



Universidad de San Andrés

Escuela de Negocios

Maestría en Finanzas

Valuación de Ferrari S.p.A.

Autor: Alfonso Giudici

DNI: 30745779

Director de Trabajo Final de Graduación: Javier Epstein

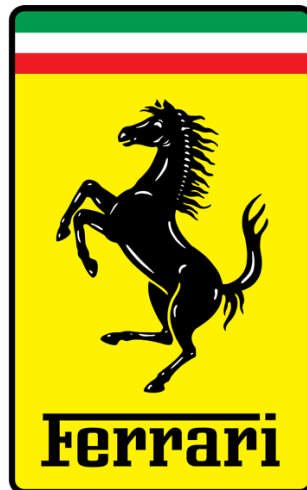
Buenos Aires. Marzo Del 2020



Universidad de
SanAndrés

Universidad de San Andrés
Escuela de Administración y Negocios
Maestría en Finanzas

Valuación de Ferrari S.p.A.



Autor: Alfonso Giudici
DNI: 30745779
Director de Trabajo Final de Graduación: Javier Epstein

Buenos Aires. Marzo Del 2020

Valuación Ferrari S.p.A.

Índice

Glosario	4
Resumen Ejecutivo	5
Descripción Del Negocio	6
Reseña de la Empresa	6
Reseña Histórica de la Empresa	7
El IPO	8
Ferrari, Valores y Visión de la empresa	9
Estructura y RACE	10
Automóviles	13
Deportivos:.....	13
Gran Turismo:	13
Series Especial.....	14
Pista:.....	14
Repuestos	15
Merchandising	16
Servicios Financieros (FFS inc)	17
Inventario	18
Segmentos de Venta de la Empresa	19
Ventas	22
Ventas por unidad de negocios	22
Automóviles y repuestos	23
Motores	23
Merchandising.....	23
Otros.....	24
Ventas y Empleados	24
Estrategia de largo plazo	25

Valuación Ferrari S.p.A.

Análisis de la Industria	26
Mercado de Productos de Lujo	28
Hipercoches	28
Automóviles de Alto Rendimiento	29
Mercado de Automóviles de Lujo	29
Mercado Híbridos	31
Mercado SUV's	33
Proyección Mercado Ferrari	34
Cinco fuerzas de Porter	35
<i>Poder de Negociación con proveedores:</i>	<i>35</i>
<i>Poder de Negociación con Clientes:</i>	<i>36</i>
<i>Amenaza de productos sustitutos:</i>	<i>36</i>
<i>Rivalidad Competitiva:</i>	<i>37</i>
<i>Amenaza de Nuevos Competidores:</i>	<i>37</i>
Posicionamiento y ventajas competitivas	38
Oportunidades y Debilidades	42
Oportunidades	42
Debilidades	43
Análisis Financieros	44
Ratios de Rentabilidad	44
Ratios de Actividad	53
Indicadores crediticios	57
Comparación con la Industria	62
Valuación por flujo de fondos descontados	65
Estimación de los Flujos de Caja Futuros	66
Proyección	67
Proyección de las Ventas	67

Valuación Ferrari S.p.A.

Proyección de costos directos y gastos operativos.....	70
Proyección de las inversiones (CAPEX y Capital de Trabajo).....	71
Proyección de las Amortizaciones y Depreciaciones	72
Tipo de cambio Eur/Usd.....	73
Tasas de Descuento.....	73
Costo del Capital Propio (K_e).....	74
Costo de la Deuda (K_d).....	78
Estructura de Capital.....	78
Tasa de Escudo Fiscal	79
WACC Formula	79
Valor Terminal	79
Resultado de la Valuación por Flujo de Fondos Descontados	81
Análisis de Sensibilidad	82
Valuación por Múltiplos	83
Proyección Adicional.....	86
Anexo: Cuadros y Tablas	87
Smart Estimate, de Reuter Ekion	87
EBITDA / Ventas.....	88
Escenario Base	89
Escenario Optimista	92
Escenario Pesimista.....	95
Bibliografía.....	98

Valuación Ferrari S.p.A.

Glosario

- **CAPEX:** denominación proveniente del término en inglés capital expenditure, que significa inversiones de capital, típicamente Planta, Propiedades y Equipo.
- **EBIT:** por sus siglas en inglés “earnings before interest and taxes”, cuya traducción es ganancias operativas antes de intereses e impuestos.
- **EBITDA:** por sus siglas en inglés “earnings before interest, taxes, depreciation and amortization”, que se traduce en ganancias operativas antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.
- **Equity:** hace referencia al patrimonio neto, desde el punto de vista contable, y al capital que pertenece a los accionistas, desde una perspectiva financiera.
- **EV:** por sus siglas en inglés, “Enterprise Value”, representa el valor de la compañía.
- **ROIC:** por sus siglas en inglés “return on invested capital”, que significa retorno sobre el capital invertido, Se calcula como $EBIT * (1 - \text{alícuota impositiva}) / \text{Capital Invertido}$.
- **Spin-off:** Denominación en inglés se utiliza en las finanzas cuando una empresa se desprende de parte de su negocio, sacándolo a bolsa
- **Start-up:** empresa que recién comienza su actividad y se encuentra aún en la etapa de crecimiento.
- **SUV:** por sus siglas en inglés: “Sport Utility Vehicle”, que se lo puede traducir como vehículo deportivo utilitario. Son autos con aspecto de todoterreno, pero para andar en la ciudad.
- **TCAC:** por sus siglas: tasa de crecimiento acumulada compuesta.
- **WACC:** por sus siglas en inglés “weighted average cost of capital”, que es el costo promedio ponderado del capital.
- **Scuderia Ferrari:** Equipo de Formula 1 de Ferrari
- **Formula 1 World Championship:** Campeonato mundial de Formula 1
- **World Constructors' Championship (WCC):** Competencia Internacional de Formula 1
- **la IPO:** Lanzamiento de una empresa al mercado de valores. Primera cotización.
- **NYSE New York Stock Exchange** bolsa de comercio de Nueva York
- **Reuter Eikon:** Sistema operativo o plataforma de Reuters, de carácter oneroso.

Valuación Ferrari S.p.A.

Resumen Ejecutivo

El siguiente trabajo tiene como objetivo realizar una valuación de Ferrari S.p.A. una de las empresas líderes y más reconocidas dentro de la industria de automóviles de lujo. Para ello se comienza por analizar, en detalle, el modelo de negocios de la compañía, los productos ofrecidos y su presencia internacional en distintos tipos de mercados, para comprender en profundidad el funcionamiento interno de la compañía.

Luego, se realiza un análisis de la industria automotriz de lujo para alcanzar una clara comprensión de las fuerzas que impactan a Ferrari, su posicionamiento frente a sus principales competidores, y las ventajas competitivas que le permiten a Ferrari posicionarse como un reconocido jugador en el mercado.

A su vez, se aborda un análisis económico-financiero de la compañía mediante distintos tipos de indicadores (de rentabilidad, de actividad y crediticios) con el objetivo de comprender la performance histórica de Ferrari y contrastarla con la de los principales jugadores de la industria automotriz de lujo.

Por último, se expone la valuación final de Ferrari S.p.A. al 31 de diciembre de 2018, alcanzada a partir de dos métodos: la metodología de flujo de fondos descontados y la de múltiplos comparables.

Para la valuación mediante flujo de fondos descontados se proyectaron los flujos de fondos de la firma, y se obtuvo su valor actual descontándolos al costo promedio del capital (WACC), obtenido mediante la aplicación del modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model). Como resultado, se obtuvo un valor de la acción de Ferrari S.p.A al 31 de diciembre de 2018 de 82,58 dólares. Dicho valor se sensibilizó mediante un análisis de escenarios (base, pesimista y optimista), ubicando al precio de la acción en el rango entre los 61 y los 108 dólares.

Por su parte, la valuación mediante múltiplos comparables se realizó a partir del múltiplo de EV/EBITDA de una selección de compañías que compiten con Ferrari en la industria automotriz de lujo. A través de esta metodología se obtuvo un valor de la acción de Ferrari S.p.A al 31 de diciembre de 2018 de 105 dólares que al sensibilizarse se ubica en el rango de 78 y 139 dólares. Dicho resultado se encuentra alineado al resultado obtenido mediante la primera metodología.

Valuación Ferrari S.p.A.

Descripción Del Negocio

Reseña de la Empresa

Ferrari se encuentra dentro de las empresas líderes y más reconocidas en marcas de lujo en el mundo, con cualidades y capacidades únicas, construidas en base a sus fortalezas y cimientos históricos.

Ferrari cuenta con cuatro unidades de negocio. La primera y más importante es el diseño, ingeniería, producción y venta de los automóviles y repuestos de automóviles de lujo y alto desempeño. La segunda, el diseño, ingeniería y producción de motores de alto rendimiento. En tercer lugar, la venta de productos promocionales de lujo de la marca y, por último, la provisión de servicios financieros. Además de estas cuatro unidades de negocio, se encuentra, también, desarrollando la línea nueva de Productos SUV's y de vehículos Híbridos.

Ferrari simboliza exclusividad, innovación, pertenencia y vanguardia en el arte del automovilismo de alta performance y diseño e ingeniería italiana.

Durante el año 2018, alcanzó un nivel de ventas de 3.420 millones de Euros a nivel global, lo que se tradujo en un EBITDA de 828 millones de Euros, En los gráficos debajo se puede observar la evolución de las ventas y del EBITDA en los últimos cinco años como una primera aproximación al negocio de Ferrari S.p.A.

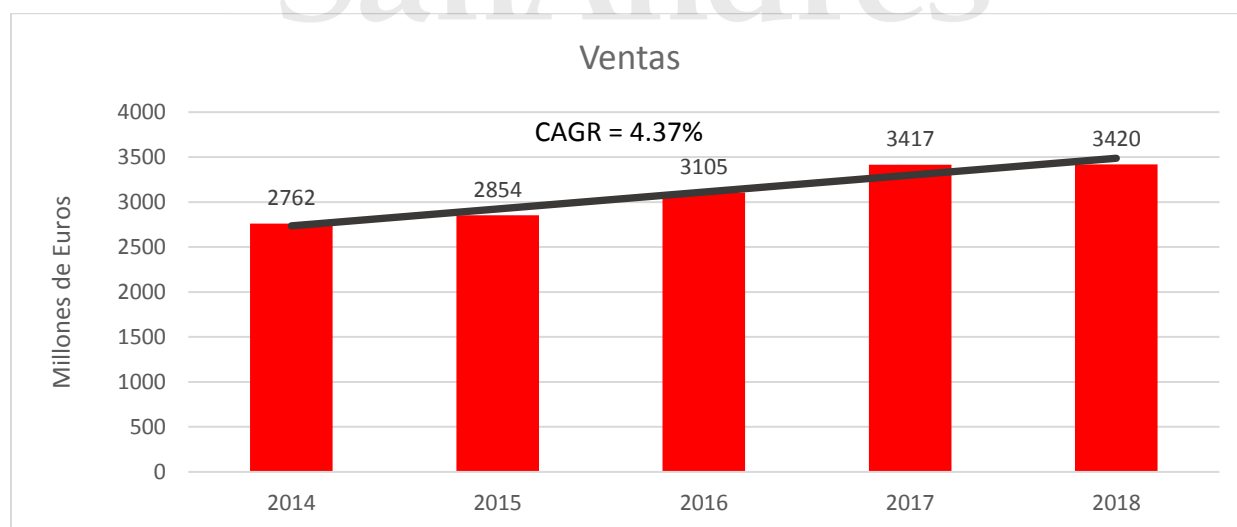


Grafico N° I – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Valuación Ferrari S.p.A.

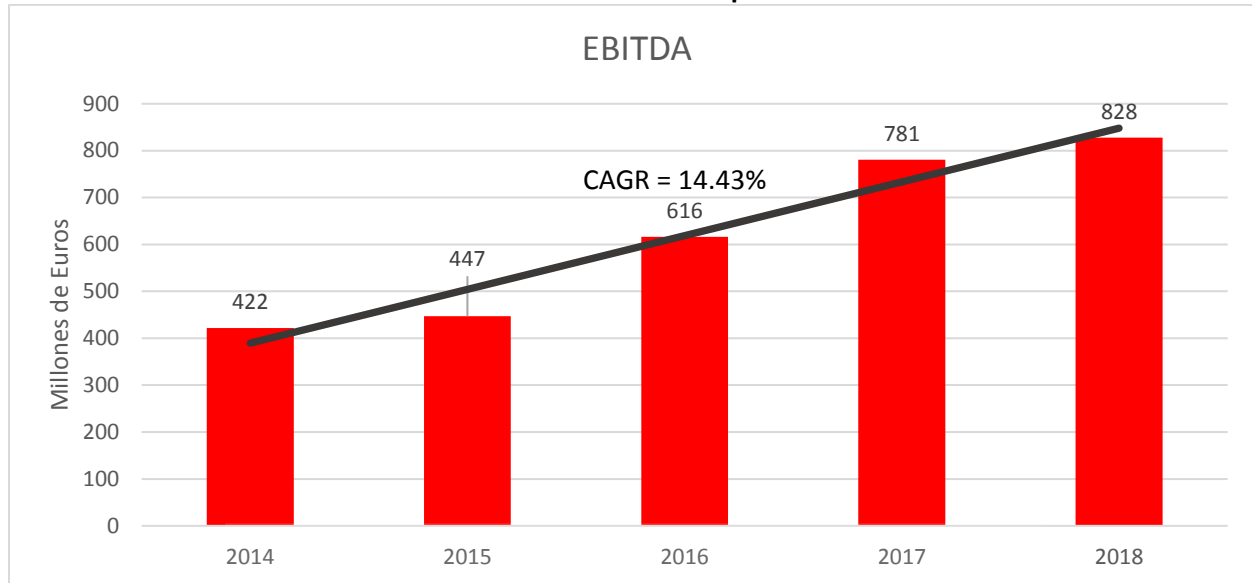


Grafico N° II – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Reseña Histórica de la Empresa

Para poder realizar una valuación de una empresa como Ferrari, es necesario primero comprender su historia, ya que su producto más importante es la marca en sí, “Ferrari Company” fue nombrada bajo el nombre de su fundador Enzo Ferrari, un conductor para Alfa Romeo desde 1924, que cinco años después logró formar su propio equipo de automovilismo, “Scuderia Ferrari”. Es a partir de este momento que comenzó su proceso de desarrollo de líneas propias.

En 1939, luego de una separación de Alfa Romeo, Enzo Ferrari lanzó su propia compañía “Auto Avió Construzioni”, nombre que mantuvo por los siguientes cuatro años dado el contrato que tenía con Alfa Romeo, que no le permitía utilizar el nombre “Scuderia Ferrari”.

En 1947, Ferrari produjo su primer Auto de carreras, el 125 S, con un potente motor de 12 cilindros que se trasformó en el sinónimo de la marca Ferrari, Finalmente, en 1948, con el lanzamiento del primer auto de calle, el Ferrari 166 Inter, se logró integrar la imagen de la marca.

En 1950, Ferrari participó por primera vez en la Formula 1 “World Championship”, corriendo en el segundo Gran Prix de Mónaco, lo que hace a “Scuderia Ferrari” el equipo aún existente más antiguo de la historia de la Formula 1.

Valuación Ferrari S.p.A.

Ferrari obtuvo su primera victoria en 1952, en la Formula 1 “World Constructors' Championship (WCC)”. Este fue el comienzo de una dinastía de triunfos. Al día de hoy cuenta con 235 “Grand Prix Races”, 16 “Constructor World titles” y 15 “ Drivers’ World titles”.

