%	38%	38%
Utile Netto	7,5	10,0	15,0	17,0

STATO PATRIMONIALE

in €/mln	2023	2024	2025	2026
Attivo Fisso	195,0	200,0	210,0	205,0
Magazzino	49,8	55,0	57,0	59,0
Crediti commerciali	70,0	70,0	73,0	76,0
Debiti Commerciali	-68,0	-68,0	-72,0	-76,0
Altre attività	12,0	12,0	12,0	12,0
Altre passività	-25,0	-27,0	-29,0	-30,0
Capitale Circolante Netto (CCN)	38,8	42,0	43,0	41,0
Fondi	-12,0	-12,0	-12,0	-12,0
%Vdp	2%	2%	2%	2%
Capitale Investito Netto (CIN)	221,8	230,0	239,0	234,0
%Vdp	0,4	0,4	0,4	0,4
CS	21,6	21,6	21,6	21,6
Riserve				
utile	7,5	10,0	15,0	17,0
PN	151,7	157,2	166,3	177,3
Cassa e titoli	19,0	1,3	0,0	5,5
Crediti finanziari	0,0	0,0	0,0	0,0
Altri finanziamenti a breve	0,1	0,0	0,8	0,2
PFN BT	-18,9	-1,3	0,8	-5,3
Mutui a medio lungo	89,0	74,0	72,0	62,0
PFN MLT	89,0	74,0	72,0	62,0
PFN	70,1	72,8	72,8	56,7
CIN	221,8	230,0	239,0	234,0
check	0	0	0	0

RENDICONTO FINANZIARIO

in €/mln	2023	2024	2025	2026
EBITDA	50,0	56,0	60,1	63,1
Amm e svalutazioni	-34,0	-34,0	-32,5	-33,0
Imposte	-5,0	-9,0	-10,5	-11,5
Δ Fondi TFR	-2,8	0,0	0,0	0,0
Δ Capitale circolante	7,4	-3,3	1,0	0,0
Altro	9,2	3,0	0,4	1,9
Operating Cash Flow	24,9	12,8	18,5	20,5
Disinvestimenti			2,5	6,3
CAPEX	-16,7	-18,0	-3,0	-3,0
FREE CASH FLOW	8,2	-5,2	18,0	23,7
Nuovi Finanziamenti		30,0	20,8	9,3
Linea SACE	15,0			
CADS	23,2	24,8	38,7	33,0
Interessi	-3,5	-3,0	-2,0	-1,5
Rimborsi	-35,0	-35,0	-32,0	-20,0
Debt Service	-38,5	-38,0	-34,0	-21,5
Proventi e oneri straordinari	0	0	0	0
Dividendi	-3	-4,5	-6	-6
NET CASH FLOW	-18,3	-17,7	-1,3	5,5

INDICI

in €/mln	2023	2024	2025	2026
DSCR	0,6	0,7	1,1	1,5
DSCR Adjusted	1,57	1,15	1,2	1,5
PFN/EBITDA	1,40	1,30	1,21	0,90
PFN/PN	0,46	0,46	0,44	0,32
Payout ratio	55%	60%	60%	40%

CASE STUDY 2 : Cartario (1/2)

Azienda attiva nella produzione e commercializzazione di carta tissue, quindi carta utilizzata per uso igienico o domestico, in casa e fuori casa (carta igienica, asciugatutto, tovaglioli, fazzoletti, veline).



Analisi Storica

STATO PATRIMONIALE									
ATTIVO €/mln				PASSIVO €/mln					
	2022		2021		2022		2021		
Attivo fisso	2.113	77%	2.263	79%	Patrimonio Netto	842	31%	750	26%
Attivo circolante	632	23%	595	21%	Passivo consolidato	789	29%	1.252	44%
di cui Cassa	81,1		32,7		di cui debiti fin. MLT	681,8		1.159	
Altro	10,7	0%	15,7	1%	Passivo Corrente	1.125	41%	872	30%
					di cui debiti fin. BT	573		321	
TOTALE ATTIVO	2.756	100%	2.874	100%	TOTALE PASSIVO	2.756	100%	2.874	100%

Indice Primario

0,4



Leverage

2,2



Indice Secondario

0,77



PFN

1.173

- Indici di struttura negativi sia a livello primario quanto secondario;
- Indici di leva sostenibili rispetto a patrimonio e redditività;
- Forte variazione della marginalità, impattata dall'andamento dei prezzi della cellulosa;
- Change in cash positivo nonostante il flusso di cassa assorbito dalle Capex e dal rimborso dei finanziamenti

CONTO ECONOMICO in €/mln	2022	%	2021	%
Valore della Produzione	2.204	100	1.943	100
Ricavi	2.172		1.919	
Costi di Produzione	1.947		1.843	
EBITDA	418,3	19	253,9	13
Amm. e Acc.	161,3		153,9	
EBIT	256,9	12	100,1	5
Proventi e oneri finanziari	65,8		49,2	
Proventi e oneri Straordinari	-		-	
RISULTATO NETTO	141	6	43,2	2

RENDICONTO FINANZIARIO in €/mln	2022	2021
FLUSSO DI CASSA OPERATIVO	434,5	136,3
FLUSSO DI CASSA DA INVESTIMENTO	-85,9	-236,9
FLUSSO DI CASSA da ATTIVITA' DI FINANZIAMENTO	-220,7	149,0
NET CASH FLOW	127,9	48,4

Redditività

19%



PFN/EBITDA

2,8



Net Cash Flow

+127,9
€/mln



SACE



CASE STUDY 2 : Cartario (2/2)

Analisi Prospettica

CONTO ECONOMICO

in €/mln	2023	2024	2025
Ricavi	2595,0	2647,0	2700,0
Altri	0,0	0,0	0,0
Ricavi	2595,0	2647,0	2700,0
Costi operativi	2166,6	480	496
Personale			
Totale costi di gestione	2166,6	480,0	496,0
EBITDA	428,4	437,5	445,8
%	17%	17%	17%
Ammortamenti e Accantonamenti	146,9	140,3	135,8
EBIT	281,5	297,2	310,0
%	11%	11%	11%
Proventi e oneri finanziari	-29,5	-22,7	-20,6
Proventi e oneri straordinari	0	0	0
EBT	252,0	274,5	289,4
tax	51,7	56,2	59,3
Utile Netto	200,3	218,3	230,1

STATO PATRIMONIALE

in €/mln	2023	2024	2025
Attivo Fisso	195,0	200,0	210,0
Magazzino	379,7	387,3	395,1
Crediti commerciali	173,7	177,2	180,7
Debiti Commerciali	-485,7	-495,4	-505,3
Altre attività	42,2	42,9	43,8
Altre passività	-20,5	-15,7	-16,4
Capitale Circolante Netto (CCN)	89,4	96,3	97,9
Fondi	-49,6	-50,6	-51,2
%Vdp	2%	2%	2%
Capitale Investito Netto (CIN)	234,8	245,7	256,7
%Vdp	0,1	0,1	0,1
PN	1381,0	1599,0	1829,0

