



Valutazione delle imprese in crescita e costo del capitale

Paolo Ghiringhelli
Professore Associato
Università Commerciale "L. Bocconi" di Milano

Palermo, 23 novembre 2015

Indice

1. All'origine del rischio
2. IPO e spin-off di Ferrari



Le componenti *fondamentali* del valore

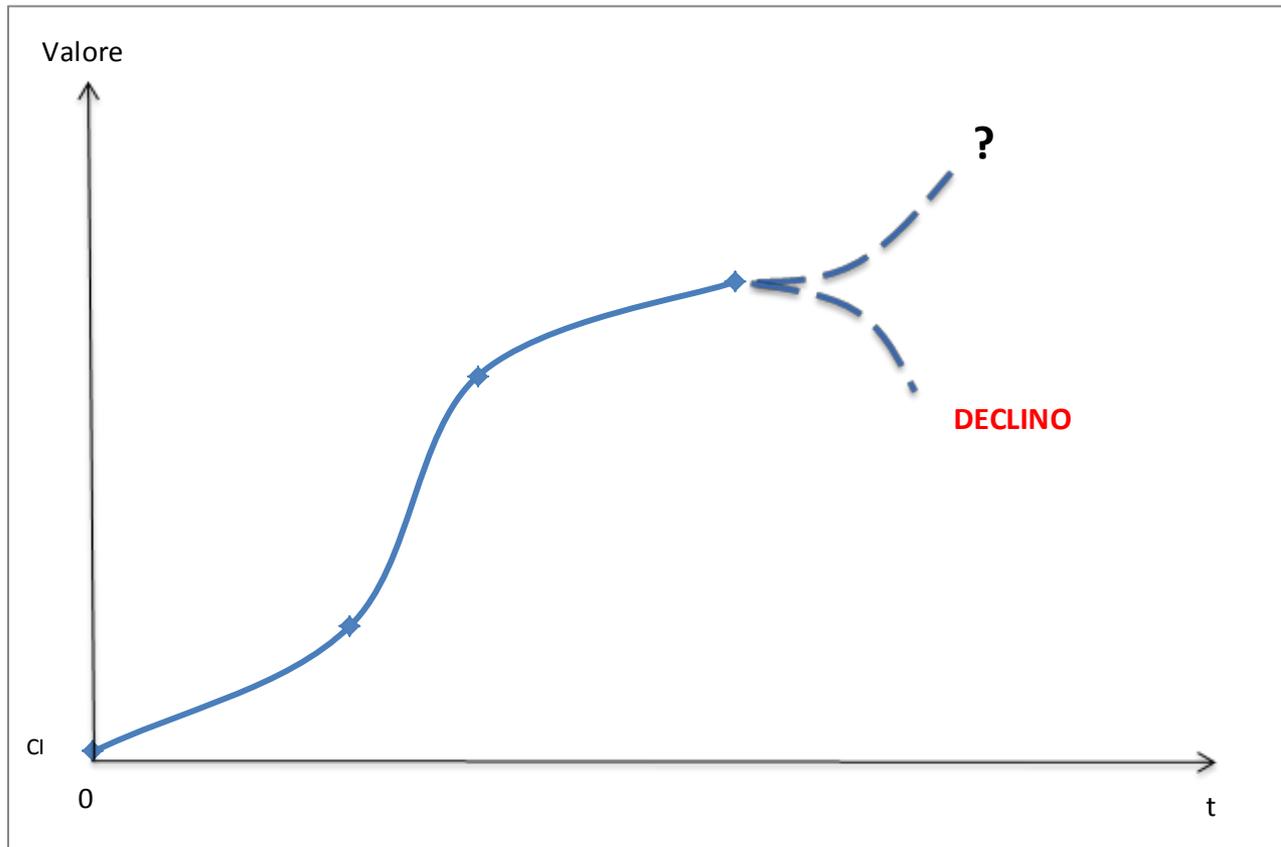
3. Opportunità di crescita

2. Capacità / competenze

1. Attività in essere



Creazione del valore vs exit strategy



Componenti del valore e modelli di valutazione

Modelli di valutazione **CONTABILI** : $V = \text{ancora} + \text{extravalore}$

A. **Metodo misto** patrimoniale-reddituale

- **ancora** del valore : **capitale**
- risultato di periodo rilevante : **sovrareddito**

$$V = \text{Capitale} + \text{V.A. (sovraredditi)} = C + \text{VAN}_{\text{AiE}} + \text{VAN}_{\text{FI}}$$