En 1969 el Grupo Fiat adquirió el 50 por ciento de las acciones de Ferrari S.p.A. extendiendo su adquisición al 90 por ciento en 1988, después de la muerte de Enzo Ferrari, quedando el 10 por ciento restante en control del hijo, Piero Ferrari.

El IPO

Luego de la fusión de Fiat, el 12 de Octubre de 2014, con la empresa americana Chrysler, la nueva empresa Fiat Chrysler Automóviles (FCAU:NYSE) anunció sus planes de dividir su nuevo esquema y sacar a bolsa la marca Ferrari. El objetivo de ello era lograr una mayor valuación de ambos negocios, separando por un lado el de automóviles a gran escala y, por otro, el segmento de automóviles de lujo, el cual se encontraba encabezado por Ferrari. El lanzamiento del IPO, no obstante, sirvió también para ofrecer una interesante financiación a Ferrari, permitiéndole continuar con su plan estratégico diseñado por Enzo Ferrari y alinearlos con los nuevos objetivos de la empresa: realizar un lanzamiento de un nuevo modelo cada año, estrategia similar a la que llevan empresas como Apple, además de impulsar no solo su negocio de automóviles de lujo sino, también, la línea de merchandising, con la que busca atraer al segmento de clientes de recursos medios-bajos.

El “Spin-off” de Ferrari se llevó a cabo en dos fases.

En su fase inicial, se lanzó a la bolsa el 10 por ciento de Ferrari, mediante oferta pública de venta (OPV) **en la bolsa de Nueva York**, a través de los bancos UBS, Merrill Lynch y Banco Santander.

La segunda y fase final, fue en octubre de 2015, donde se produjo la entrega por parte de Fiat Chrysler de acciones de Ferrari a sus actuales inversores, Para ello se realizó una proporción de canje de 1:1, es decir, por cada acción de Fiat Chrysler se otorgó una de Ferrari. Tras completar esta fase, un 10 por ciento de Ferrari quedó en manos de los nuevos accionistas, otro 10 por ciento en manos de Piero Ferrari y el 80 por ciento restante permaneció en poder de los accionistas de Fiat Chrysler.

Valuación Ferrari S.p.A.

El lanzamiento del IPO en la NYSE finalizó en octubre de 2015 y, hasta el día de la fecha, continúa con su misma estructura.

Ferrari, Valores y Visión de la empresa


Ferrari busca ser parte de un equipo único centrado en el futuro, en el que las personas son el recurso más valioso. Es por ello que Ferrari ha buscado, a lo largo de su historia, formar una marca integrada no solo en su excelencia de producto sino también en su imagen corporativa e institucional. Siguiendo a la propia empresa, el objetivo es que “cada miembro de la familia Ferrari, ya sea empleado o tenedor de uno de nuestros automóviles, sienta que juntos compiten en la pista de carreras y en los mercados de todo el mundo por la excelencia y la alta performance”.



Valuación Ferrari S.p.A.

Estructura y RACE

Al 15 de febrero de 2019, la distribución accionaria de Ferrari se compone como figura en la Tabla N° I, donde se puede observar que Exor N.V. es el mayor accionista de Ferrari a través de su participación de aproximadamente el 23.7 por ciento de las acciones comunes en circulación, seguido por el Sr. Piero Ferrari que posee aproximadamente el 10.1 por ciento de las acciones comunes en circulación.



Accionista	Numero de acciones Comunes	Porentage de Propiedad (1)
A Exor N.V. (2)	44.435.280,00	23,7%
B Piero Ferrari (3)	18.894.295,00	10,1%
C BlackRock, Inc (4)	9.877.693,00	5,3%
D T.Rowe Price Associates, Inc (5)	6.762.433,00	3,6%
E Other public Shareholders	107.658.623,00	57,4%
Total	187.628.324,00	100%

Tabla N° I – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

(1) Los porcentajes de capital social establecidos en este cuadro se calculan como la proporción de i) el número total de acciones comunes en circulación propiedad beneficiosa del accionista a ii) el número total de acciones comunes en circulación de Ferrari. (2) y (3) Cada uno de Exor y Piero Ferrari participan en el programa de votación de fidelización de Ferrari y, por lo tanto, como se ha explicado anteriormente en esta sección, su poder de voto en Ferrari es superior al porcentaje de acciones comunes que se mantienen beneficiosamente como se presenta en esta tabla, (4) Sobre la base de las solicitudes presentadas ante la SEC, BlackRock Inc, es una sociedad matriz o una persona de control de conformidad con la Regla 13d-1(b)(1)(ii)(G) y de las acciones comunes de propiedad beneficiosa como se establece en la tabla, tiene poder de voto único sobre 8.933.118 acciones comunes.

Como resultado del mecanismo de votación de fidelización, el poder de voto de Exor es de aproximadamente 33.6 por ciento. Por su parte, como resultado del mecanismo de voto de lealtad, el Sr. Piero Ferrari tiene un poder de voto de aproximadamente el 15.5 por ciento.

Valuación Ferrari S.p.A.

Por otro lado, en el registro de accionistas de Ferrari se poseen en los Estados Unidos aproximadamente 44.5 millones de acciones comunes de Ferrari, es decir, el 23.7 por ciento de las acciones comunes de Ferrari en circulación.

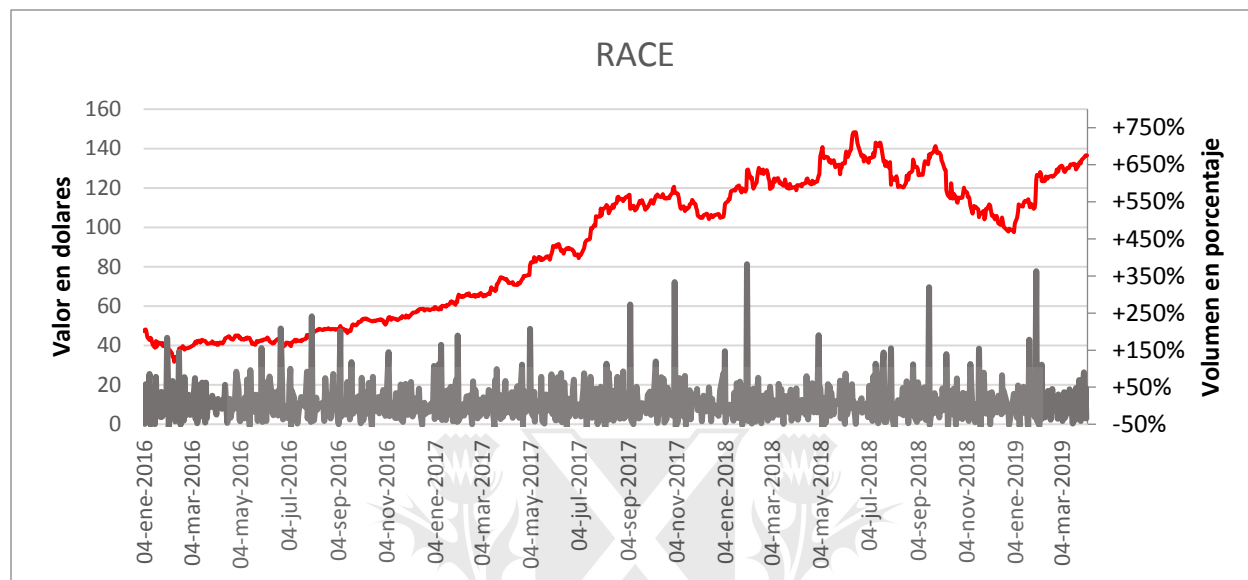


Gráfico N° III – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Si analizamos el valor de la acción (RACE) desde el lanzamiento de la etapa final del IPO hasta la fecha de valuación, se puede observar un crecimiento sostenido desde su mínimo de 32 dólares estadounidenses hasta su máximo de 148 dólares estadounidenses (una suba de un 468 por ciento en casi sus primeros tres años de vida), continuado por una regresión hasta el valor promedio de la acción de 90 dólares estadounidenses, donde comenzó nuevamente su alza hasta el precio de 100 dólares estadounidenses (precio al momento de la valuación). Con respecto al volumen, se puede observar que ha sido constante, principalmente acompañado de unas grandes subas muy independientes.

Valuación Ferrari S.p.A.

Modelo de Negocio

Tal como se mencionó al comienzo, el negocio de Ferrari se compone de cuatro unidades de negocio principales: Automóviles y Repuestos, Motores, Merchandising y Otros (compuesto por los intereses generados por Ferrari Financial Services y la dirección de la pista de carrera de Mugello).

Automóviles y Repuestos se divide en dos grandes ramas: los autos de carretera y los autos de pista.

La categoría de autos de carretera incluye cuatro pilares principales: "Sport Range", compuesto por el V8 488 GTB, el V8 488 Spider y el V12 812 Superfast; "Gran Turismo", compuesto por el V8 Portofino, el V8 GTC4Lusso T y el V12 GTC4 Lusso; "Special Series Models", compuesto por el V8 488 Pista y el V8 488 Pista Spider; "Fuoriserie and ONE-OFF" compuesto V8 Ferrari J50 y el V8 SP38.

La categoría de autos de pista incluye tres pilares principales: "Ferrari Challenge", compuesto por el V8 488 Challenge; "The XX Programme" compuesto por el V12 FXX K EVO; "Racing Cars" compuesto por el V8 488 GTE/GT3. Cada una de estas divisiones y sus subdivisiones cuentan con características diferentes, y a todas ellas se las puede encontrar dentro de la excelencia italiana e ingenieril que ha logrado generar Ferrari con su marca.



Imagen N° I – Fuente Ferrari Museo, Maranello

Valuación Ferrari S.p.A.

Automóviles

Deportivos: Los “Sport Range” de Ferrari se caracterizan por cuerpos compactos, un diseño guiado por el rendimiento y la aerodinámica, y a menudo se benefician de las tecnologías desarrolladas inicialmente para la Escudería Ferrari en sus monoplazas de Fórmula 1. Favorecen el rendimiento sobre la comodidad, buscando proporcionar a un conductor una respuesta inmediata y un manejo superior, aprovechando los componentes y controles de la dinámica del vehículo de última generación.





Gran Turismo: Los automóviles GT, manteniendo el rendimiento esperado de un Ferrari, se caracterizan por interiores más refinados con un mayor enfoque en la comodidad y la calidad de vida a bordo.



Valuación Ferrari S.p.A.

Series Especial: diseños limitados en tiempo o volumen, basados en los modelos de gama, pero con conceptos de productos novedosos. Estos automóviles se caracterizan por importantes modificaciones mecánicas de hardware y software diseñadas para mejorar el rendimiento y la manejabilidad. Esta serie especial está especialmente dirigida a coleccionistas.

SPECIAL SERIES MODELS		FUORISERIE and ONE-OFF	
			
V8 488 Pista	V8 488 Pista Spider	V8 Ferrari J50	V8 SP38

Pista: todos aquellos que no son para la utilización en la vía pública. Incluye a todos aquellos desde el Mono Plaza de Formula 1 hasta los de XXX. Estos automóviles se caracterizan por ser desarrollados desde su ingeniería, diseño, hardware y software para los más altos rendimientos de la competencia del automovilismo.

FERRARI CHALLENGE	THE XX PROGRAMME	RACING CARS
		
V8 488 Challenge	V12 FXX K EVO	V8 488 GTE/GT3



Las unidades entregadas en los últimos 5 años se distribuyeron de la siguiente manera (se excluye el sector de pista dado que no son de venta al público):

Valuación Ferrari S.p.A.

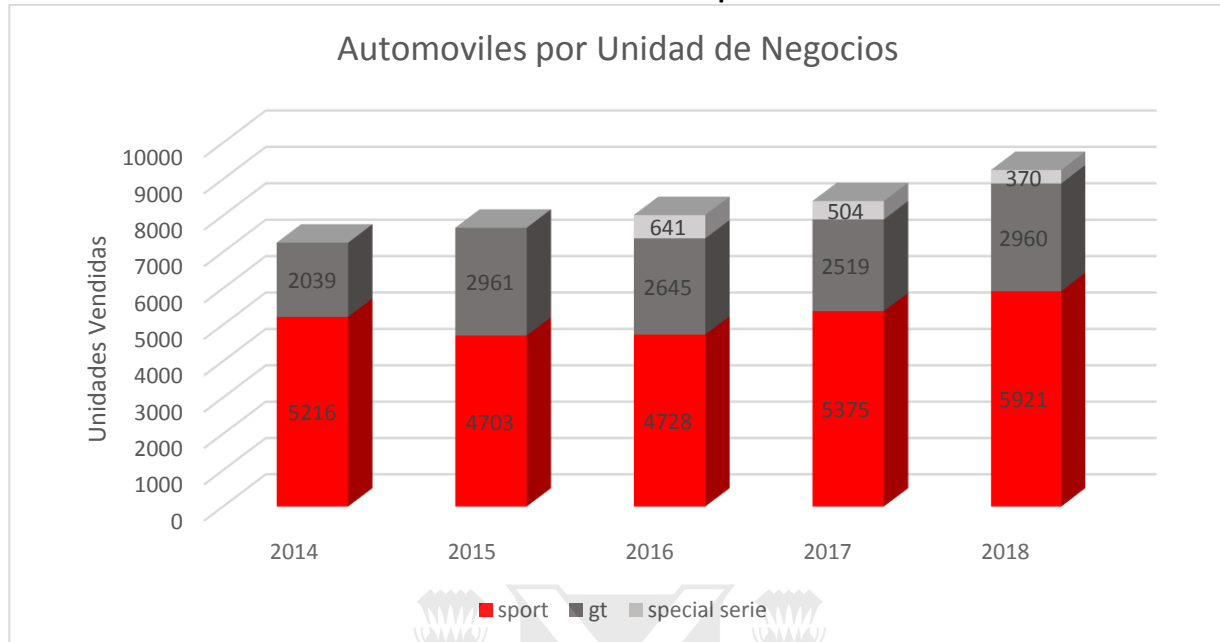


Gráfico N° IV – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Repuestos

Como toda automotriz, Ferrari debe contar con repuestos de sus vehículos para el servicio de post venta. De todas maneras, no cuenta con un alto nivel de stock, y esta cantidad de repuestos no genera un gasto sustancial para la empresa.

Valuación Ferrari S.p.A.

Merchandising

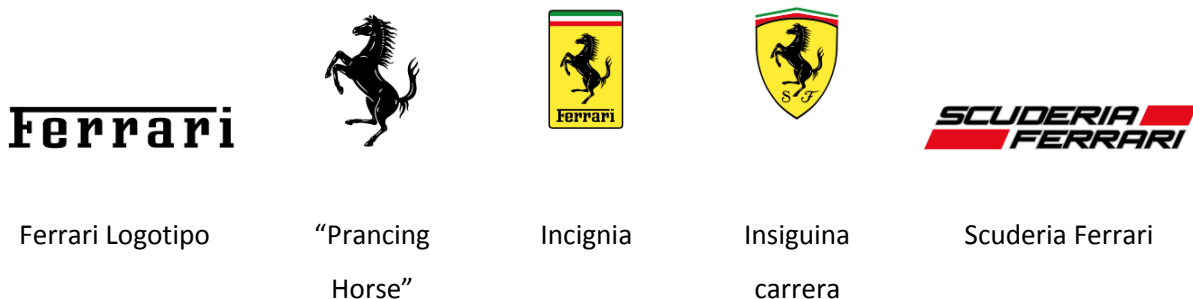
Ferrari es una de las marcas de lujo líderes en el mundo, y cuenta con una estrategia de pertenencia muy activa. Comercializa desde relojes hasta camisetas, técnica que ha utilizado no solo para crear la imagen de marca que ha logrado con el pasar de los años, sino también para poder acceder a mercados de clientes de recursos medios-bajos. El objetivo es que, a pesar de que este sector no pueda acceder a un automóvil del calibre de Ferrari, sí pueda sentirse parte de la familia de esta marca.