RENDICONTO FINANZIARIO

in €/mln	2023	2024	2025
EBITDA	428,4	437,5	445,8
Imposte	-51,7	-56,2	-59,3
Δ Fondi TFR	34,9	1,0	0,6
Δ Capitale circolante	-43,3	-6,9	-1,6
Altro	9,2	3,0	0,4
Operating Cash Flow	377,5	378,4	385,9
Disinvestimenti	0,0	0,0	0,0
CAPEX	-57,9	-80,2	-250,5
FREE CASH FLOW	319,6	298,2	135,4
Nuovi Finanziamenti		30,0	20,8
Linea SACE	15,0		
CADS	334,6	328,2	156,2
Interessi	-29,5	-22,7	-20,6
Rimborsi	-120,0	-100,0	-350,0
Debt Service	-149,5	-122,7	-370,6
Proventi e oneri straordinari	0	0	0
Dividendi	-30	-30	-30
NET CASH FLOW	155,1	175,5	-244,5

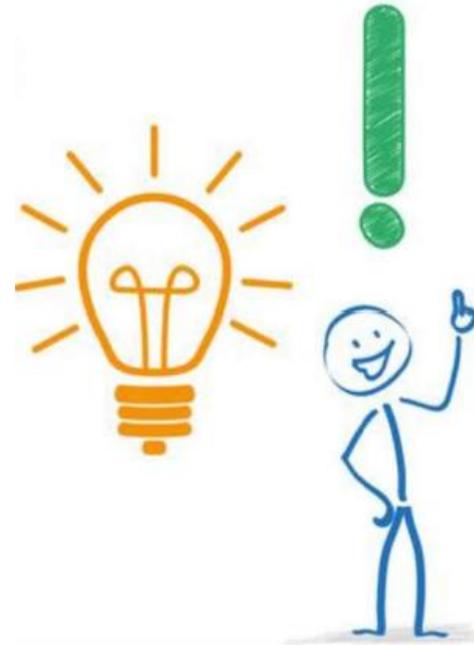
INDICI

in €/mln	2023	2024	2025
DSCR	2,2	2,7	0,4
DSCR Adjusted	2,49	3,04	1,1
PFN/EBITDA	1,31	0,65	0,00
PFN/PN	0,41	0,18	0,00

QUINDI?



Non bisogna mai dare nulla per scontato. E' necessario analizzare bene tutti i dati qualitativi e quantitativi a nostra disposizione e soprattutto avere un approccio prudente ai rischi.



Restructuring

Principi ed elementi generali di crisi d'impresa e
recupero di valore

Restructuring

01

RISTRUTTURAZIONI: INTRODUZIONE

Che cos'è la crisi d'impresa
Alcune definizioni dal codice della crisi
L'importanza del fattore «tempo»
Cause della crisi

03

IL PORTAFOGLIO RESTRUCTURING DI SACE

Alcune definizioni interne
Il portafoglio di SACE in ristrutturazione (e focus sull'operatività «emergenziale»)

02

IL PROCESSO DI RISTRUTTURAZIONE

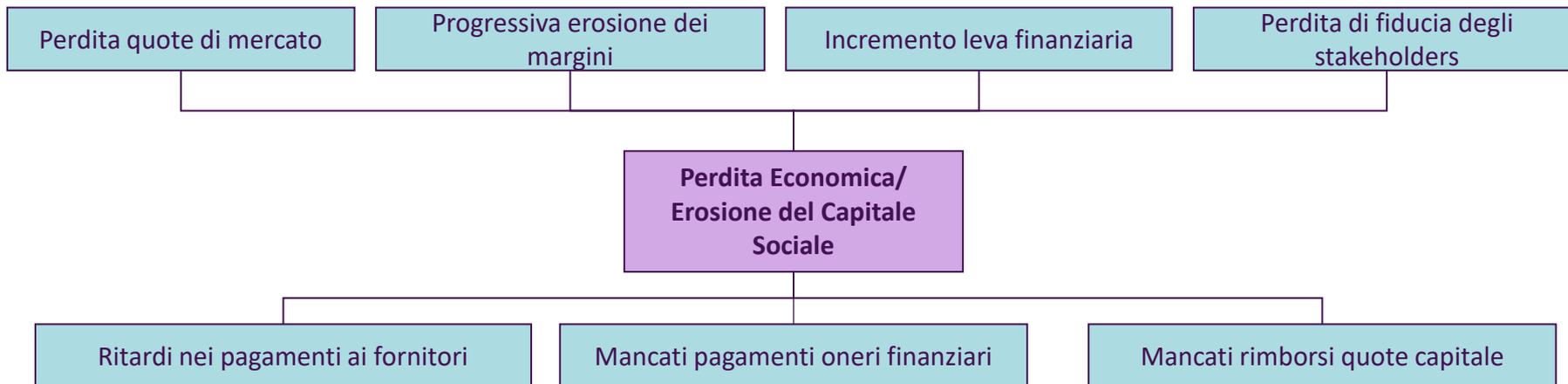
Il processo di ristrutturazione «standard» e gli attori coinvolti
Il duplice ruolo di SACE nelle ristrutturazioni
I valori preservati da SACE
Conclusioni

04

METRICHE ESG NELLE RISTRUTTURAZIONI

Il Net SDG Impact
Il Debt For ESG Swap

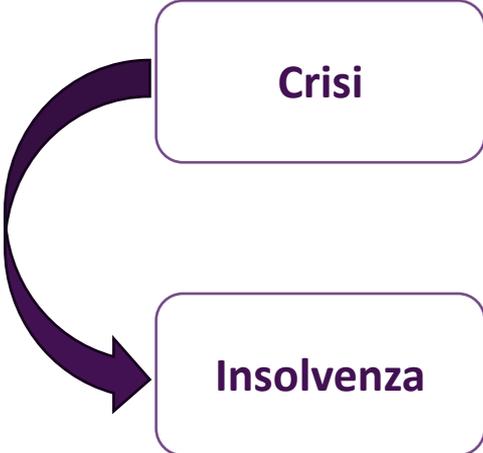
Alcuni aziendalisti parlano della crisi come momento conclusivo di un **ciclo gestionale negativo**, identificandolo con la mancanza di profitti o nella perdita di capitale, risultato di una gestione inefficiente delle risorse aziendali



Altri studiosi utilizzano il termine "crisi" come sinonimo di **insolvenza**; perciò un'impresa entra "in crisi" quando non è in grado di far fronte alle proprie obbligazioni, o meglio, quando vengono meno le condizioni di liquidità e di credito necessarie per adempiere regolarmente e con mezzi normali alle obbligazioni assunte.