B. **Abnormal Earnings Growth model**

- **ancora** del valore : **valore delle attività in essere**
- risultato di periodo rilevante : **Δ sovrareddito**

$$V = V_{\text{AiE}} + \text{V.A. } (\Delta\text{sovraredditi}) = V_{\text{AiE}} + \text{VAN}_{\text{FI}}$$

Componenti del valore ed approccio valutativo

$$I_A ; I_B \Rightarrow I_{A+B} \quad : \quad VAN_{A+B} = VAN_A + VAN_B$$

$$V_{A+B} = V_A + V_B$$



Principio di ADDITIVITA'

Valutazione **unitaria** di un'attività



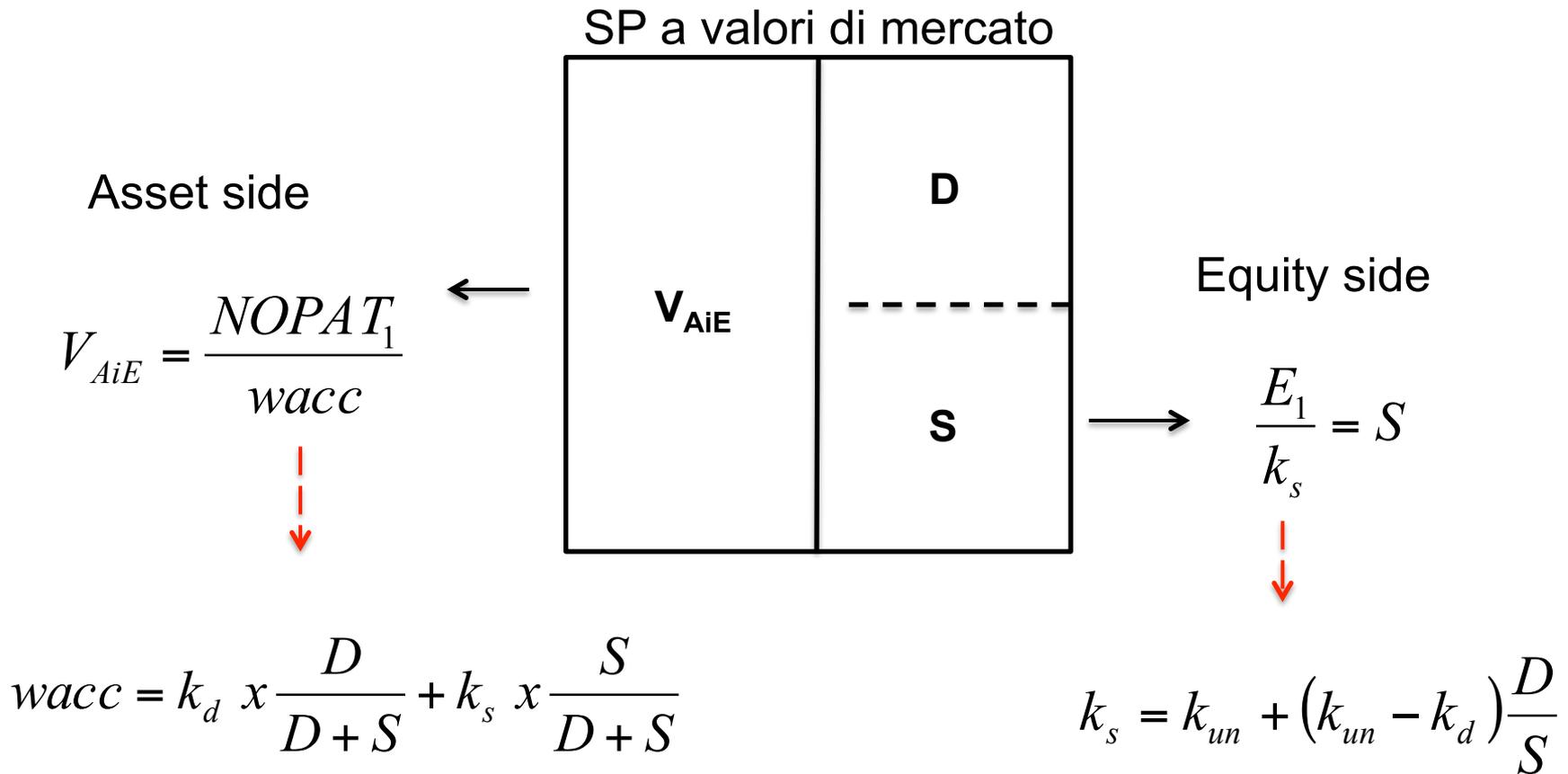
Legge di CONSERVAZIONE

Valutazione delle **singole componenti** di un'attività