La unidad de negocio de Merchandising representa el segundo mayor ingreso de Ferrari: en 2018, alcanzó 506 millones de euros, representando un aumento de 21.3 por ciento en los últimos 5 años.

Debido a la importancia de esta unidad de negocio. Ferrari se dedica a actividades de desarrollo y protección de marca a través de contratos de licencia con socios seleccionados, actividades minoristas a través de una cadena de tiendas franquiciadas o administradas directamente, parques temáticos con licencia y el desarrollo de una línea de ropa y accesorios vendidos exclusivamente en sus tiendas monomarca y en su sitio web www.store.ferrari.com.

La empresa posee, también, una serie de marcas registradas, diseños y patentes, incluyendo aproximadamente 485 marcas (palabras o figurativas), registradas en varios países y en varias clases.

Como parte de la estrategia de imagen de marca. Ferrari posee y gestiona dos museos, uno en Maranello y otro en Módena, que atrajo a más de 540.000 visitantes en 2018.



Valuación Ferrari S.p.A.

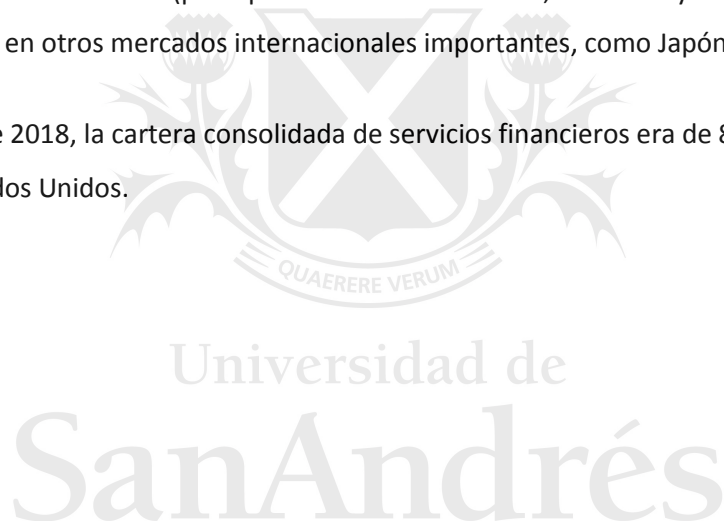
Servicios Financieros (FFS inc)

Dentro de su unidad de negocio de “Otros”, la actividad más importante ofrecida por Ferrari es la de servicios de financiación, otorgados al cliente minorista para la compra de sus automóviles y a los distribuidores.

El máximo de ingresos netos alcanzados por esta unidad de negocios fue de 114 millones de euros, en 2015. En el último año fueron de solo 95 millones de euros.

Ferrari ofrece la financiación al cliente minorista directamente en los Estados Unidos a través de una propiedad subsidiaria, Ferrari Financial Services Inc. ("FFS Inc"); a través de Ferrari Financial Services GmbH a ciertos mercados de EMEA (principalmente el Reino Unido, Alemania y Suiza); y a través de diversas asociaciones en otros mercados internacionales importantes, como Japón y Australia.

Al 31 de diciembre de 2018, la cartera consolidada de servicios financieros era de 878 millones de euros, originada en los Estados Unidos.



Valuación Ferrari S.p.A.

Inventario

Los inventarios de materias primas, productos en proceso y productos terminados se informan al menor costo y valor neto realizable. Ferrari utiliza el sistema de first-in first-out (FIFO) donde la medición de los inventarios incluye los costos directos de los materiales, la mano de obra y los costos indirectos (variables y fijos). Los costos de compra incluyen costos auxiliares. Los prototipos se reconocen a su valor realizable estimado. Se prevén materias primas obsoletas y de movimiento lento, productos terminados, repuestos y otros suministros en función de su uso futuro esperado. Se puede contemplar que tanto los montos en millones de euros de Productos en Proceso y Materia prima se mantuvieron estables a comparación de los de productos terminados. Sin contar con la información fehaciente de la cantidad de unidades terminadas en inventario, pero comprendiendo el valor promedio de las mismas, es posible deducir que la empresa cuenta con un bajo nivel de inventario, proveniente de su estrategia de generar demanda por medio de la escasez. Y teniendo en cuenta que cuenta con 190 puntos de venta en la actualidad.

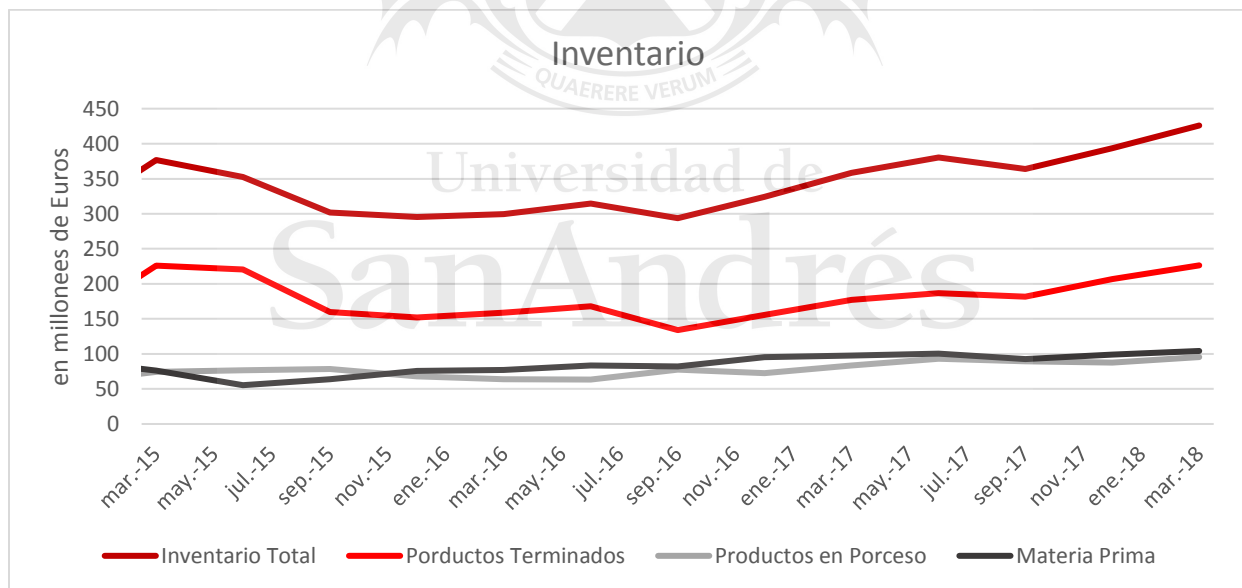


Gráfico N° V – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Valuación Ferrari S.p.A.

Segmentos de Venta de la Empresa

Ferrari diseña, produce y realiza la ingeniería de todos sus automóviles en Maranello, Italia. Los vende a lo largo de 60 mercados mundiales, por medio de 167 vendedores autorizados, los cuales cuentan con 190 puntos de venta en el mundo actualmente.

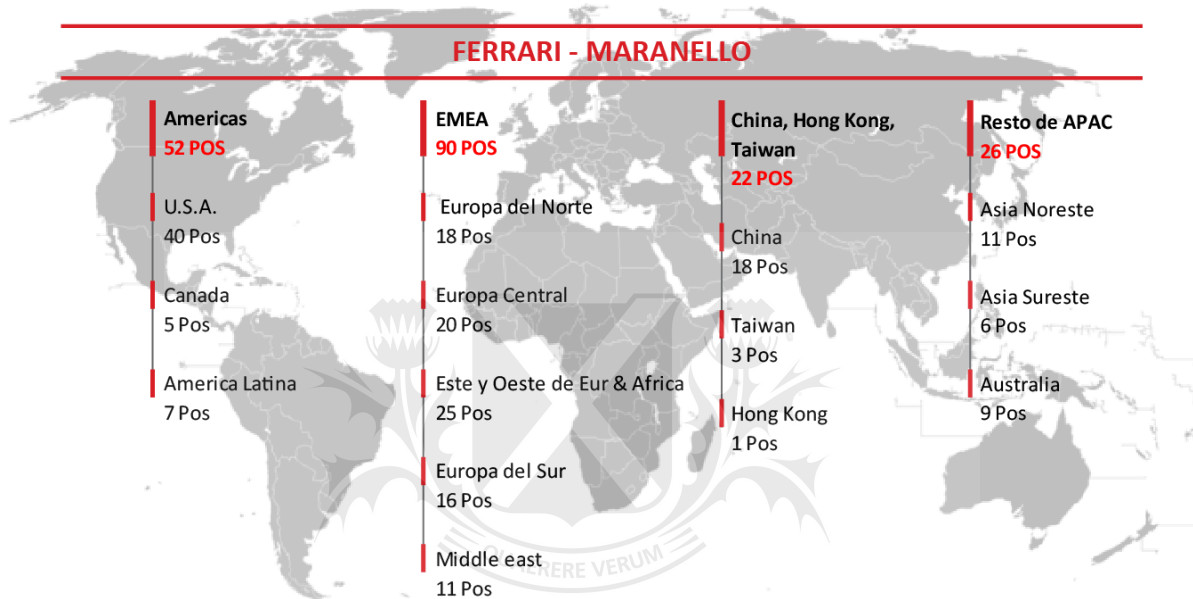


Imagen N° II – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Las ventas de automóviles por regiones geográficas en los últimos tres años se dividieron y distribuyeron de la siguiente manera.

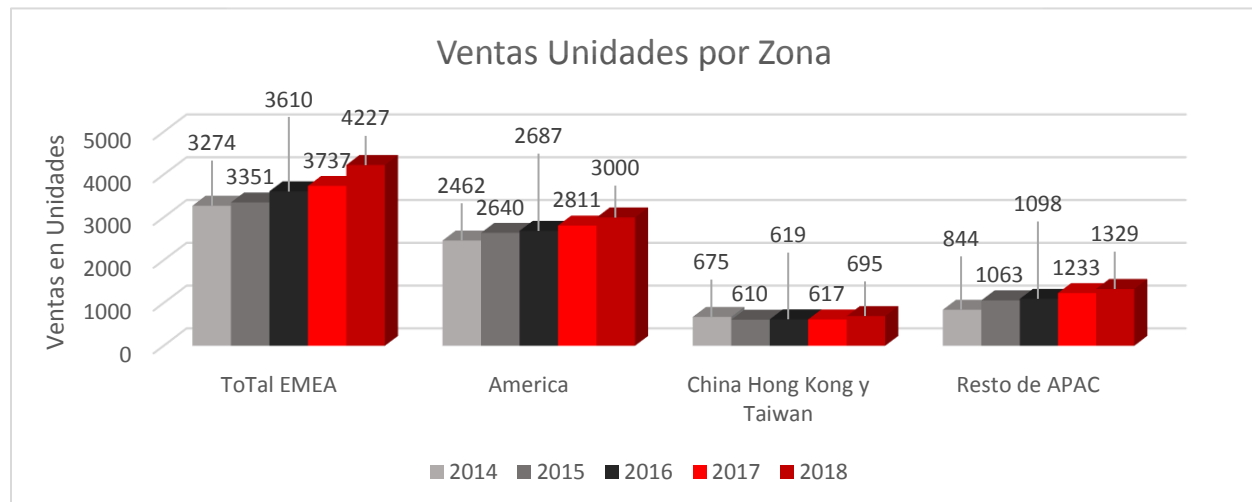


Gráfico N° VI – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Valuación Ferrari S.p.A.

Se puede observar un aumento de 1.996 unidades vendidas desde el 2014 al 2018, número que equivale a un aumento del 27.5 por ciento en los últimos 5 años. El aumento en unidades totales se vio empujado principalmente por la zona de EMEA, con 953 unidades más, equivaliendo a un aumento del 29.1 por ciento. Sin embargo, en valor porcentual, la suba más significativa se dio en el resto de APAC, donde se aumentó un 57.5 por ciento la cantidad de unidades, lo cual equivale a 485 unidades extra en los últimos 5 años. América acompañó una suba similar a la de EMEA, con un 21.9 por ciento de aumento, mientras que China, Hong Kong y Taiwán lograron un aumento muy reducido en comparación al resto de las regiones geográficas, de apenas un 3 por ciento.

En 2018, Ferrari entregó un total de 9.251 automóviles, logrando un incremento del 10.1 por ciento más de lo entregado el año anterior. Este incremento no fue solo en una región, sino que estuvo repartido entre todas, y representa el mayor aumento de los últimos cinco años.

Si tomamos en cuenta las ventas de la región geográfica de EMEA que, tal como refleja el cuadro anterior, representan un 47.7 por ciento de las ventas totales de Ferrari, su apertura se distribuye de la siguiente manera.

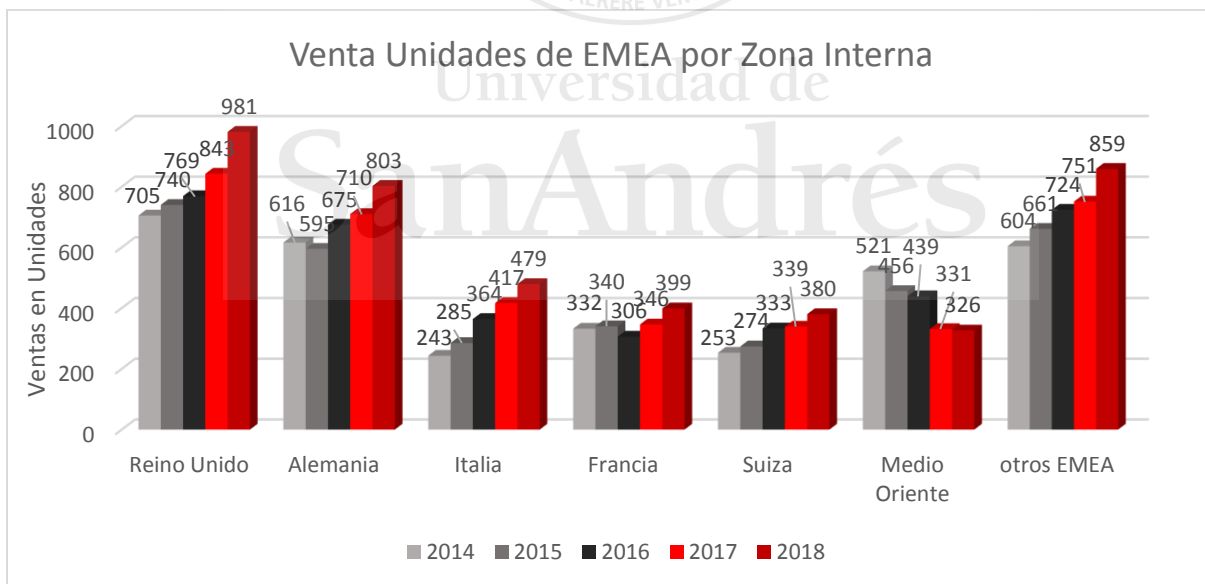


Gráfico N° VII – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Tal como puede observarse, REINO UNIDO, Alemania, Italia, Francia, Suiza, Medio Oriente y otros presentaron incrementos de 39.1 por ciento, 30.4 por ciento, 97.1 por ciento, 20.2 por ciento, 50.2 por

Valuación Ferrari S.p.A.

ciento, (37.4) por ciento y 42.2 por ciento respectivamente, en relación a 2014. El mayor incremento porcentual se dio en Italia, que casi duplicó sus ventas. Sin embargo, en términos de unidades vendidas, Italia ocupa el tercer lugar, habiendo vendido solamente 3 unidades más que en 2014. El primer lugar lo ocupa REINO UNIDO, con 276 unidades vendidas en 2018, seguido de Otros Países de EMEA, con 255 unidades y finalmente Italia con 236 unidades. El único segmento que se puede ver que se encuentra con una disminución pareja cada dos años es el de Medio Oriente, que logra acumular un negativo 37.4 por ciento de crecimiento, correspondiendo a 195 unidades menos vendidas en los 5 años.