RISTRUTTURAZIONI: INTRODUZIONE

Alcune definizioni dal «Codice della Crisi e dell'Insolvenza»



Crisi

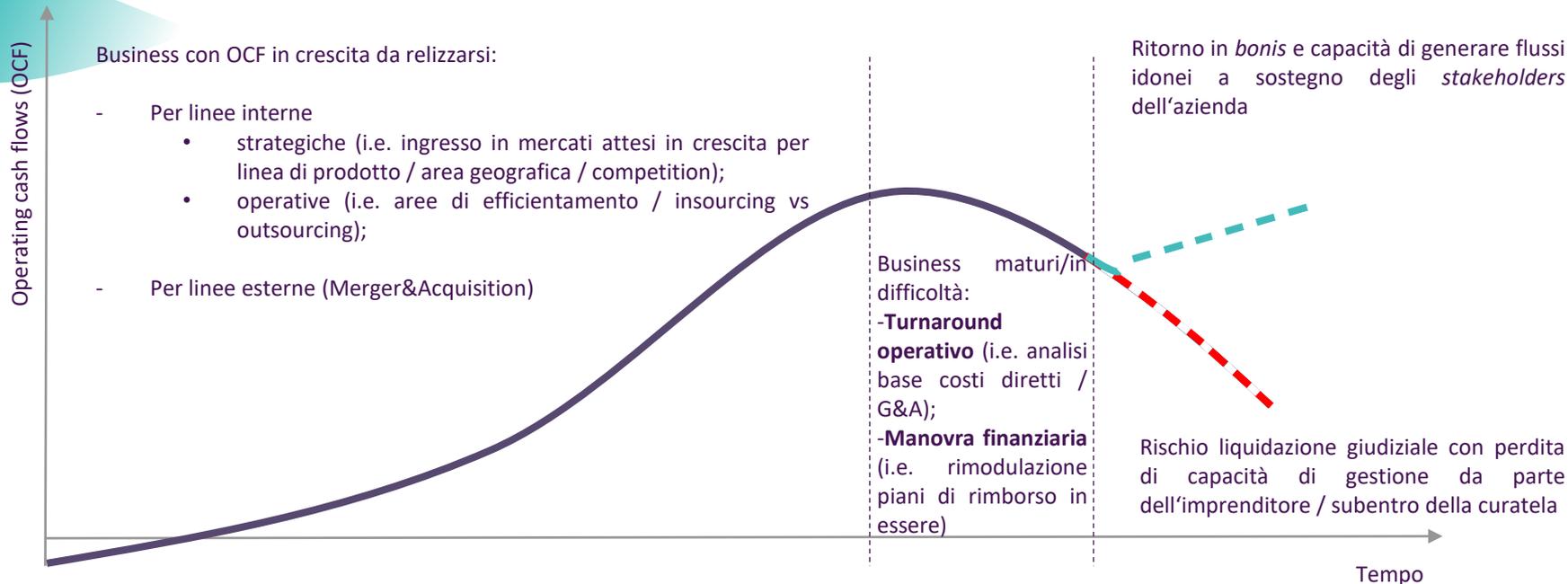
lo stato del debitore che rende probabile l'insolvenza e che si manifesta con l'inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte alle obbligazioni nei successivi dodici mesi

Insolvenza

lo stato del debitore che si manifesta con inadempimenti od altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni;

RISTRUTTURAZIONI: INTRODUZIONE

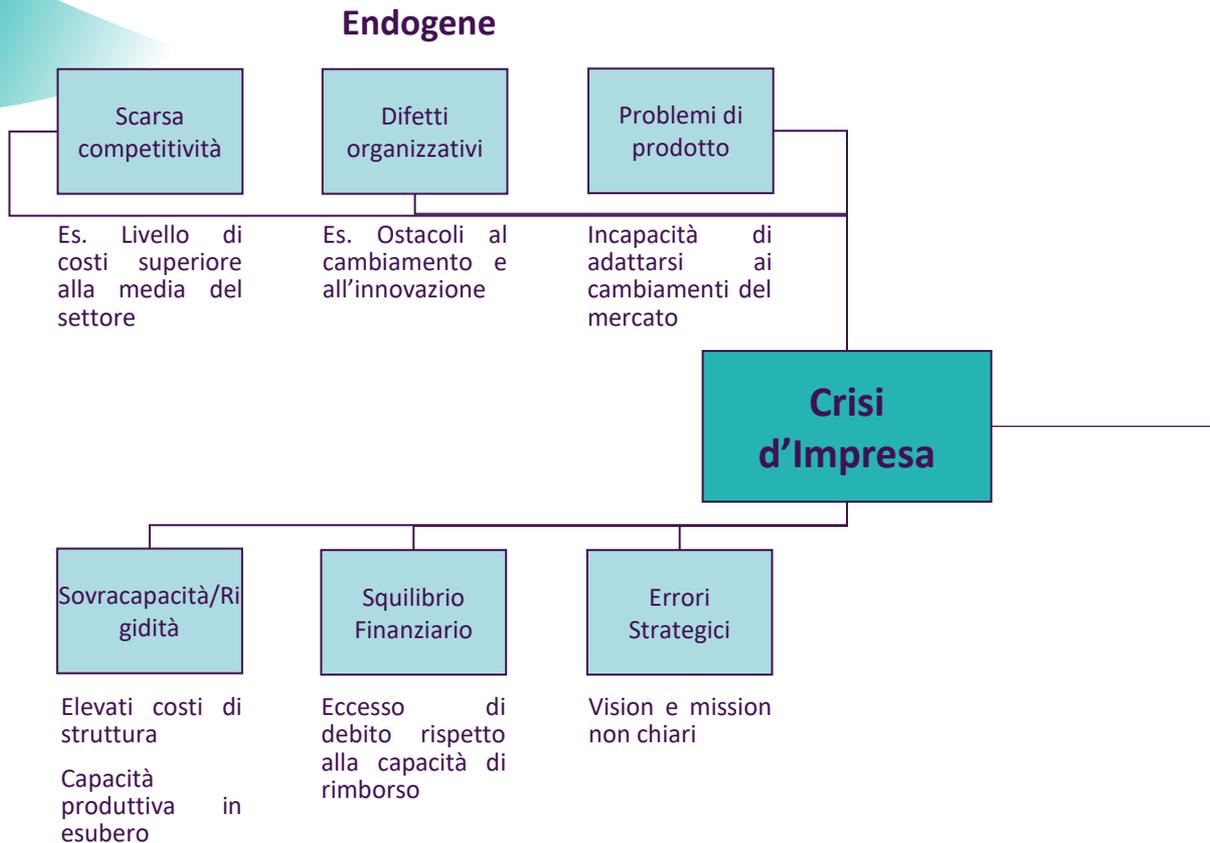
Di fatto la crisi è un fenomeno che può manifestarsi nella vita di qualsiasi impresa, dove la variabile «chiave» da considerare è il «tempo»



L'elemento "chiave" da considerare in contesti *distressed* è relativo al fattore **tempo**. In tali contesti sarà necessario verificare se la "crisi" d'impresa è temporanea/reversibile (ad es. tramite un processo di *turnaround* industriale/finanziario) o permanente/irreversibile (perché il valore degli *assets* è oramai inesorabilmente inferiore al valore delle passività della società). In tale secondo caso sarà opportuno valutare uno scenario di liquidazione (se del caso anche "atomistica") dell'azienda per evitare ulteriori dispersioni di valore.