**Quali implicazioni sul
tasso di sconto?**

Limite del principio di additività

Impresa priva di opportunità di crescita



Pregi della legge di conservazione

$$\begin{array}{rcc} FC_{\text{impresa}} & = & FC_1 + FC_2 + \dots \\ \downarrow & & \downarrow \quad \downarrow \\ \sigma_{\text{impresa}} & = & \sigma_1 + \sigma_2 + \dots \\ \downarrow & & \downarrow \quad \downarrow \\ V_{\text{impresa}} & = & V_1 + V_2 + \dots \end{array}$$

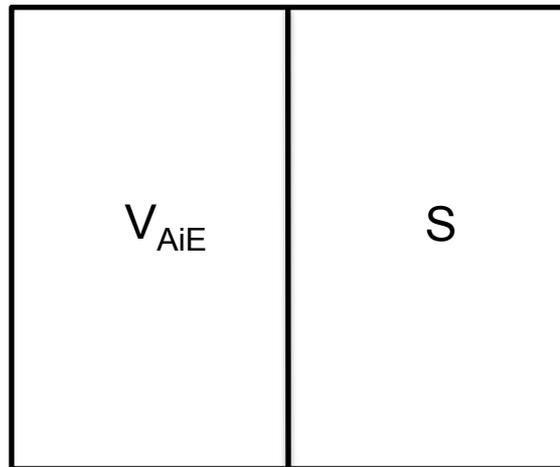
Il valore di ogni attività è sempre scomponibile nel valore delle sue componenti elementari