En los últimos años, Ferrari ha puesto su foco en fortalecer sus relaciones con sus actuales clientes, por medio de una amplia gama de planes de marketing selectivos. Es por medio de ello que ha alcanzado cultivar una clientela muy selecta y leal a la marca, logrando que aproximadamente el 41 por ciento de sus clientes cuenten con más de una Ferrari, consolidando así su mercado y nicho.



Valuación Ferrari S.p.A.

Ventas

Ventas por unidad de negocios

El siguiente gráfico refleja cómo se distribuye el total de ventas entre las diferentes unidades de negocio presentadas anteriormente. Tal como se puede observar, en cada uno de los últimos años, más del 70 por ciento de las ventas respondió a la unidad de automóviles y repuestos. El área de Merchandising, con más del 14.5 por ciento de las ventas, ocupa el segundo lugar.

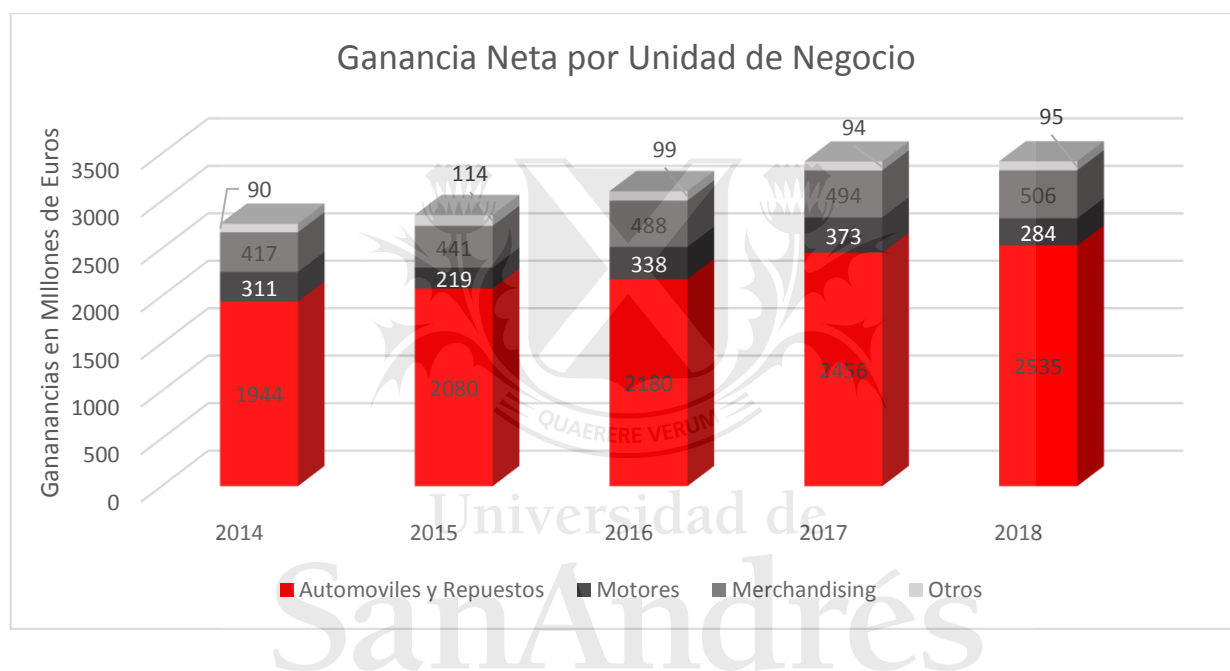


Gráfico N° VIII – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Los ingresos netos registrados para 2018 fueron de 3.420 millones de euros, lo cual representó un aumento de 3 millones de euros, o del 0.1 por ciento a comparación del año anterior.

El aumento de los ingresos netos fue atribuible a la combinación de i) un aumento de 79 millones de euros en los ingresos netos de automóviles y repuestos, ii) un aumento de 12 millones de euros en merchandising, y iii) un aumento de 1 millón de euros en otros ingresos netos, parcialmente compensado por iv) una disminución de 89 millones de euros en los ingresos netos de los motores.

Valuación Ferrari S.p.A.

Automóviles y repuestos

Los ingresos netos de automóviles y repuestos fueron de 2.535 millones de euros para 2018, lo cual representó un aumento de 3.2% desde el 2017, Esta suba fue principalmente atribuible a un aumento de 145 millones de ingresos netos de los automóviles de gama y de series especiales, parcialmente compensado por una disminución de 66 millones de euros en los ingresos netos de hipercoches y automóviles de edición limitada.

El aumento de 145 millones de ingresos netos de los automóviles y repuestos de la serie especial y de la gama especial se explica, principalmente, por un aumento de los envíos impulsado por el 812 Superfast, así como por una mayor contribución de los programas de personalización y los aumentos de precios.

Por su parte, la disminución de 66 millones de ingresos netos de hipercoches y coches de edición limitada fue principalmente atribuible a una disminución en los envíos de la Ferrari Aperta, que terminó su serie limitada en 2018, parcialmente compensada por las entregas de la edición estrictamente limitada Ferrari J50 y el FXX K EVO.

Motores

Los ingresos netos generados por los motores fueron de 284 millones de euros para 2018, lo que representa una disminución de 23.8 por ciento con respecto a 2017. Esta caída se explica, principalmente, por una disminución de los ingresos netos generados por la venta de motores a Maserati, como así también por una disminución en el número de motores enviados en 2018 en comparación con 2017.

Merchandising

Los ingresos netos generados por el merchandising, los acuerdos comerciales y las actividades de gestión de marcas fueron de 506 millones de euros para 2018, lo que representa un aumento de 2.4 por ciento con respecto a 2017. El aumento se relacionó principalmente con los ingresos de patrocinio y un ranking de campeonato de 2017 más alto en comparación a 2016.

Valuación Ferrari S.p.A.

Otros

Otros ingresos netos ascendieron a 94 millones para 2017 y 95 millones de euros para 2018.

Ventas y Empleados

En el caso de Ferrari, la evidencia histórica sugiere que existe una fuerte correlación entre el crecimiento de ventas y el aumento en la cantidad de empleados.

Como se puede observar en el gráfico IX a continuación, las ventas de automóviles (en unidades) han aumentado un 27.5 por ciento en los últimos 5 años, ofreciendo un TCAC de 5.5 por ciento. Por su parte, Ferrari presentó un crecimiento del 28.4 por ciento de su cantidad de empleados, en este mismo período, demostrando una alta correlación entre la cantidad de vehículos vendidos y la cantidad de empleados necesarios para todo el proceso. A pesar de este significativo crecimiento, la planta cuenta actualmente con capacidad ososa de casi un 12.5 por ciento, lo cual sugiere que todavía hay espacio para seguir creciendo.

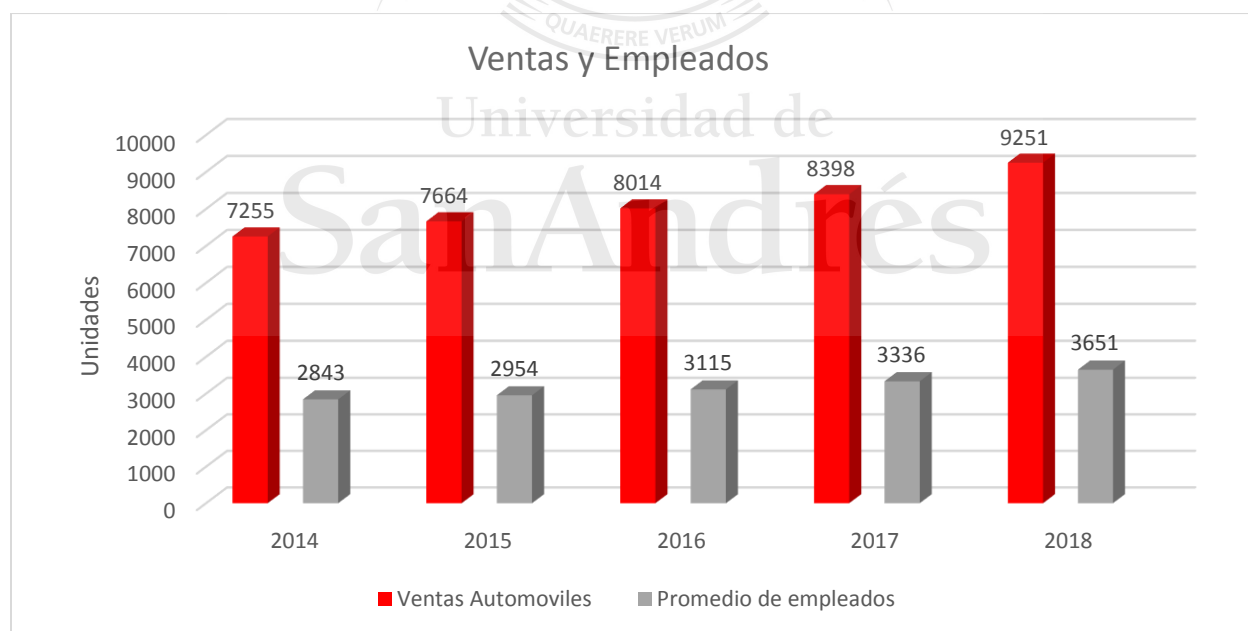


Gráfico N° IX – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Valuación Ferrari S.p.A.

Estrategia de largo plazo

Ferrari cuenta con una amplia gama de estrategias de largo plazo, pero todas ellas se alinean con el mismo objetivo de lograr mantenerse en el primer puesto de marcas de lujo.

Para lograr esta estrategia, Ferrari coloca especial énfasis en:

- realizar el lanzamiento de, mínimamente, un nuevo automóvil por año, apuntando a alcanzar 15 nuevos vehículos para el 2030
- continuar su riguroso modelo de producción y distribución, con el foco en la escasez de su producto como vía para preservar el valor de sus automóviles.
- continuar su compromiso con la excelencia y la búsqueda de la innovación, el rendimiento de vanguardia y la distinción en el diseño y la ingeniería en sus automóviles de lujo.
- integrar plenamente el medio ambiente y la conciencia social, Promover un entorno de trabajo seguro y respetuoso con el medio ambiente incluidas las condiciones de trabajo adecuadas y el respeto derechos humanos, por medio de la reducción de emisión de gases de sus flotas automotrices y la actualización de sus plantas y proceso productivos a esquemas más amigables con el medio ambiente. Como parte de este objetivo. Ferrari comenzó el desarrollo de sus primeros automóviles eléctricos (analizado con más profundidad en la sección de oportunidades).
- promover las relaciones mutuamente beneficiosas con los socios estratégicos, proveedores y las comunidades en las que opera.

Valuación Ferrari S.p.A.

Análisis de la Industria

A pesar de que la industria automotriz de lujo forma parte de la industria automotriz, ambas siguen tendencias distintas y cuentan con características propias. La industria automotriz tradicional se encuentra íntimamente ligada a los ciclos económicos y, por lo tanto, se ve significativamente influenciada por las condiciones económicas generales, la disponibilidad de crédito y el nivel de consumo. De hecho, estas variables explican el motivo por el cual la industria automotriz tradicional se encuentra actualmente en retroceso, habiendo caído un 1.7 por ciento en comparación al 2017, sin perspectivas demasiado optimistas para los próximos 3 años (información obtenida de informe de BBVA, xxx).

Distinto es el caso de la industria de los automóviles de lujo, cuya naturaleza es más compleja y variada, con una demanda prácticamente inelástica al precio y al contexto macroeconómico. A diferencia de los autos tradicionales, los autos de lujo no se caracterizan por cumplir específicamente una función de movilidad, sino que son más bien elegidos por su asociación a un nivel de status social y de pertenencia a un segmento de exclusividad.

Es por ello que la clave en la industria automotriz de lujo se encuentra en la habilidad de las compañías de crear una potente imagen de marca y de generar un alto nivel de lealtad entre sus clientes. La competencia entre sus jugadores está regida por el rendimiento, estilismo, novedad e innovación de los productos, así como por la capacidad de los fabricantes para renovar sus ofertas de automóviles regularmente, con el fin de seguir estimulando la demanda de los clientes.

Dentro de la industria de automóviles de lujo, interactúan tanto grandes empresas automotrices como también pequeños productores, creando una amplia gama de productos y ofertas. Actualmente, los principales jugadores de la industria son: Ferrari, Lamborghini, McLaren, Ford, Tesla, Honda, Porsche, Aston Martin, Audi, Rolls-Royce, Bentley y Mercedes Benz.

En relación a los productos, esta industria se subdivide en diferentes segmentos: hipercoches, automóviles de alto rendimiento, deportivos, GT y SUV's, ya sea de combustión, como también eléctricos o híbridos y otras fuentes de energía alternativas. Por el momento, Ferrari solo participa de los primeros tres segmentos y a combustión, pero se encuentra en desarrollo de su primer SUV's y busca expandir su oferta a motores híbridos.

Valuación Ferrari S.p.A.

El siguiente Gráfico N° X presenta el desempeño de Ferrari, en relación a su industria.

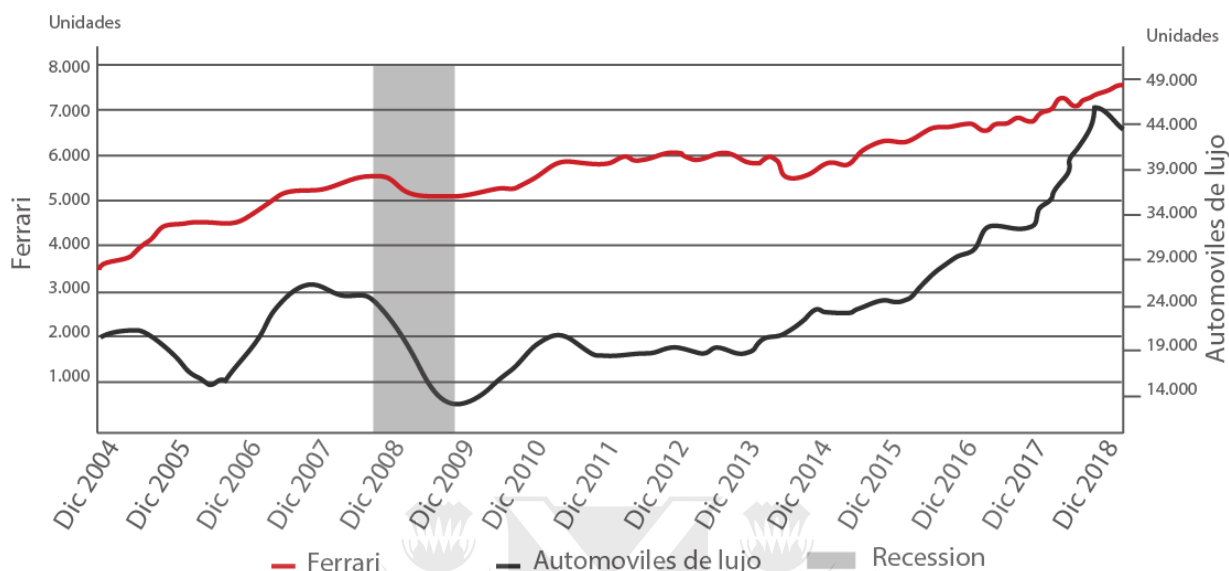


Gráfico N° X – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Tal como puede observarse, el mercado de automóviles de lujo ha superado los niveles anteriores a la recesión del 2008, logrando un crecimiento sostenido una vez recuperada la economía, y acelerando el paso más exponencialmente en los últimos tres años. Por su parte, Ferrari ha logrado mantener un crecimiento más sostenido a lo largo del tiempo, con menor volatilidad que la de sus competidores. Gracias a su estrategia de mantener volúmenes bajos, ha logrado preservar a lo largo de todo el período una demanda constante y altos precios de venta. De esta manera, fue posible para Ferrari obtener márgenes de rendimientos muchísimo mayores que los de sus pares de la industria.