RISTRUTTURAZIONI: INTRODUZIONE

Alcune delle principali cause della crisi



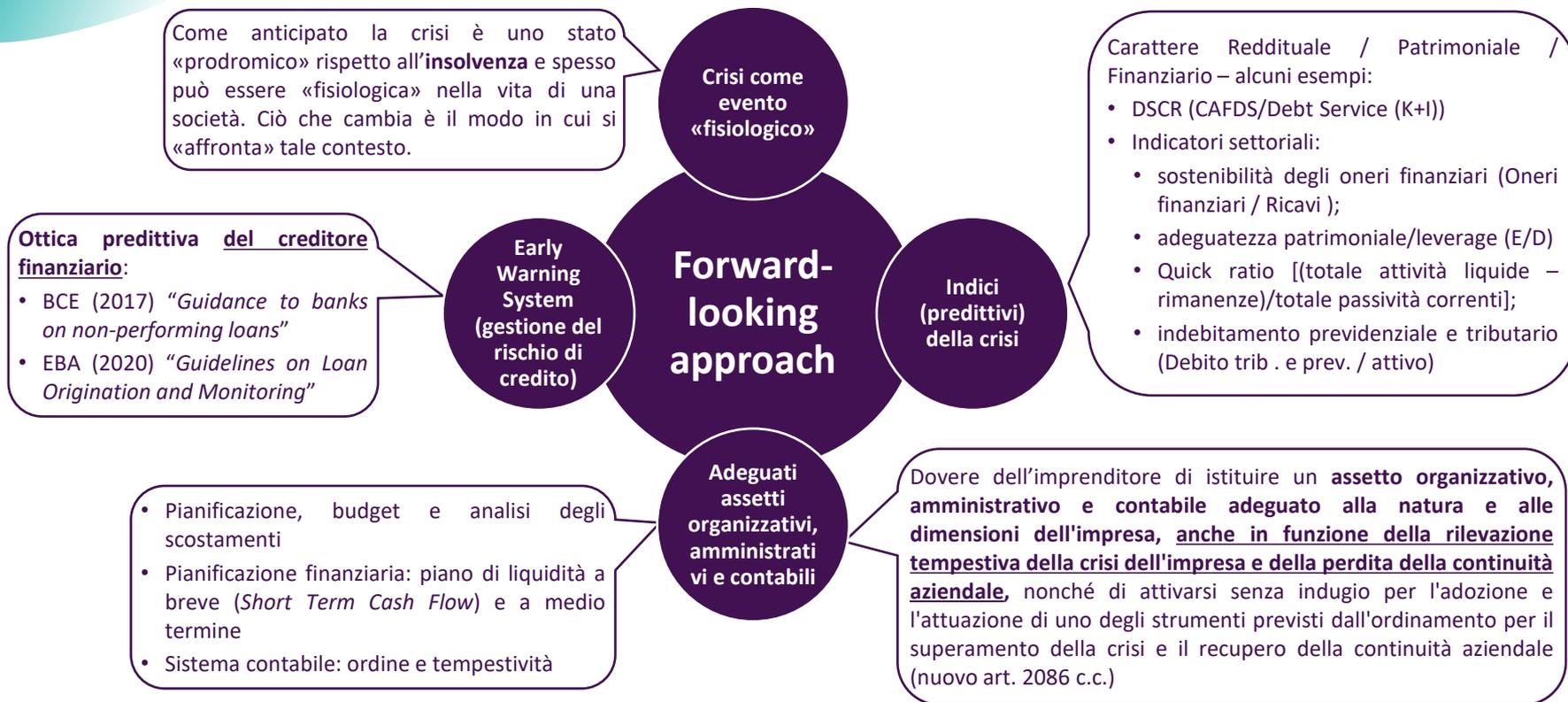
Esogene

Di seguito alcuni esempi:

- Fattori **macro-economici** (es. andamento del PIL di un paese / evoluzione della curva dei tassi di interesse / etc.)
- Fattori **politico-istituzionali** («stabilità» di un paese)
- Contesto **geopolitico** (i.e. eventuali conflitti che possono comportare aggravamenti sulle *supply chain* delle imprese)
- Fattori **ambientali** (es. approccio/idoneità ai target ESG richiesti dal mercato)
- Fattori **infrastrutturali**

RISTRUTTURAZIONI: INTRODUZIONE

L'individuazione tempestiva delle cause e la rapida «presa d'atto» dello stato di crisi da parte dell'imprenditore è dirimente per il going concern della società



IL PROCESSO DI RISTRUTTURAZIONE

Il processo di ristrutturazione «standard»



Con la premessa che ogni percorso di *restructuring* è «a sé stante»; generalmente un processo «virtuoso» di risanamento dell'impresa segue le fasi rappresentate di seguito:

Avvio delle negoziazioni

Presenza di coscienza da parte dell'imprenditore e del management dello «stato di crisi»

Coinvolgimento di advisors (legali e finanziari) ed eventuale richiesta di *standstill* (anche «*de facto*») dal debitore agli istituti di credito

Identificazione percorso di risanamento

Definizione della «strategia di risanamento» (se del caso anche tramite l'utilizzo di uno degli strumenti offerti dalla normativa)

Predisposizione di un *business plan* (identificativo delle «azioni» di risanamento) e di una proposta di manovra finanziaria ai creditori (in base al *Cash Flow At Debt Service* atteso)

Trattative e negoziazioni

Avvio della fase di trattative e negoziazione con i creditori finanziari e non (anche a seguito di approfondimenti sul *BP* ricevuto (ad esempio tramite «*Independent Business Review*»)

Eventuale aggiornamento della documentazione e predisposizione di un *termsheet* / di un accordo di ristrutturazione (giudiziale o stragiudiziale)