Ogni strato di valore è esposto ad uno specifico livello di rischio

Componenti del valore e costo del capitale: 1

Impresa priva di debito e di crescita

SP a valori di mercato



$$V_{core} = V_{equity}$$

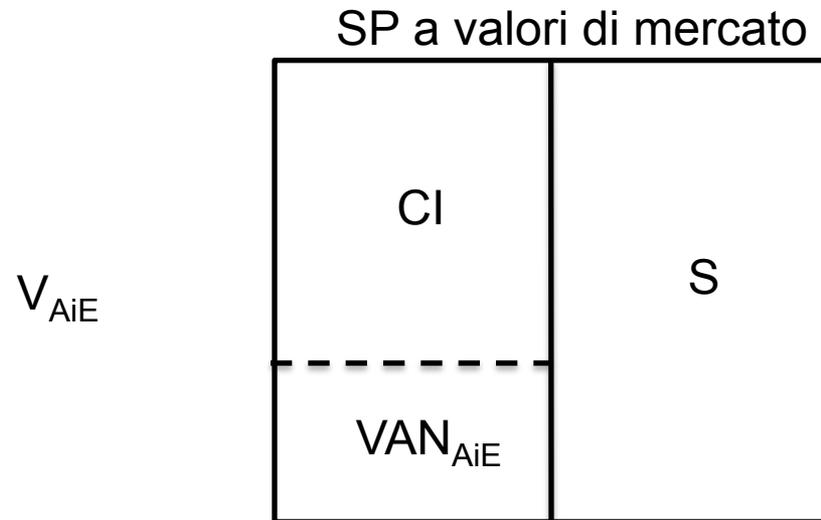
$$\beta_{AiE} = \beta_{equity}$$



$k_{unlevered}$

Componenti del valore e costo del capitale: 1

Impresa priva di debito e di crescita



$$V_{core} = V_{equity}$$

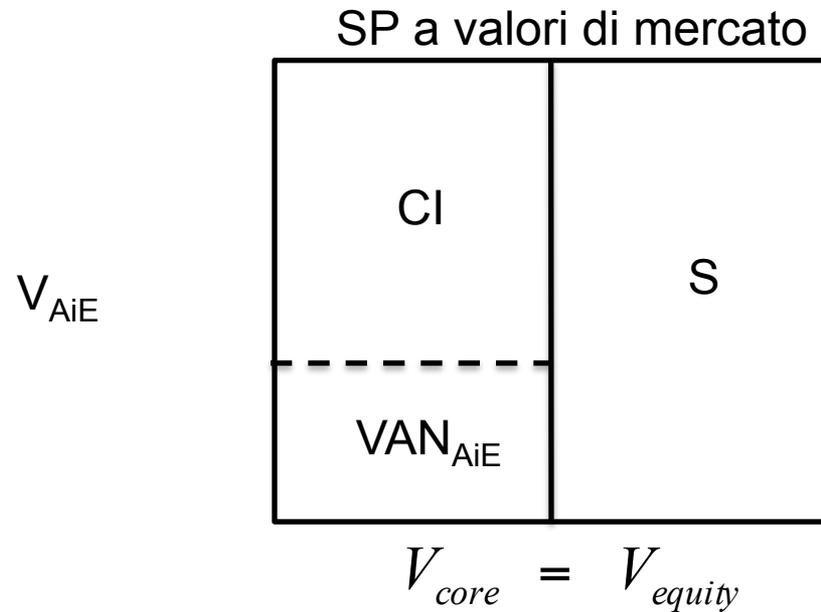
$$\beta_{AiE} = \beta_{equity}$$



$k_{unlevered}$

Componenti del valore e costo del capitale: 1

Impresa priva di debito e di crescita



$$\beta_{\text{utili normali}} \times \frac{CI}{V_{AiE}} + \beta_{\text{sovra reddito}} \times \frac{VAN_{AiE}}{V_{AiE}} = \beta_{AiE} = \beta_{equity}$$

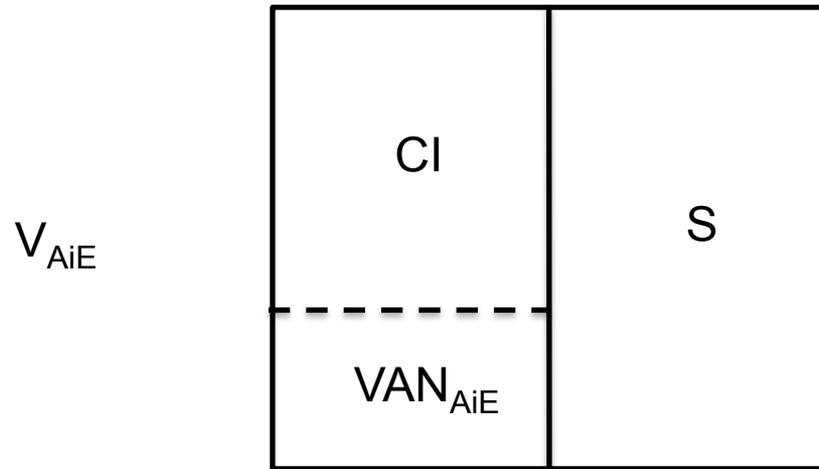


$k_{\text{unlevered}}$

Componenti del valore e costo del capitale: 1

Impresa priva di debito e di crescita

SP a valori di mercato



$$\beta_{\text{utili normali}} \times \frac{CI}{V_{AiE}} + \beta_{\text{sovra reddito}} \times \frac{VAN_{AiE}}{V_{AiE}} = \beta_{AiE} = \beta_{equity}$$