Sin embargo, a fines de intentar entender hacia dónde se dirige la industria automotriz de lujo y proyectar su crecimiento, es importante analizar cada uno de sus segmentos (tipos de automóviles de lujo) por separado, y el mercado de productos de lujo en sí mismo. Al fin y al cabo, por los motivos ya mencionados anteriormente, la industria automotriz de lujo pareciera seguir mucho más la tendencia de la industria de productos de lujo en general, que la de la industria automotriz tradicional.

Valuación Ferrari S.p.A.

Mercado de Productos de Lujo

Las proyecciones de crecimiento para el próximo año del mercado de productos de lujo en general se presentan en el Gráfico XI, del informe de Bain & Co del 2018. Tal como puede observarse, el principal centro de oportunidad se encontrará en China, presentando cifras de crecimiento que superan ampliamente a las de las demás regiones.

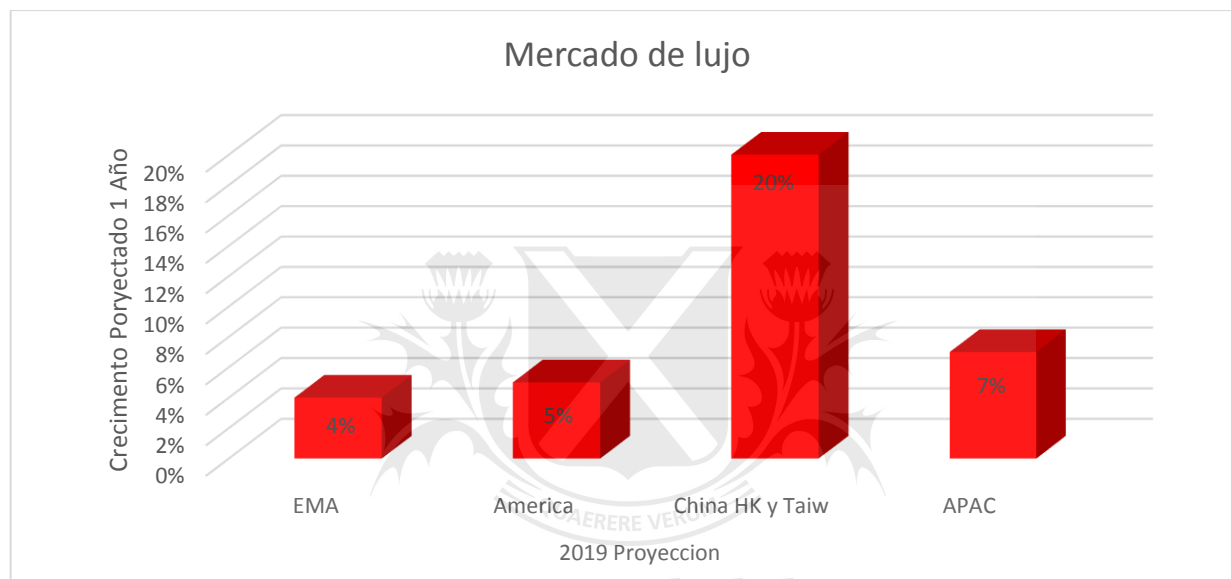


Gráfico N° XI – Fuente Bain & CO al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Hipercoches

Por el lado del mercado de hipercoches se espera un aumento de un total de 2.690 unidades para el período 2019-2024, lo cual representa un TCAC de 38 por ciento. Más específicamente, se proyecta una suba de 31.31 por ciento para el 2020. El 58 por ciento de este crecimiento se estima provendrá de la región de EMEA, siendo REINO UNIDO, Alemania e Italia los principales consumidores de esta región (Información proveniente del informe de Technavio sobre hipercoches del 2018).

El aumento de los eventos de carreras será un factor significativo para impulsar el crecimiento del mercado de hipercoches, Con la creciente popularidad de las carreras de automovilísticas, el número de eventos de carreras que se organizan en todo el mundo también ha aumentado. Eventos de carreras como Fórmula 1, MotoGP, Carreras NASCAR, Campeonato Mundial de Resistencia (WEC). y deportes de

Valuación Ferrari S.p.A.

rally tienen una gran base de fans. La popularidad de las carreras de resistencia (DAKAR) o las carreras callejeras también está creciendo. Los equipos de carreras utilizan automóviles de alto rendimiento e hipercoches en este tipo de eventos de carreras.

Automóviles de Alto Rendimiento

Con respecto al mercado de automóviles de alto rendimiento, se espera un TCAC de 7 por ciento para el período de 2019-2024, y un crecimiento de 6.28 por ciento para el 2020, Este crecimiento se verá impulsado, principalmente, por una proyección de aumento de 3.06 millones de unidades para estos cinco años, de las cuales un 43 por ciento provendrán de la región de Américas (Información proveniente del informe de Technavio sobre automóviles de alto rendimiento del 2018).

Mercado de Automóviles de Lujo

A diferencia de los automóviles de alto rendimiento, el segmento de automóviles de lujo se basa en el comfort más que en el rendimiento del vehículo.

En relación a este sector, se espera que el mercado de automóviles de lujo alcance los 173.12 mil millones de dólares, creciendo a un TCAC del 10.89% entre 2018 y 2024.

Los gráficos XII y XIII a continuación presentan las ventas y ganancias proyectadas para este segmento, para los próximos cinco años.

Valuación Ferrari S.p.A.

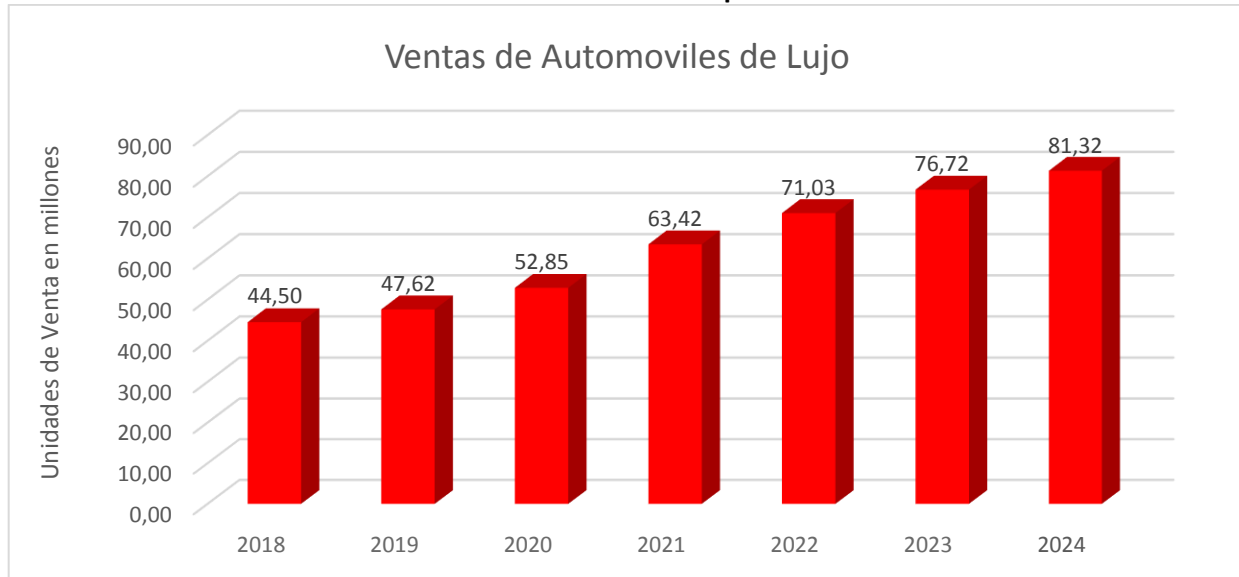


Gráfico N° XII – Fuente Bloomberg al 31.12.2018 – Elaboración Propia

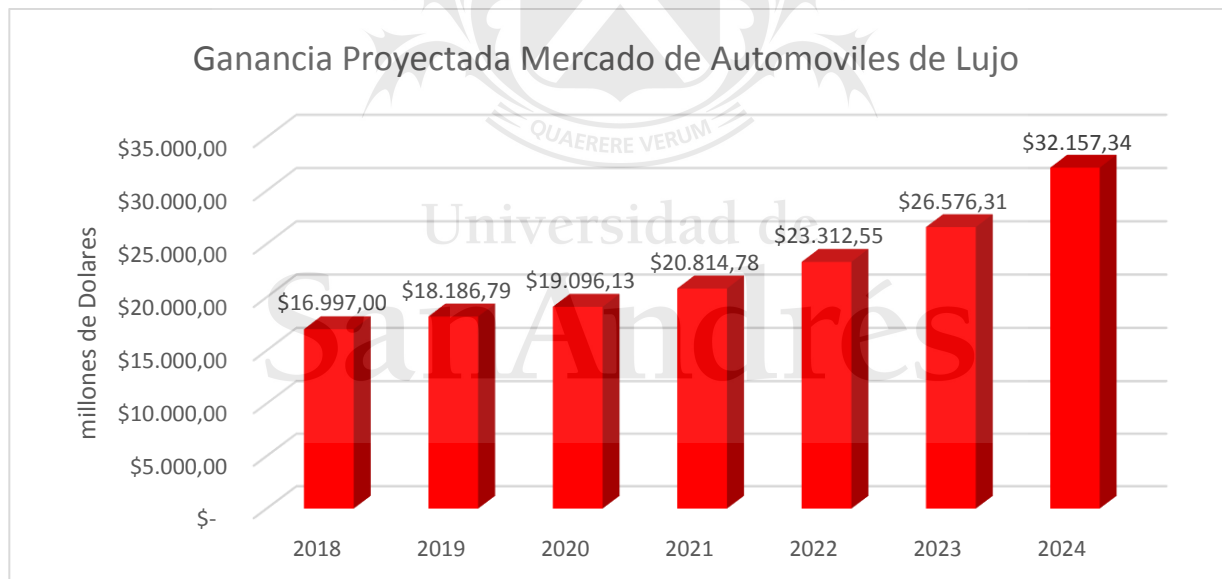


Gráfico N° XIII – Fuente Bloomberg al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Valuación Ferrari S.p.A.

Mercado Híbridos

El mercado de automóviles híbridos ha estado creciendo significativamente en los últimos años. Desde 2015 ha logrado vender, en promedio, 300.000 nuevos automóviles por año. Solo en 2018, se registraron ventas totales que alcanzaron los 515.000 automóviles. China, es el actor dominante en la venta y compra de vehículos eléctricos, con más del 47 por ciento de la cuota de mercado mundial, seguido de los Estados Unidos.

En relación a su proyección, se espera que este mercado continúe con su tendencia alcista de crecimiento, estimándose aumento de un TCAC de 10.23 por ciento para el período proyectado de 2019-2024. Algunos de los principales factores que impulsarán su crecimiento son la promulgación de estrictas normas de control de emisiones y el lanzamiento de incentivos gubernamentales para promover la compra y adopción de vehículos híbridos.

Al día de hoy, puede observarse en múltiples países, la acción estimulante de los gobiernos, que ofrecen subsidios para la compra de vehículos eléctricos e híbridos.

En el caso de Estados Unidos, por ejemplo, en 2016 se introdujo una inversión de 1.130 millones de dólares para los vehículos eléctricos. Alrededor de 678 millones de dólares se reservaron para la compra de subvenciones, y otros 339 millones de dólares para financiar el despliegue de estaciones de carga en las ciudades y en la autopista. Incluso 113 millones de dólares fueron asignados para la compra de automóviles eléctricos en la flota del gobierno federal.

Otro ejemplo es el del gobierno holandés, que redujo las tasas de impuestos a automotores para los ciudadanos de hasta un 7 por ciento para los vehículos eléctricos/híbridos, y otorga, además, un subsidio de 3.574 de dólares por vehículo en la compra de taxis totalmente eléctricos.

El mercado mundial de vehículos híbridos está dominado, en gran parte, por algunas de las principales automotrices del mundo como Toyota, Nissan, Honda, BYD, Mitsubishi, BMW y Ford de los cuales, Toyota, Nissan y Honda cuentan con la mayor cuota de mercado de vehículos híbridos.

Frente a las grandes expectativas de crecimiento de este segmento, y con el objetivo de comenzar a

Valuación Ferrari S.p.A.

captar una mayor cuota del mercado, la mayor parte de las empresas están realizando nuevas alianzas estratégicas e invirtiendo principalmente en proyectos de Investigación y Desarrollo, Ford, por ejemplo, ha invertido 11.000 millones de dólares en electrificación urbana, con planes de añadir 40 vehículos híbridos y totalmente eléctricos a su línea para 2022.

El Prius, diseñado por Toyota, fue el primer coche híbrido producido en masa del mundo y la empresa ha vendido 13 millones de coches híbridos desde su introducción en el mercado en 1997. Sin embargo, tal como se observa en el gráfico XIV a continuación, la reciente aparición de nuevos modelos, como es el caso del automóvil Tesla Model 3, ha comenzado a diversificar las ventas entre distintas marcas, quitándole el monopolio a Toyota.

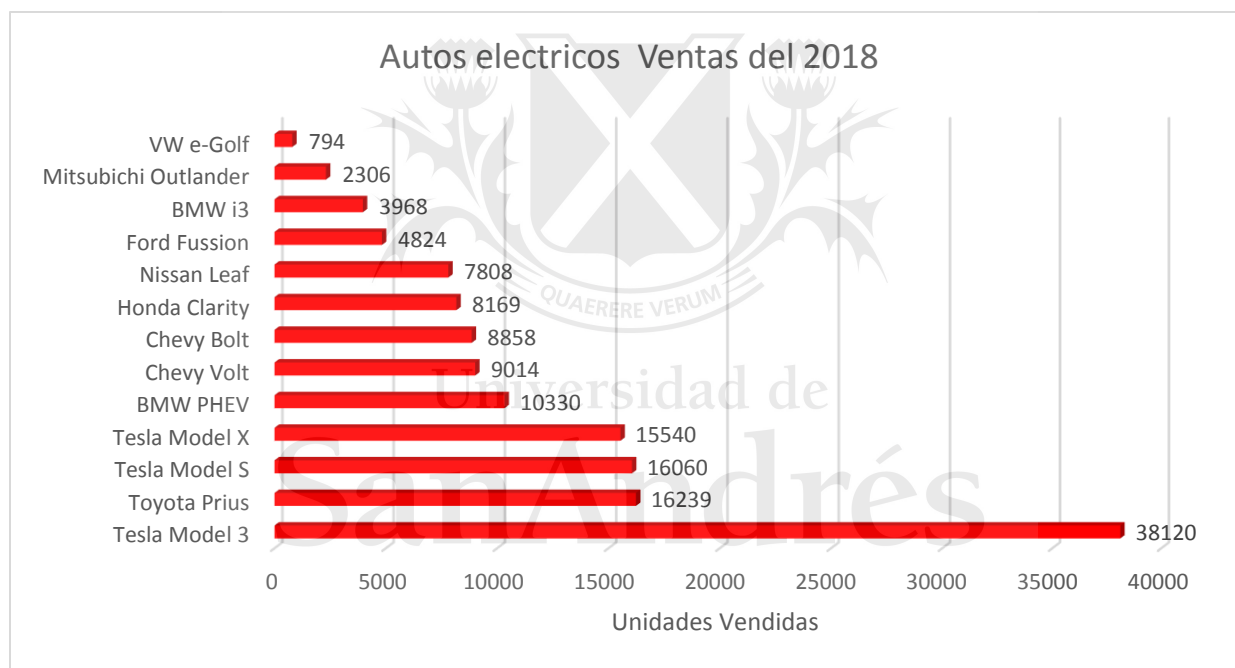


Gráfico N° XIV – xxx al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Valuación Ferrari S.p.A.