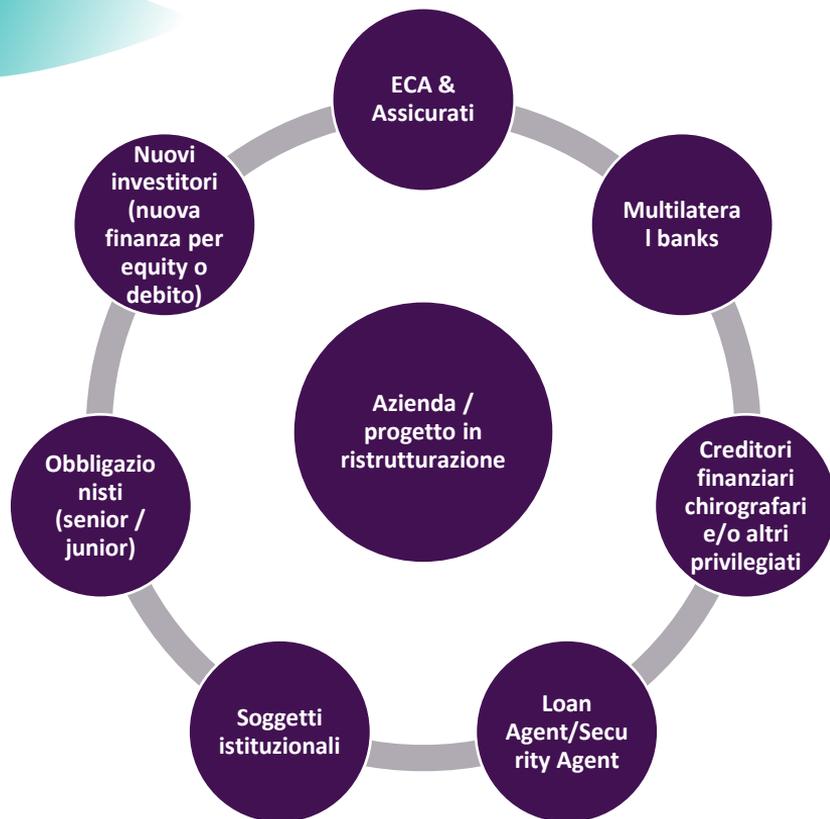
Chiusura del processo/ Post restructuring

Sottoscrizione e dell'accordo di risanamento con i propri creditori (ed identificazione di eventuali *milestone* / *covenant* da rispettare)

Esecuzione e monitoraggio del piano

IL PROCESSO DI RISTRUTTURAZIONE

Nel corso del processo sarà più o meno rilevante (a seconda del contesto specifico) la capacità di riuscire a conciliare una molteplicità di interessi coinvolti

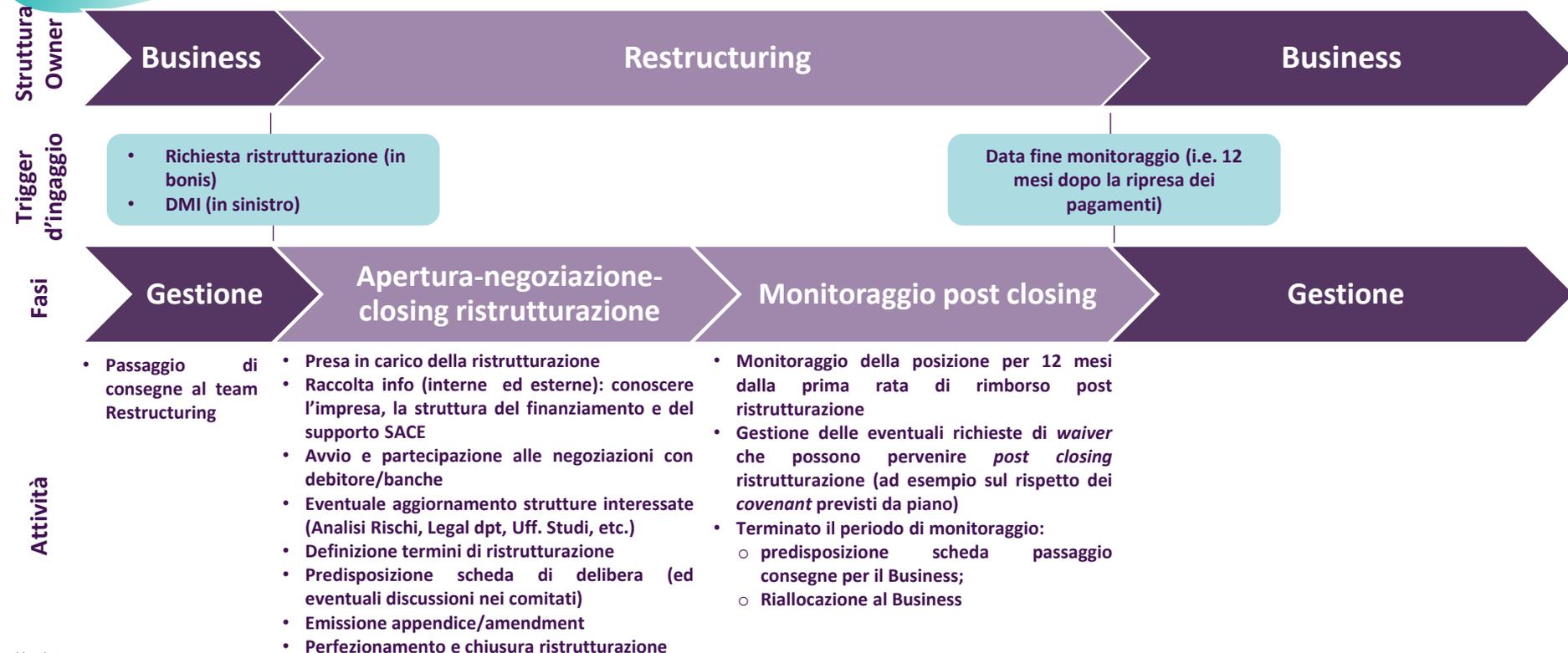


- ✦ Comprendere i **punti di forza e di debolezza della propria posizione creditoria** (natura del credito e peso all'interno della massa debitoria) anche in considerazione della **natura privilegiata del credito nelle procedure italiane***;
- ✦ Avere ben chiaro quali siano le **leve commerciali a disposizione** (relazione, futuro supporto finanziario) per negoziare una proposta migliorativa;
- ✦ Identificare le questioni commerciali considerate rilevanti dal ceto creditorio e sviluppare un accordo tra i creditori sulle questioni principali (**fare fronte comune e agire allineati**);
- ✦ Condurre il processo sulla base del consenso ma, **se necessario, adottare un approccio più determinato**;
- ✦ Avere **aspettative realistiche** su quanto possa essere ottenuto nelle circostanze del caso.