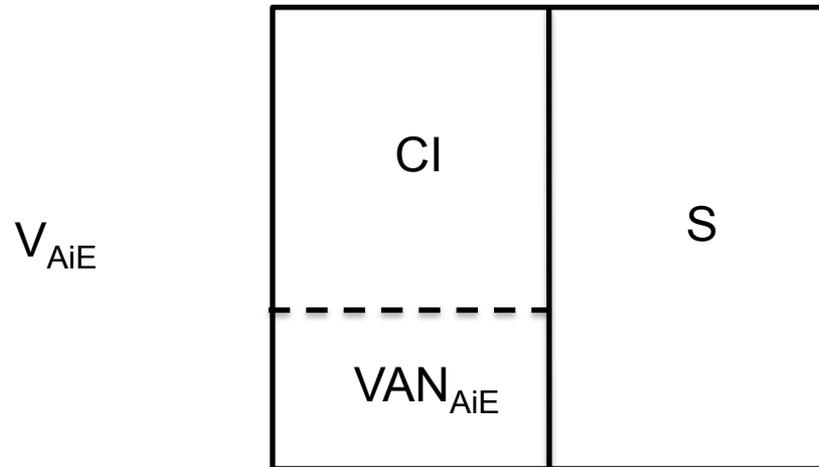


$k_{unlevered}$

Componenti del valore e costo del capitale: 1

Impresa priva di debito e di crescita

SP a valori di mercato



$$V_{core} = V_{equity}$$

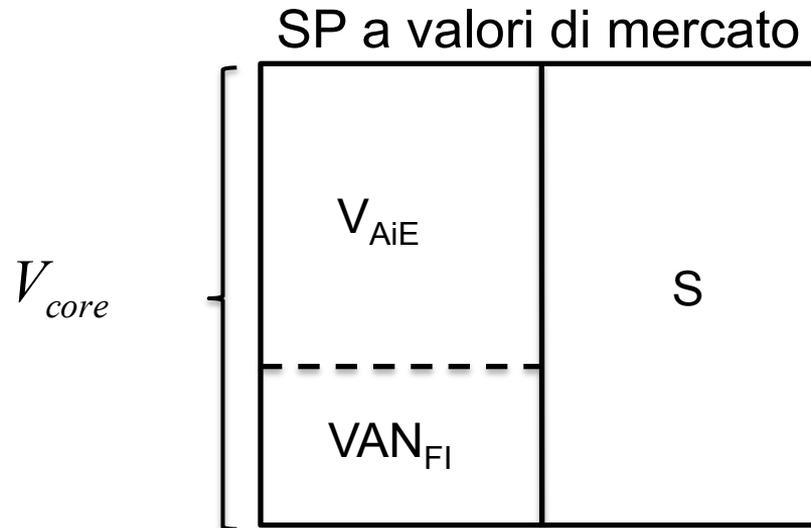
$$\beta_{utili\ normali} \times \frac{CI}{V_{AiE}} + \beta_{sovra\ reddito} \times \frac{VAN_{AiE}}{V_{AiE}} = \beta_{AiE} = \beta_{equity}$$



$k_{unlevered}$

Crescita e costo del capitale: 2

Impresa priva di debito



$$\beta_{AiE} \times \frac{V_{AiE}}{V_{core}} + \beta_{FI} \times \frac{VAN_{FI}}{V_{core}} = \beta_{equity}$$

Metodo dei comparabili

L'impresa comparabile ha eguale:

- redditività operativa
- ciclicità
- redditività dei futuri investimenti
- dimensione dei futuri investimenti

Multiplo medio di settore

Mappe del valore

Indice

1. All'origine del rischio

2. IPO e spin-off di Ferrari



Assunti

Attività di Ferrari separata in:

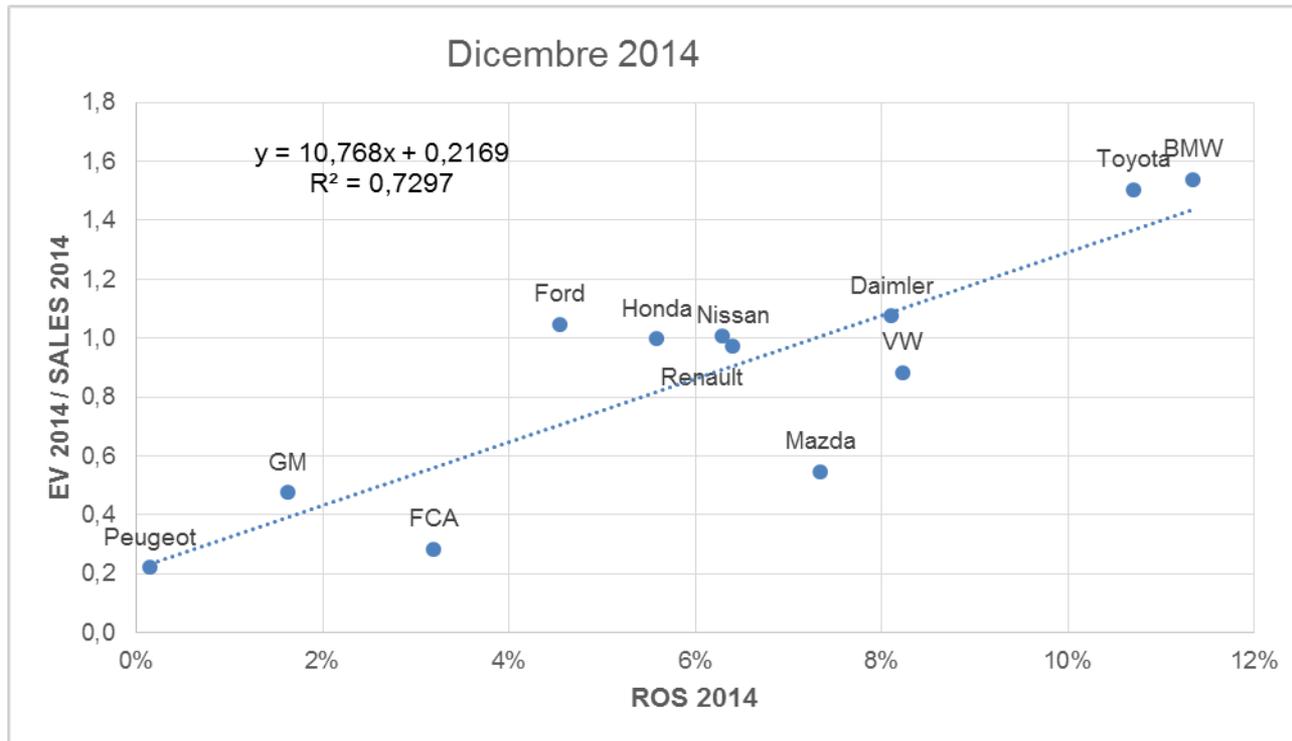
- Gestione core
- Gestione accessoria : servizi finanziari

Criterio di valutazione: metodo dei *comparable*

- data : dicembre 2014
- value map **EV/sales – ROS** nel settore automotive
- multipli **trailing & leading**

EV = Enterprise Value

EV di Ferrari



$ROS_{2014} \text{ adj} = 13,24\%$ $EV/sales = 1,643 = 0,2169 + 13,24\% \times 10,768$

$EV_{\text{core}} = 1,643 \times 2.717 = \text{€ } 4.465 \text{ ml}$

$EV = EV_{\text{core}} + SA + Liq = 4.465 + 1.271 + 351 = \text{€ } 6.087 \text{ ml} = S$

Metodo Sum-Of-the-Part: quale valore di $FCA_{\text{ex-Ferrari}}$?

Multipli *leading*

ROS 2015 di Ferrari = 13,82%

EV/sales di Ferrari_{dic2014} = **1,57** [= 0,000475 + 13,82% x 11,362]

$EV_{\text{core Ferrari}} = 1,57 \times 2.925 = \text{€ } 4.595 \text{ ml}$

$EV_{\text{Ferrari}} = 4.595 + 1.271 + 351 = \text{€ } 6.217 \text{ ml}$

EV FCA ex Ferrari = 20.904 [= 27.121 – 6.217]

EV/sales_{leading} **FCA ex Ferrari** = **0,216** (allineato a Peugeot : 0,207)

IPO di Ferrari: 20 ottobre 2015

$EV_{\text{core}} = 4.465 \text{ ml}$

$SA = 1.271$

Liquidità netta = 351



$EV_{\text{dic 2014}} = 6.087 = S$

IPO (dati contabili del Q1 2015)

Prezzo per azione = **\$ 52**

Market cap = **\$ 9,82 m.di**

$S = \text{€ } 8,65 \text{ m.di}$

$+PFN = \text{€ } 2,66 = 2,8 - 0,14$

$EV = \text{€ } 11,31 \text{ m.di}$

$-SA = \text{€ } 1,37$

$EV_{\text{core}} = \text{€ } 9,94 \text{ m.di}$