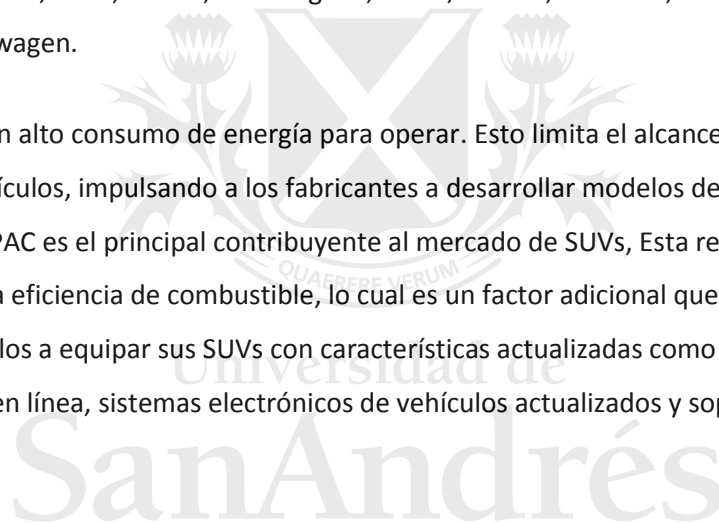
Mercado SUV's

En la actualidad, se puede observar una fuerte suba en la demanda de SUVs de lujo, en comparación a los automóviles deportivos de lujo, principalmente debido a que los SUVs ofrecen un mayor grado de seguridad y comodidad (Información obtenida de de Technavio: Global Luxury SUV Market 2019-2024).

La investigación de mercado proyecta que, en términos de unidades, este mercado crecerá a un TCAC de alrededor del 25% hasta el 2024.

El mercado de SUVs de lujo es altamente competitivo. Los principales jugadores son Audi, BMW, Daimler, Jaguar Land Rover y Volvo, Luego, con una participación menor, se encuentran Acura, Alfa Romeo, Bentley, Cadillac, GMC, Infiniti, Lamborghini, Lexus, Lincoln, Maserati, Porsche, Rolls Royce, Tesla, Toyota y Volkswagen.

Los SUVs requieren un alto consumo de energía para operar. Esto limita el alcance de conducción efectivo de estos vehículos, impulsando a los fabricantes a desarrollar modelos de SUVs de lujo eléctrico. Además, APAC es el principal contribuyente al mercado de SUVs, Esta región tiene preferencia por vehículos con alta eficiencia de combustible, lo cual es un factor adicional que está animando a los fabricantes de vehículos a equipar sus SUVs con características actualizadas como turbocompresores, motores modelados en línea, sistemas electrónicos de vehículos actualizados y soporte multimedia.



Valuación Ferrari S.p.A.

Proyección Mercado Ferrari

Luego de analizar las proyecciones de crecimiento para las diferentes subdivisiones de la industria automotriz de lujo, se vincularon los datos de los diferentes TCAC de cada uno de los segmentos. Los resultados obtenidos se encuentran reflejados en el Gráfico XV a continuación, que presenta las proyecciones de crecimiento promedio para cada segmento, para los próximos 5 años.

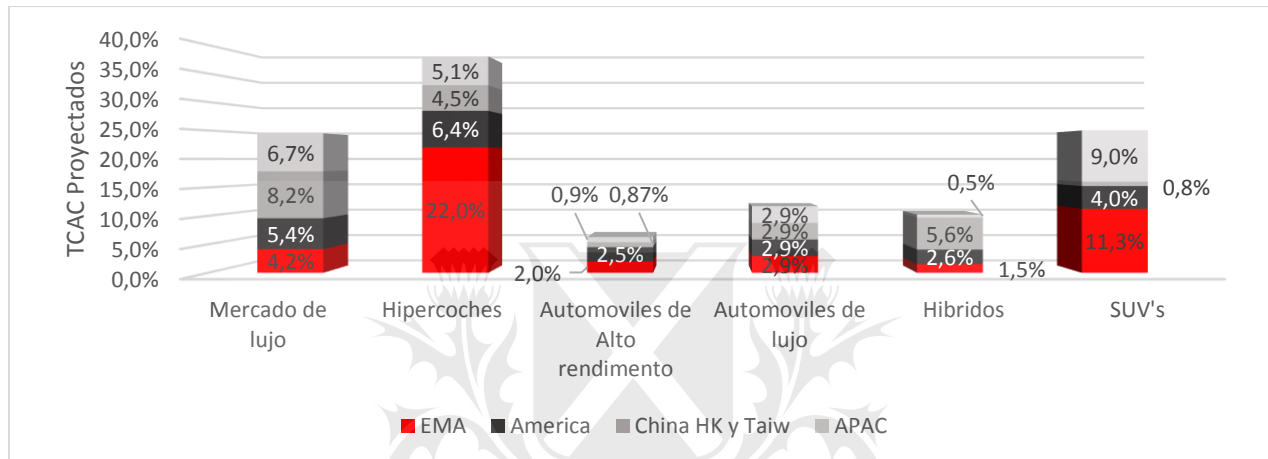


Gráfico N° XV – xxx al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Partiendo de los datos obtenidos en el gráfico anterior y, a través de la implementación de una tabla de probabilidades, se obtuvieron 3 posibles escenarios de crecimiento para la empresa Ferrari, para los próximos 5 años. Estas proyecciones se utilizarán para la valuación de la empresa en sus tres escenarios posibles, y son presentadas en el gráfico a continuación.

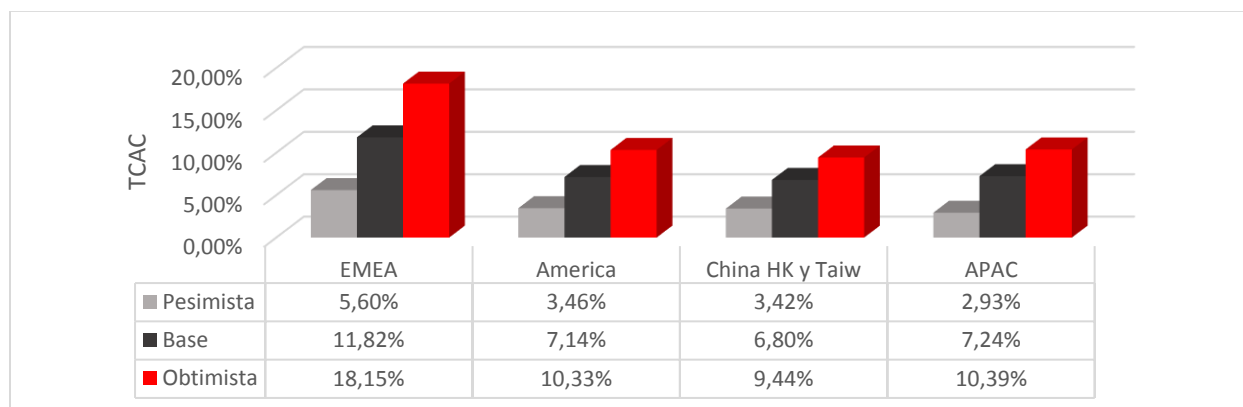


Gráfico N° XVI – xxx al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Valuación Ferrari S.p.A.

Análisis Competitivo

Cinco fuerzas de Porter

Un buen punto de partida para analizar competitivamente la industria es a partir de las cinco fuerzas de Michael Porter.



Esquema N° 1 – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Poder de Negociación con proveedores:

Con respecto a los insumos y materia prima. Ferrari cuenta con un esquema muy diferente al de cualquier automotriz. Al adquirir el 75 por ciento de los insumos necesarios previo a comenzar cualquier nueva producción. Ferrari tiene la flexibilidad necesaria para negociar con los proveedores o buscar insumos alternativos, sin alterar los tiempos de producción.

Además, el hecho de que Ferrari cuente con más de 750 proveedores diferentes también refleja el alto poder de negociación que tiene esta compañía de automóviles de lujo, Actualmente. las compras que Ferrari realiza a sus diez mayores proveedores representan, en términos de valor, solamente el 21 por ciento de los costos totales de adquisición, y ningún proveedor es dueño de más del 10 por ciento de los costos totales de adquisición.

Valuación Ferrari S.p.A.

Sin embargo, Ferrari reconoce la importante contribución de sus proveedores a la hora de lograr la excelencia, en términos de lujo y rendimiento, de sus productos. Es por ello que selecciona cuidadosamente a aquellos proveedores que son capaces de cumplir con sus altos estándares, y desarrolla relaciones fuertes y sinérgicas con ellos, considerándolos "socios clave de innovación estratégica".

Es por ello que puede concluirse que el poder de negociación de Ferrari con sus proveedores es baja/media.

Poder de Negociación con Clientes:

En el caso de las automotrices más grandes, tales como BMW, Mercedes-Benz, Tesla, Toyota, Volkswagen, Fiat Chrysler, General Motors, Honda Motors, Ford y Audi, el cliente suele contar con un alto poder de negociación dada la gran variedad y amplia gama de vehículos entre los cuales puede elegir, lo cual implica que fidelizar al cliente es un desafío importante para las compañías.

No sucede así en el caso de Ferrari que, al seguir un modelo de negocio que nunca satisface la totalidad de la demanda y logra fidelizar a sus clientes, reduce ampliamente el poder de negociación de sus clientes. El desempeño de la marca en el mundo del automovilismo, le ha permitido generar un nicho de afiliados inmenso y una fuerte lealtad entre sus clientes.

Sin embargo, al tratarse de un producto de lujo, surge la necesidad de estar constantemente innovando para cumplir con las expectativas del cliente y mantenerse por delante de los competidores. Además, el hecho de que Ferrari ofrezca productos de lujo implica que no enfrenta una demanda masiva, a diferencia de las automotrices tradicionales, sino que su demanda se concentra en la minoría con alto poder adquisitivo o que se dedica al deporte.

Es por ello que puede concluirse que el poder de negociación de Ferrari con sus clientes es media.

Amenaza de productos sustitutos:

Dentro del universo de los automóviles de lujo, resulta difícil definir un producto sustituto que pueda funcionar como una potencial amenaza. A diferencia de un automóvil tradicional, que cumple principalmente una función de transporte y puede, entonces, ser sustituida por un medio de transporte

Valuación Ferrari S.p.A.

público o incluso Uber, el automóvil de lujo no es solo un medio de transporte sino una pertenencia a una marca y a un estatus social. Estas cualidades convierten al automóvil de lujo en un producto menos sustituible por otro.

Rivalidad Competitiva:

El mercado de los automóviles de lujo no cuenta con una gran cantidad de competidores y no existe uno ni un grupo que domine el mercado. Además, se trata de una industria en constante crecimiento, que logra impulsar a todos los jugadores que compiten en ella.

Sin embargo, existe un alto nivel de competencia entre las compañías por lograr un reconocido estatus de marca que le permita fidelizar al cliente y retenerlo.

En el caso de Ferrari, la compañía ocupa el primer puesto en el ranking de las marcas más fuertes de mundo, según el informe de “Brands Finance Auto & Tyres”, de marzo de 2018. Sin embargo, mantener este puesto requiere de un constante esfuerzo de Ferrari por mantener la imagen de marca, lo cual incluye el permanente desarrollo de nuevos y mejores productos, y el buen desempeño en Fórmula 1, entre otras variables.

Puede concluirse, entonces, que la fuerza de la rivalidad competitiva es media/alta.

Amenaza de Nuevos Competidores:

Tal como sucede en la industria automotriz tradicional, la industria automotriz de lujo se caracteriza por tener altas barreras de entrada a nuevos competidores, ya que los costos fijos son muy altos y se requiere tener economías de escala a nivel global para poder sobrevivir en la industria.

Además, la gran fidelización de los clientes a cada marca implica que crecer en market share no resulta tan fácil como podría ser en el caso de la industria automotriz tradicional.

Sin embargo, el crecimiento del sector de automóviles híbridos y la creciente demanda para la categoría de las SUVs pueden funcionar como una ventana de entrada para nuevas marcas al mercado, que se posicionan en estos segmentos en auge.

Puede concluirse, entonces, que la amenaza de nuevos competidores es mediana/baja.

Valuación Ferrari S.p.A.

Posicionamiento y ventajas competitivas

Ferrari ha logrado un posicionamiento único de su marca gracias a una larga historia de dedicación y enfoque en la excelencia del diseño e ingeniería italiana.

En términos de valor de empresa, Ferrari se encuentra solamente en el puesto 17 del ranking realizado por “Brands Finance Auto & Tyres”, de marzo de 2018, que incluye a todas las compañías que forman parte de la industria automotriz. Sin embargo, tal como se puede observar en la Tabla N° XX, casi todas las empresas que se encuentran por encima de Ferrari son grandes automotrices que producen automóviles a mayor escala, y que incluso muchas de ellas ni siquiera participan del segmento de automóviles de lujo.

Sin embargo, en términos de fuerza de marca, Ferrari ocupa el primer puesto. Tal como señala la Tabla N° III, Ferrari supera a Porsche, que se encuentra en segundo puesto, por 4.2 puntos. Porsche se posiciona 10 puestos más arriba en el ranking de valor de empresa, puesto que a logrado un fuerte crecimiento en su unidad de negocios de SUV (Porsche Cayenne) y cuenta con una cuota de mercado similar a la de Ferrari, compitiendo por similares usuarios.

Valuación Ferrari S.p.A.











Este gran posicionamiento de la marca de Ferrari es fundamental en el segmento de automóviles de lujo, en el cual el principal punto de competencia es justamente la imagen de marca. Su primer puesto demuestra que la estrategia de Ferrari es sumamente exitosa y que puede esperarse que, con el pasar del tiempo, logre mejorar su cuota de mercado y su valuación dentro de todas las automotrices del mundo, y no solo dentro del segmento de automóviles de lujo.

Puesto 2018	Puesto 2017	Marca	País	Puesto 2018	Puesto 2017	Marca	País
1	3	Mercedes Benz	Alem	11	11	Renault	Fra
2	1	Toyota	Jap	12	15	Land Rover	REINO UNIDO
3	2	Volkswagen	Alem	13	12	Hyundai	S korea
4	4	BMW	Alem	14	13	Lexus	Jap
5	7	Honda	Jap	15	14	Subaru	Jap
6	5	Nissan	Jap	16	29	Haval	Chin
7	9	Porche	Alem	17	16	Ferrari	Ital
8	6	Ford	Usa	18	22	Geely	Chin
9	8	Audi	Alem	19	31	Tesla	Usa
10	10	Chevrolet	Usa	20	17	Kia	S korea

Tabla N° III –Auto & Tyres al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Valuación Ferrari S.p.A.