*) ex Art. 9, D. Lgs. 123/1998

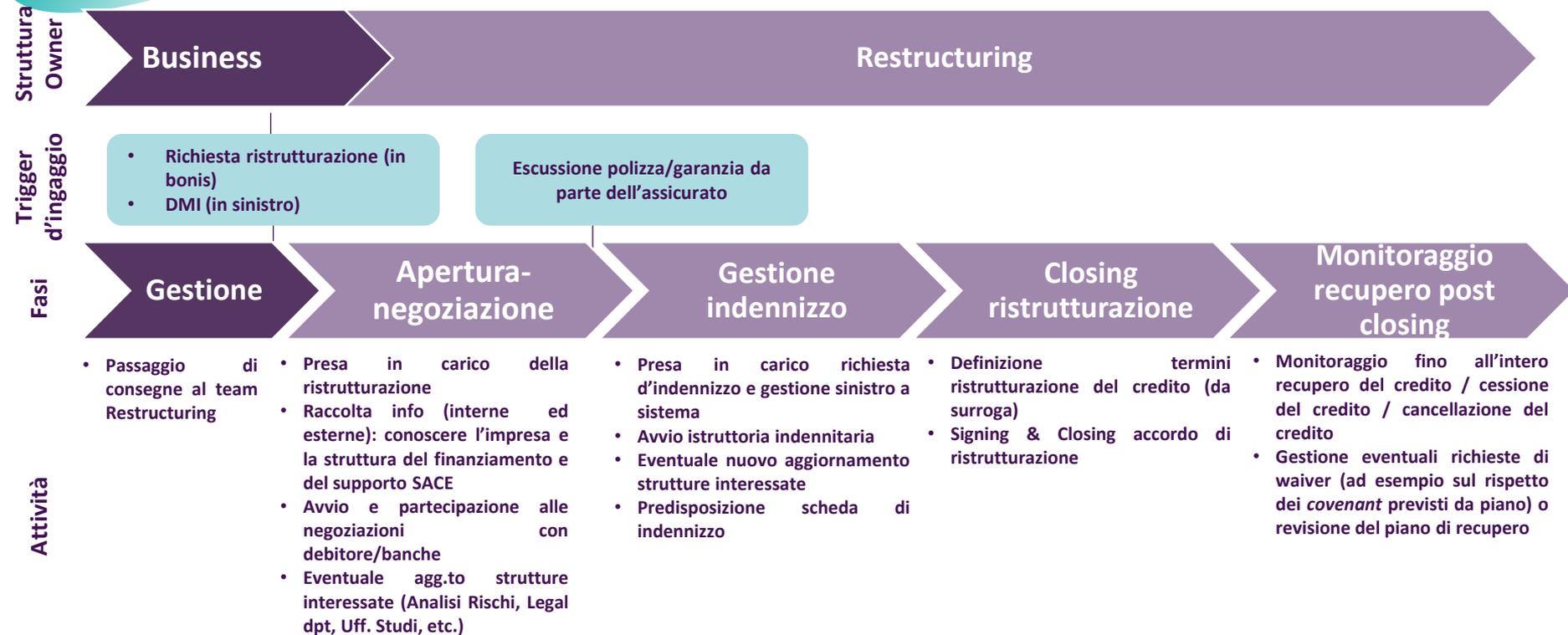
IL PROCESSO DI RISTRUTTURAZIONE

Il duplice ruolo di SACE nelle ristrutturazioni: SACE come garante



IL PROCESSO DI RISTRUTTURAZIONE

Il duplice ruolo di SACE nelle ristrutturazioni: SACE come creditore



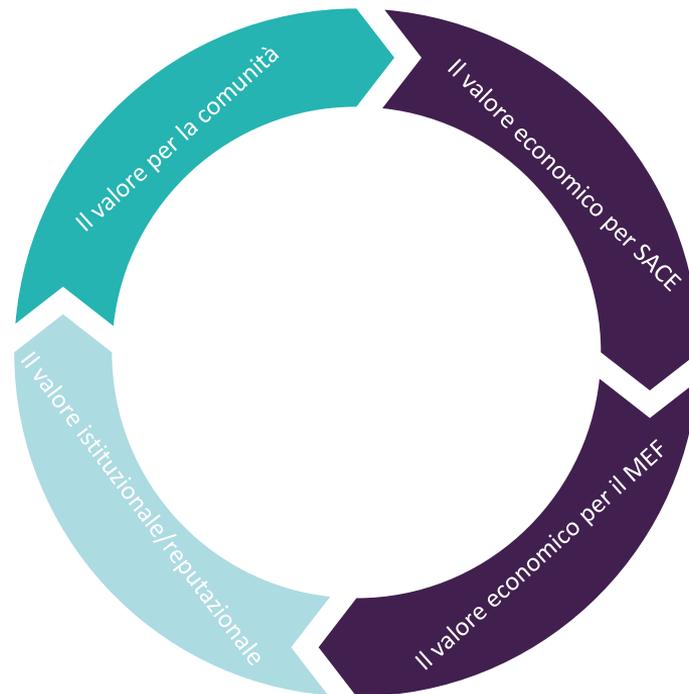
IL PROCESSO DI RISTRUTTURAZIONE

I valori preservati da SACE nelle ristrutturazioni



SACE ha recentemente introdotto nei propri processi di *restructuring* l'inclusione di metriche / strumenti ESG che consentono di portare valore incrementale per la comunità in cui è inserita, come il **Debt 4 ESG Swap** o la **valutazione del Net SDG Impact***

Il ruolo istituzionale di SACE rende possibile l'accesso a canali ulteriori rispetto a quelli ordinariamente percorsi; (ad esempio tramite il contatto con ambasciate o con governi locali) consentendo di **sbloccare situazioni particolarmente intricate**



La presenza di un *team* di restructuring dedicato è volta principalmente a **massimizzare l'impatto economico** per SACE e per il MEF (tramite l'incasso di premi aggiuntivi nei casi di rimodulazione delle garanzie) o a **minimizzare le perdite** nei casi in cui venga escussa e si debba procedere col pagamento degli indennizzi (anche se a volte possono realizzarsi impatti positivi a conto economico anche in questa casistica)

*) Vedasi slides seguenti

IL PROCESSO DI RISTRUTTURAZIONE

Conclusioni: Come ottenere un accordo soddisfacente ed efficace?