Top 10 Most Valuable Brands

	1	Rank 2018: 1 2017: 3 ↑ BV 2018: \$43,930m BV 2017: \$35,544m +24% Brand Rating: AAA-
	2	Rank 2018: 2 2017: 1 ↓ BV 2018: \$43,701m BV 2017: \$46,255m -6% Brand Rating: AAA-
	3	Rank 2018: 3 2017: 2 ↓ BV 2018: \$41,790m BV 2017: \$39,335m +6% Brand Rating: AAA
	4	Rank 2018: 4 2017: 4 → BV 2018: \$33,670m BV 2017: \$25,014m +35% Brand Rating: AAA
	5	Rank 2018: 5 2017: 7 ↑ BV 2018: \$22,132m BV 2017: \$21,318m +4% Brand Rating: AAA-
	6	Rank 2018: 6 2017: 5 ↓ BV 2018: \$19,376m BV 2017: \$24,768m -22% Brand Rating: AA+
	7	Rank 2018: 7 2017: 9 ↑ BV 2018: \$19,055m BV 2017: \$12,396m +54% Brand Rating: AAA
	8	Rank 2018: 8 2017: 6 ↓ BV 2018: \$17,294m BV 2017: \$22,432m -23% Brand Rating: AAA-
	9	Rank 2018: 9 2017: 8 ↓ BV 2018: \$14,951m BV 2017: \$12,546m +19% Brand Rating: AAA-
	10	Rank 2018: 10 2017: 10 → BV 2018: \$12,822m BV 2017: \$11,525m +11% Brand Rating: AAA-

Top 10 Strongest Brands











	BSI Score 91.5
	BSI Score 87.3
	BSI Score 86.9
	BSI Score 85.6
	BSI Score 85.3
	BSI Score 85.2
	BSI Score 84.1
	BSI Score 83.3
	BSI Score 82.9
	BSI Score 82.8

Tabla N° IV –Auto & Tyres al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Valuación Ferrari S.p.A.

En 2018, los volúmenes de Ferrari en los 22 mercados más grandes a nivel mundial, estuvieron sustancialmente en línea con 2017, impulsados principalmente por la contribución de sus nuevos modelos. El Gráfico XVIII a continuación indica la cuota de mercado correspondiente a Ferrari, dentro del segmento de automóviles de lujo, para las principales regiones geográficas en las cuales la compañía tiene presencia. Tal como puede observarse, dentro de los 22 mercados principales. Ferrari alcanza 17 por ciento de participación en el mercado de automóviles de lujo; con el 19 por ciento en el segmento de automóviles deportivos y el 14.5 por ciento de la cuota de mercado en el segmento GT.

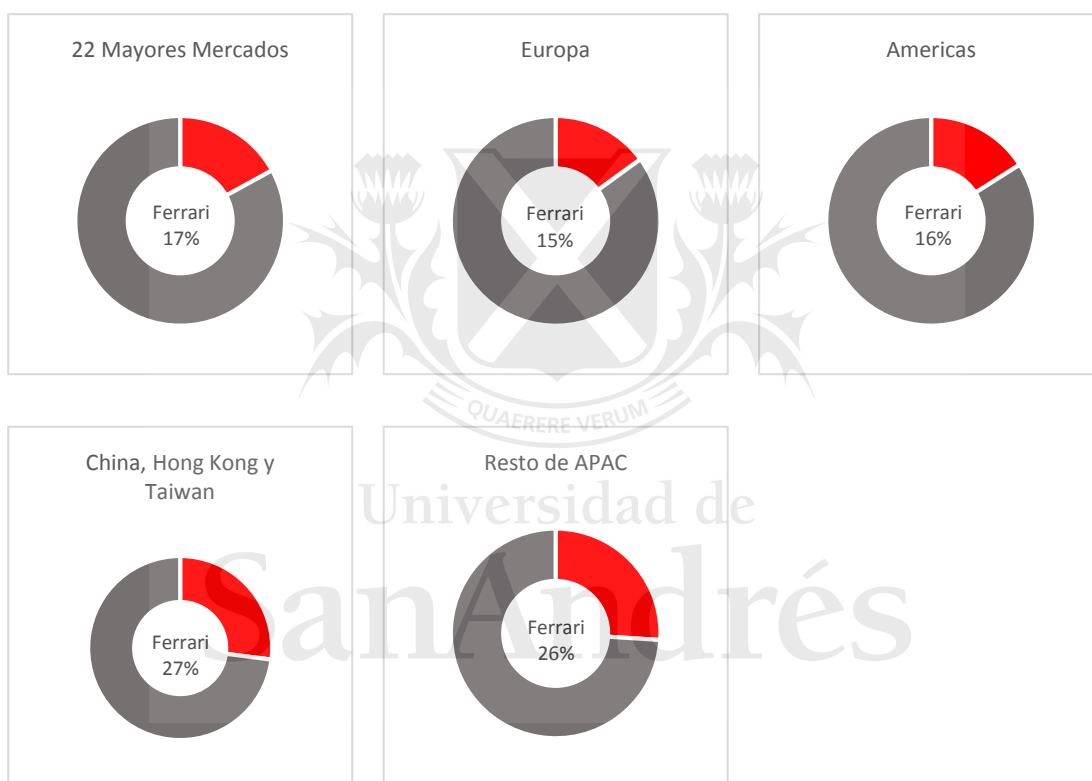


Gráfico N° XVII – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

La cuota de mercado puede utilizarse como un buen indicador del atractivo de la marca y como métrica orientadora de su rendimiento. Dado que Ferrari gestiona deliberadamente su oferta en relación con la demanda, para defender y promover la exclusividad de marca y precios con prima, la compañía solamente aumentaría su cuota de mercado mientras este crecimiento no entre en conflicto con su estrategia de marca. Por ende, un crecimiento de la cuota de mercado es un buen indicador de la fortaleza de la marca Ferrari.

Valuación Ferrari S.p.A.

Oportunidades y Debilidades

Oportunidades

Ferrari se encuentra en desarrollo de dos productos nuevos que le permitirán agrandar su cuota de mercado o incrementar su segmento de usuarios posibles y crear dos nuevas unidades de negocio. Los dos modelos en cuestión son el SF90 Stradale y Purosangue.

Con objetivos de lanzamiento en 2020, el SF90 Stradale promete ser el automóvil más veloz del mundo y se trata del primer híbrido que desarrolla la compañía que no es para pista de carrera.

Con 986 caballos de fuerza, con tres motores eléctricos, el SF90 Stradale no es el primer automóvil híbrido de Ferrari ya que cuenta con una edición limitada anterior y, a su vez, los mono comandos de Fórmula 1 de Ferrari también utilizan un sistema híbrido de motor-generator. Sin embargo, será el primero en producción en serie y ofrecido para todas las zonas geográficas.

Por su parte, el Purosangue será el primer SUV de Ferrari y también contará con un sistema híbrido de alimentación. Se estima que su lanzamiento será en 2022.

Estos dos nuevos vehículos expanden la posibilidad de Ferrari de poder ingresar tanto en el mercado de híbridos como de SUVs, Se espera un crecimiento muy significativo de ambos mercados en los próximos años y tanto el Stradale como el Purosangue, le permitirán a Ferrari agrandar su oferta de productos en el mercado, por medio de su incorporación a dos nuevos segmentos de lujo.

Valuación Ferrari S.p.A.

Debilidades

Las ventas de todo el mercado automotriz se ven cada vez más dependientes de las políticas de cada país. El actual presidente de los Estados Unidos, por ejemplo, anunció recientemente la introducción de aranceles de importación para los coches de lujo. Esto implica que Ferrari y otros fabricantes de automóviles de lujo podrían tener que hacer frente a un derecho de importación del 35 por ciento para los automóviles no construidos en los Estados Unidos. A su vez, la industria automotriz también se ve cada vez más dependiente de las políticas monetarias de cada región que, principalmente, impactan en los costos de endeudamiento.

Más allá que Ferrari se encuentra muy alineado con las políticas de protección del medio ambiente, la implementación por parte de los gobiernos de medidas más estrictas en lo que refiere a la emisión de gases o al impacto de las plantas de producción, puede crear dificultades futuras.

Además, una posible amenaza para la industria, que surgió en los últimos años, es el incremento en la competencia principalmente empujada por el surgimiento de nuevas tecnologías, como la conducción autónoma, que impulsan tanto a gigantes tecnológicos como a start-ups a ingresar al mercado. No obstante, el gran foco de Ferrari en la constante innovación y desarrollo implica que la compañía puede contar con las herramientas necesarias para responder a estos cambios tecnológicos y mantener sus productos actualizados, siempre a la par de las últimas novedades y cambios en la industria.

Valuación Ferrari S.p.A.

Análisis Financieros

El análisis financiero de Ferrari presentado a continuación está realizado a partir de los estados contables consolidados y preparados de acuerdo a las International Financial Reporting Standards (“IFRS”), y de acuerdo a la parte 9 del libro 2 del código civil de Holanda para los períodos comprendidos entre 2014 y 2018.

A pesar de que la empresa opera globalmente, todos los valores están expresados en Euros.

En este apartado analizaremos a Ferrari desde el punto de vista de la rentabilidad, la eficiencia en sus operaciones (ratios de actividad) y su calidad crediticia. Se evaluará la evolución de dichos indicadores y otras métricas relevantes para el plazo de cinco años, y luego se hará un comparativo con los principales competidores dentro del mercado de automóviles de lujo.

Ratios de Rentabilidad

Tal como ya se ha mencionado, aunque Ferrari ofrece un portafolio de productos bastante variado, su unidad de negocio más importante es la de los automóviles de lujo. Dentro de este segmento, los distintos tipos de vehículos que vende Ferrari ofrecen todos márgenes de rentabilidad muy similares, por lo cual los cambios en el porcentaje de ventas de los diferentes tipos de automóviles no impactan en la rentabilidad total de esta unidad de negocio. Es así que Ferrari se evita el riesgo y la potencial amenaza que puede implicar para muchas empresas automotrices el cambio de las preferencias de los consumidores, y puede simplemente concentrarse en incrementar la cantidad total de vehículos, sin importar qué modelos formen parte de este total de ventas.

El Gráfico XIX, a continuación, presenta el margen bruto de Ferrari de los últimos 5 años, en comparación a la media de la industria. En él puede observarse que Ferrari ha logrado incrementar su margen bruto de 46.8 por ciento a 52.7 por ciento, mientras que la media de la industria actualmente se mantiene en un 27.2 por ciento. Ferrari logra una margen de rentabilidad que casi duplica el promedio de sus pares en la industria.

Valuación Ferrari S.p.A.

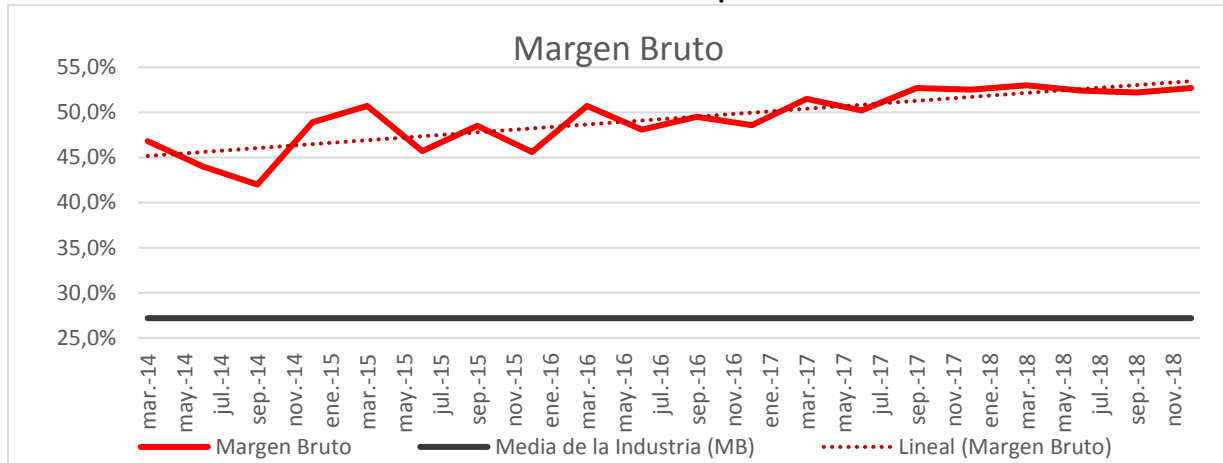


Gráfico N° XIX – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Cunado se realiza una comparación de las ventas y los costos de la empresa (Gráfico XX), puede observarse que los costos operativos han marcado un leve retroceso en los últimos años, a la par de que las ventas han ido creciendo. Esto es reflejo de la continua optimización de Ferrari en todo su proceso productivo, y de la obtención de mejores acuerdos con sus proveedores.

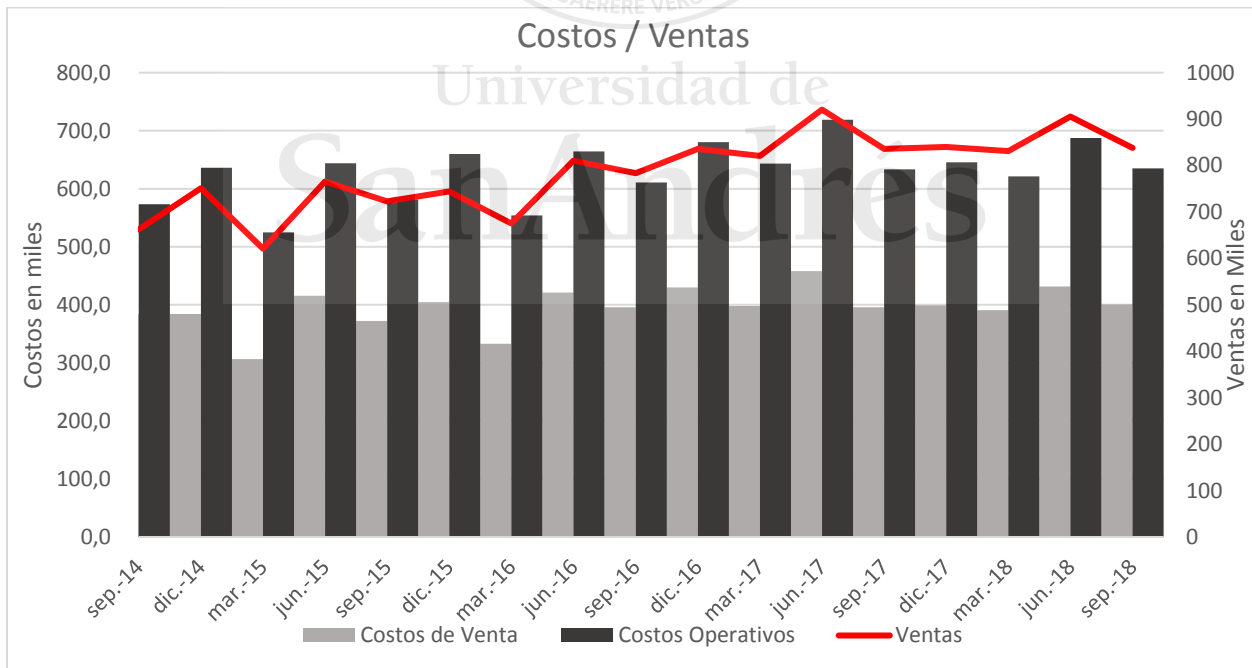


Gráfico N° XX – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Valuación Ferrari S.p.A.

En relación a las ventas, el Gráfico XXI a continuación, refleja el crecimiento constante que presentó la compañía en los últimos 5 años. A lo largo de este período, Ferrari ha crecido un 27.5 por ciento, lo cual representó un total de 1.996 unidades adicionales vendidas.