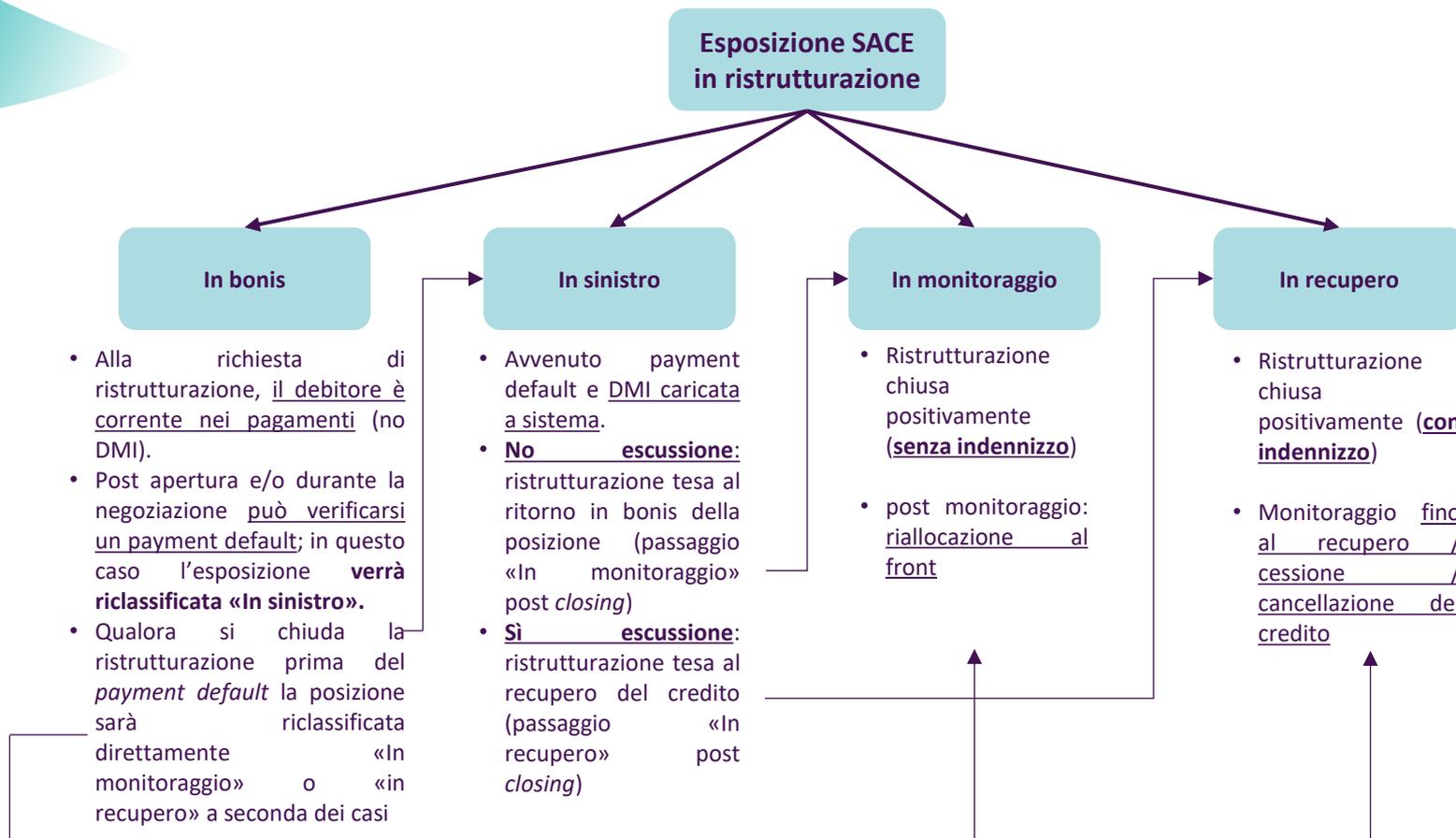


- ✦ **Il successo è un concetto relativo e può essere inteso come risultato di diversi equilibri.** Ciò che può essere considerato un accordo soddisfacente ed efficace da alcune delle parti in causa, può essere ritenuto svantaggioso da altri.
- ✦ **Non esiste ristrutturazione che non possa fallire;** può accadere che le *assumptions* del piano rivelino irrealizzabili e che, pertanto, si renda necessaria una nuova ristrutturazione.
- ✦ **Non esistono linee guida, né tantomeno degli approcci standard da seguire**

Tuttavia, si possono individuare alcuni elementi utili a mitigare i rischi sopramenzionati...



- ✦ Assicurarsi che **il piano venga analizzato in maniera «critica»** (es. Attestazione, IBR, opinion consulente finanziario banche);
- ✦ Impostare un **set di covenant finanziari** (indicatori dinamici, con livelli man mano più stringenti in considerazione di un graduale ritorno alla normalità – es. DSCR; Leverage; Oneri finanziari/EBITDA; etc.);
- ✦ Impostare un'**analisi per scenari** (c.d. sensitivities) e negoziare:
 - ✦ *Mitigant* da attivare al verificarsi di *underperforming* scenario (es. «*Equity commitment*»);
 - ✦ meccanismi di rimborso accelerato in caso di *sovrapformance* (es. *earn out / cash sweep*);
- ✦ Garantire il rispetto della **waterfall** (ad es. in Italia nel rispetto della natura privilegiata dell'eventuale credito da surroga di SACE);
- ✦ Assicurarsi che le classi di creditori omogenee ricevano pari trattamento (c.d. **par condicio creditorum**);
- ✦ Tenere sotto controllo l'**ulteriore indebitamento** (impostare delle soglie / *permitted indebtedness*);
- ✦ Ottenere il **supporto degli azionisti** (la proprietà deve essere **la prima a crederci**);
- ✦ Conferma/irrobustimento dell'eventuale **pacchetto di garanzie** (c.d. «*security package*»);
- ✦ **Eventuale discontinuità** rispetto alla gestione precedente (se ci sono chiare responsabilità manageriali) anche attraverso l'inserimento nella *governance* di un *Chief Restructuring Officer*.

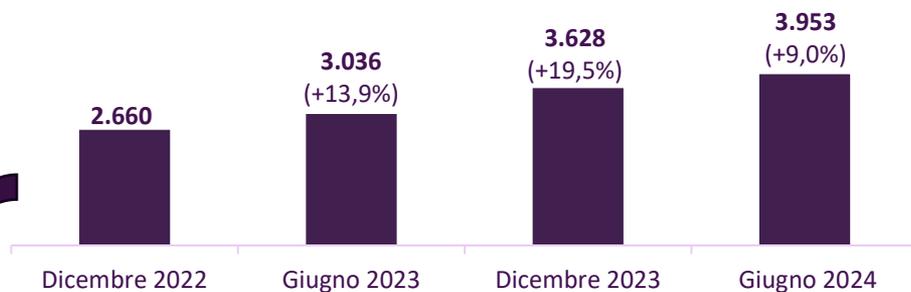


IL PORTAFOGLIO RESTRUCTURING DI SACE

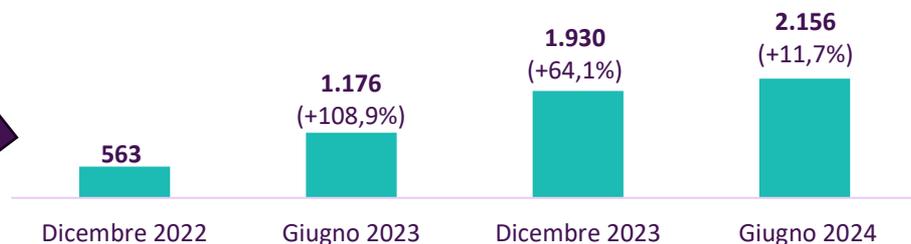
L'esposizione SACE complessiva (e focus sull'operatività «emergenziale»)



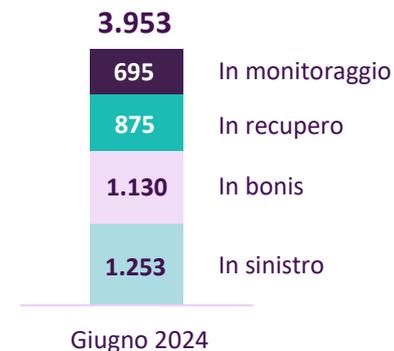
Esposizione SACE in ristrutturazione (Dic22 – Giu24) - €/mln



Drill down operatività «emergenziale» (Dic22 – Giu24) - €/mln



Breakdown esposizione SACE in ristrutturazione Giu24 - €/mln



L'INTRODUZIONE DI METRICHE ESG NELLE RISTRUTTURAZIONI

I «Sustainable Development Goals» delle Nazioni Unite



- I «Sustainable Development Goals» («SDG») sono 17 obiettivi globali che le nazioni unite si sono impegnate a raggiungere entro il 2030.
- Essi riguardano le sfide più urgenti che il mondo deve affrontare, come la povertà, la fame, la salute, l'istruzione, il clima, l'energia, l'ambiente, la pace e la giustizia.
- **Ogni obiettivo ha una serie di indicatori e di target specifici da monitorare e da realizzare.**
- Il concetto di «sviluppo sostenibile» si basa sull'idea che le attuali generazioni devono soddisfare i propri bisogni senza compromettere la capacità delle future generazioni di fare lo stesso.
- Ciò implica un equilibrio tra le dimensioni economica, sociale e ambientale dello sviluppo.
- I SDG sono il risultato di un ampio processo di consultazione e di negoziazione tra i governi, la società civile, il settore privato, la comunità scientifica e altre parti interessate.

I Sustainable Development Goals



L'INTRODUZIONE DI METRICHE ESG NELLE RISTRUTTURAZIONI

Il Net SDG Impact sviluppato da SACE

1

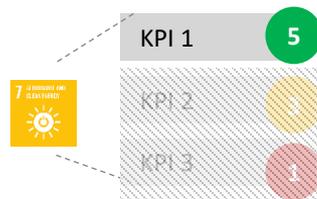
Definizioni SDGs rilevanti



- **Identificazione degli SDGs maggiormente rilevanti** sulla base di informazioni sull'azienda quali:
 - Aree geografiche in cui opera;
 - Industria/e di riferimento

2

Valutazione di KPI per ogni SDGs



- Sugli SDGs selezionati viene identificato **un KPI per valutare l'impatto dell'impresa** (es. Consumi idrici; Gender balance, etc.)
- **Si predispose una valutazione "stand alone"** di ogni SDGs (con un punteggio da 1 a 5)

3

Adj. tramite c.d. "Nexus approach"

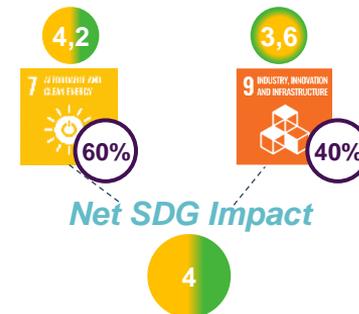


Interdipendenza fra gli SDGs ("Nexus Approach")

- Si effettua un *fine tuning* / ribilanciamento della valutazione **considerando l'interdipendenza fra i vari SDGs attraverso il c.d. "Nexus Approach"**)

4

Final project Net SDG evaluation



- Si determina la **valutazione finale del Progetto/della ristrutturazione sulla base di:**
 - Valutazione "finale" di ciascun SDGs;
 - **Peso di ciascun SDGs nella valutazione**

Debt-for-Environment-Swap (DFES)

*“A Debt-for-Environment-Swap (or conversion) is defined as the **cancellation of external debt** of a country in exchange for debtor government’s commitment to **mobilize domestic resources** (local currency or another asset, such as bonds, privatized public assets) for an **agreed purpose on agreement terms**. The main idea underlying a Debt-for-Environment-Swap is that instead of continuing to make external payments on outstanding loans in hard currency, a **debtor country makes payments in local currency to environmental projects in the country on terms agreed upon with creditors**”*



Punti chiave

- Il “Debt for Environment Swap” (“DFES”) è uno strumento nato in sede OCSE per **ottimizzare il recupero di crediti sovrani** difficili da incassare
- Lo scopo è quello di concedere alcune agevolazioni al debitore **in cambio (“Swap”) di una serie di iniziative che abbiano un impatto positivo sull’ambiente**
- SACE ha adottato questo strumento ampliandone *i)* l’uso in processi di ristrutturazione del debito **su controparti di natura non solo sovrana, ma anche sub-sovrana e privata** e *ii)* il campo di applicazione, **estendendolo ad iniziative con impatto non solo “ambientale”, ma anche “sociale” e di “governance”** delle società
- In tal senso, lo strumento è stato adottato con la definizione di **“Debt-4-ESG-Swap” (“D4ESG”)**

L'INTRODUZIONE DI METRICHE ESG NELLE RISTRUTTURAZIONI

Modalità di applicazione – brevi cenni



Strumenti di restructuring “standard”

Potenziale applicazione del D4ESG Swap

Esempio su un credito di €100k

	Stralcio parziale del credito	Estensione della <i>duration</i>	Quantificazione degli interessi	Conversione in Equity / altri strumenti finanziari partecipativi*
	Il rispetto dei target D4ESG consentirà al debitore di applicare uno stralcio maggiore	Il rispetto dei target D4ESG consentirà al debitore di estendere il periodo di rimborso del proprio debito	Il rispetto dei target D4ESG consentirà al debitore di avere una moratoria sugli interessi o di applicare un tasso di interesse inferiore	Il rispetto dei target D4ESG consentirà al debitore una maggiore conversione in equity/SFP del proprio debito.
In tutti i casi di applicazione, se i target del D4ESG Swap non sono raggiunti , saranno previste specifiche penalità/costi aggiuntivi per il debitore, fino all'integrale annullamento dell'agevolazione				
	Stralcio senza D4ESG → €60k Stralcio con D4ESG → €70k (con obbligo di investire fino ad un massimo di €10k in iniziative ESG)	Duration senza DFES → 10 anni Duration con DFES → 20 anni (subordinatamente all'implementazione delle iniziative ESG)	Pagamento interessi senza D4ESG → €5k Pagamento interessi con D4ESG → €3k (subordinatamente all'implementazione delle iniziative ESG)	Conversione senza D4ESG → €50k Conversione con D4ESG → €70k (con obbligo di investire fino ad un massimo di €20k in iniziative ESG)

*) Lo strumento della conversione in Equity/SFP sarà valutabile solo in assenza delle altre soluzioni e in ogni caso coerentemente con le Policy SACE.

GRAZIE PER L'ATTENZIONE