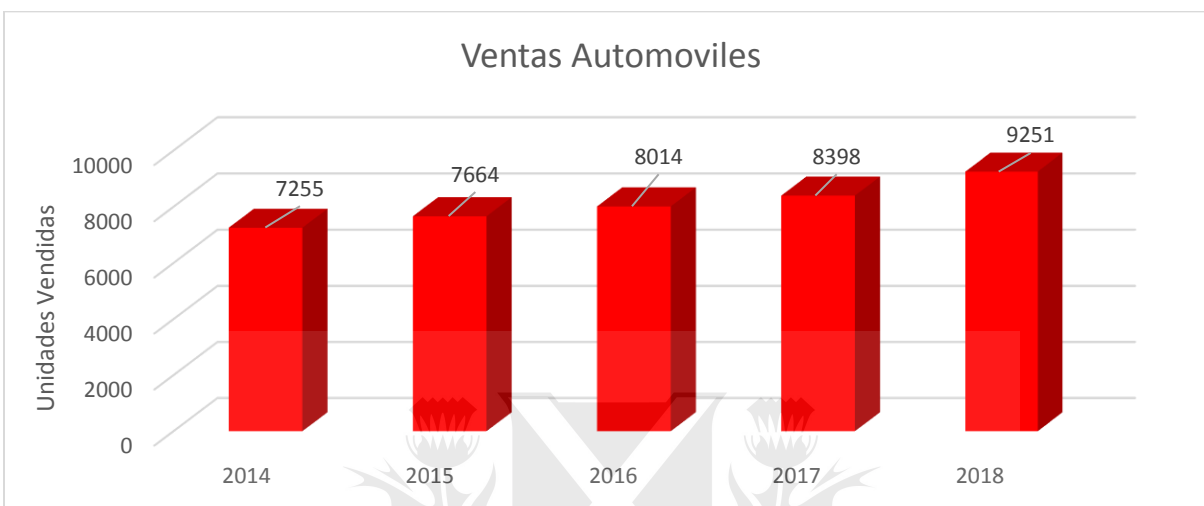


Gráfico N° XXI – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Por su parte, el margen de EBITDA es uno de los ratios más importantes y representativos a la hora de evaluar la rentabilidad de un negocio. Con solo observar el Gráfico XXII resulta incuestionable que Ferrari ha logrado mejorar su rentabilidad sustancialmente en los últimos 5 años, pasando de un margen de EBITDA de 23.9 por ciento en marzo de 2014, a uno de 32.3 por ciento en diciembre de 2018. Este crecimiento representa una mejora de un 8.4 por ciento en su rentabilidad, y coloca a Ferrari con un margen ampliamente superior al de la industria (más del doble más alto). El análisis del margen neto, en el Gráfico XXIII, continúa y confirma esta misma línea de análisis.

Valuación Ferrari S.p.A.

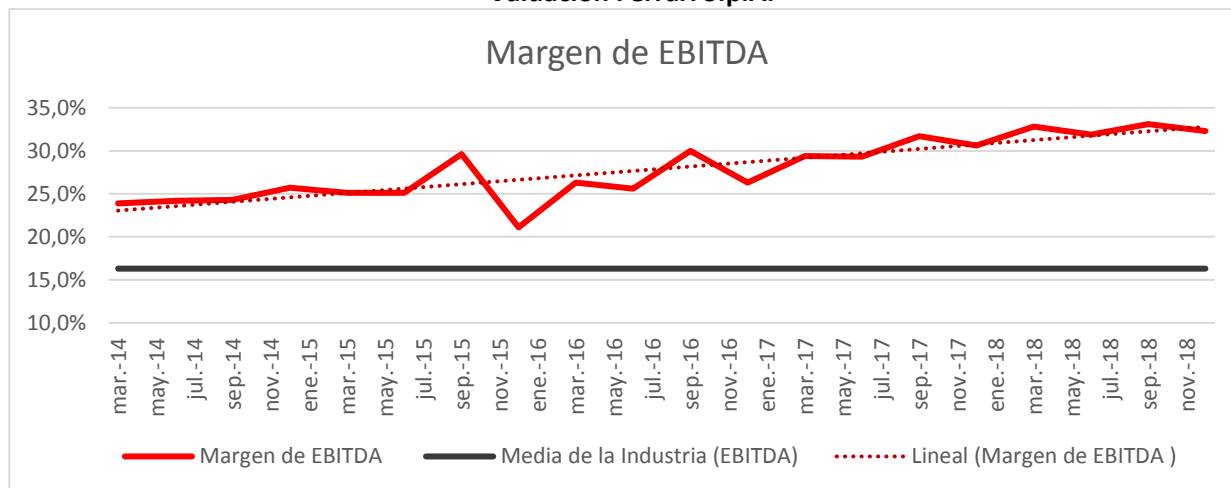


Gráfico N° XXII – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

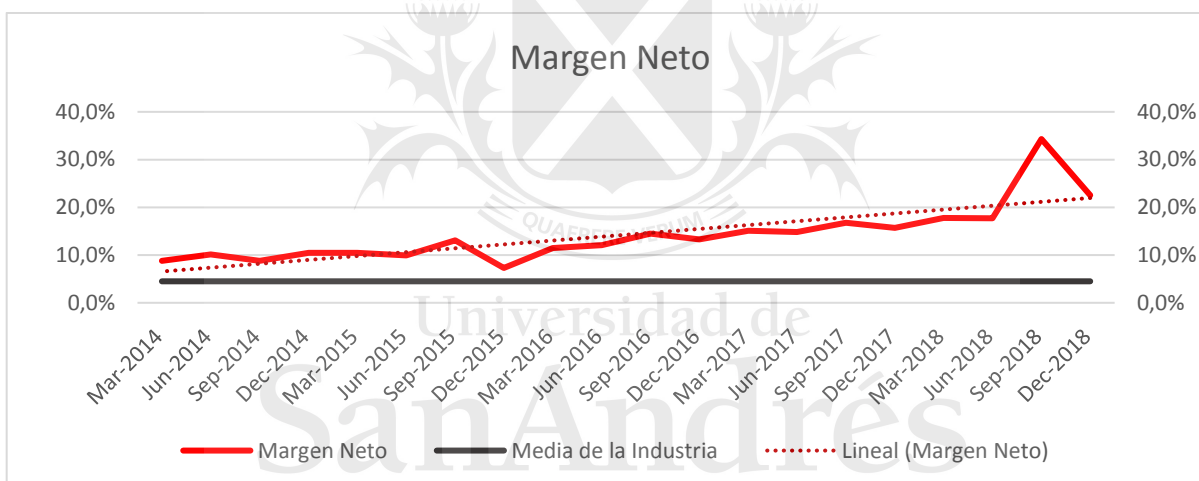


Gráfico N° XXIII – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

A continuación se realiza un análisis entre el margen bruto y el margen de EBITDA, el mismo sirve como métrica de medición de que grado de significancia cuenta la unidad de negocios de Ferrari Financial el cual se puede observar que cuenta con poco peso, dado que la curva de margen EBITDA de la empresa sigue la misma forma que la de margen operativo. Por lo tanto, la franja que se observa de diferencia entre ambas curvas representa los gastos operativos del negocio.

Valuación Ferrari S.p.A.

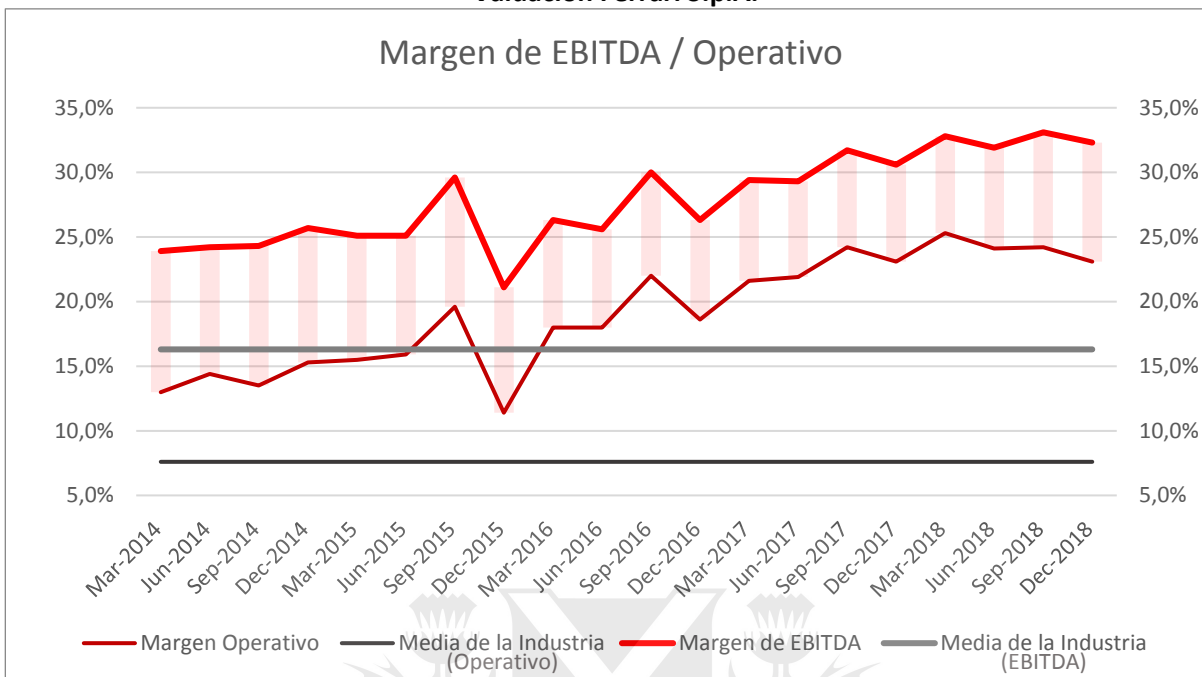


Gráfico N° XXIV – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Al analizar el ROA de Ferrari, es observable que su crecimiento más significativo se dio a partir del lanzamiento del IPO de la compañía, llegando a su máximo en septiembre de 2017, y comenzando a estabilizarse desde entonces cercano a un 4 por ciento. Este valor se encuentra ampliamente superando a la industria, que cuenta con un ROA de 0.9 por ciento.

Es cierto que, al ser una empresa joven, que cotiza en bolsa desde hace relativamente poco tiempo, es esperable que tanto el ROA como el ROE sean figuras muy volátiles. Sin embargo, al momento, la diferencia con los valores de la media del mercado es significativa, ofreciendo una oportunidad de rentabilidad muy por encima de la de la industria.

Con respecto a el ROE, se puede observar claramente un pico impulsado por la segunda etapa del lanzamiento del IPO. Al igual que sucede en el caso del ROA, el ROE con un valor actual de 14.5 por ciento, también se encuentra muy por arriba de la media del mercado, actualmente en 2.5 por ciento. No obstante, para un mejor entendimiento de ambas métricas, es importante tener en cuenta las variables de apalancamiento y otras, que se presentan en la tabla IV de la descomposición de Dupont, ya que estas variables influyen tanto en el nivel de ROE como en el ROA.

Valuación Ferrari S.p.A.

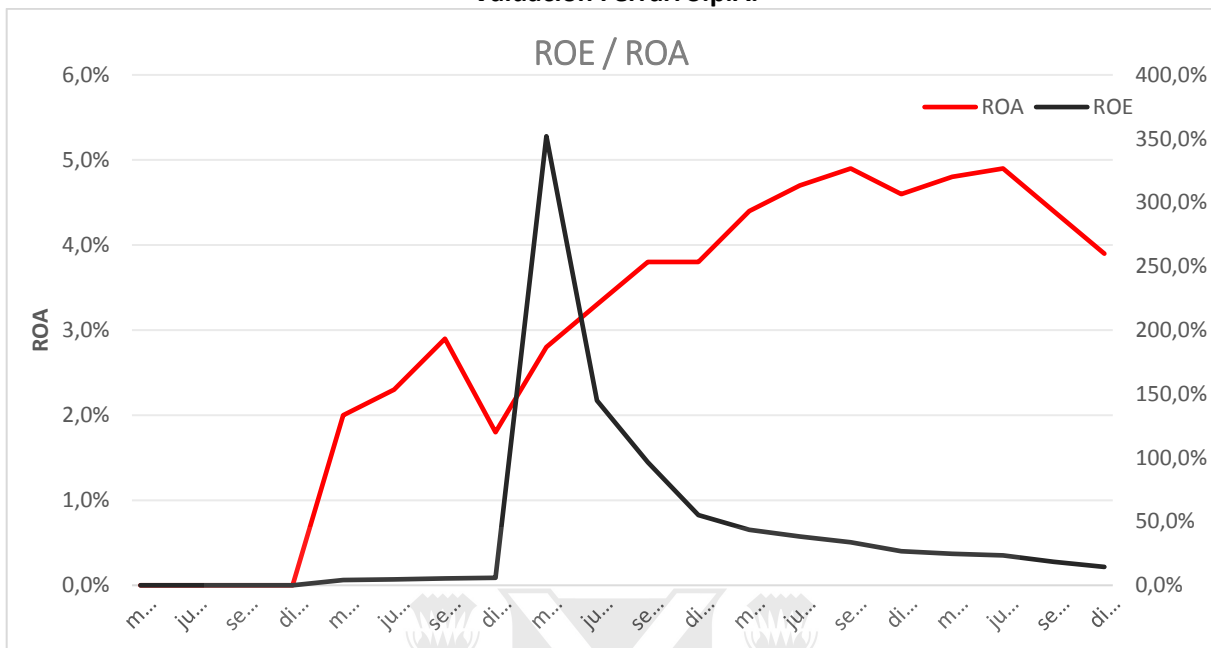


Gráfico N° XXV – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Descomposición de DuPont (en base promedio anual)

Descomposición Dupont	2014	2015	2016	2017	2018	Media de la Industria
Márgen Neto	9.6%	10.2%	12.9%	15.6%	23.1%	4.5%
Rotación de Activos	-	0.15	0.18	0.21	0.19	0.17
Márgenes de pre-impuestos	14.3%	15.3%	18.2%	21.9%	23.5%	5.3%
Apalancamiento	0.47	1.93	29.35	6.9	4.24	3.36
ROE	-	3.3%	112.5%	25.3%	19.2%	2.50%

Tabla N° IV – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

La tabla presentada anteriormente refleja que, al momento de esta valuación, Ferrari se encuentra muy por encima de su competencia en cuestiones de rentabilidad. Sin embargo, el lanzamiento del IPO ha creado un cambio estructural posiblemente exagerado, que pareciera estar recién ahora empezando a

Valuación Ferrari S.p.A.

estabilizarse. Por lo cual, quedaría por verse si Ferrari logra mantener esta diferencia tan alta con respecto a la industria, o si solo se encuentra actualmente transitando una etapa favorable.

Al analizar la diferencia entre el beneficio obtenido por las ventas de automóviles (unidad de negocio con mayor influencia) y los costos de R&D Investigación y Desarrollo, puede concluirse que la empresa logra alcanzar un crecimiento sostenido y constante de sus ventas, sin necesitar invertir en R&D en igual proporción.

Tal como refleja el gráfico, las ventas han aumentado un 30.4 por ciento desde 2014 (TCAC del 6.1 por ciento), mientras que los recursos alocados para R&D crecieron un 18.9 por ciento en los últimos 5 años.

Esto se debe a que la estrategia de lanzar un nuevo modelo por año ha logrado distribuir los gastos de R&D mejor a lo largo del tiempo.

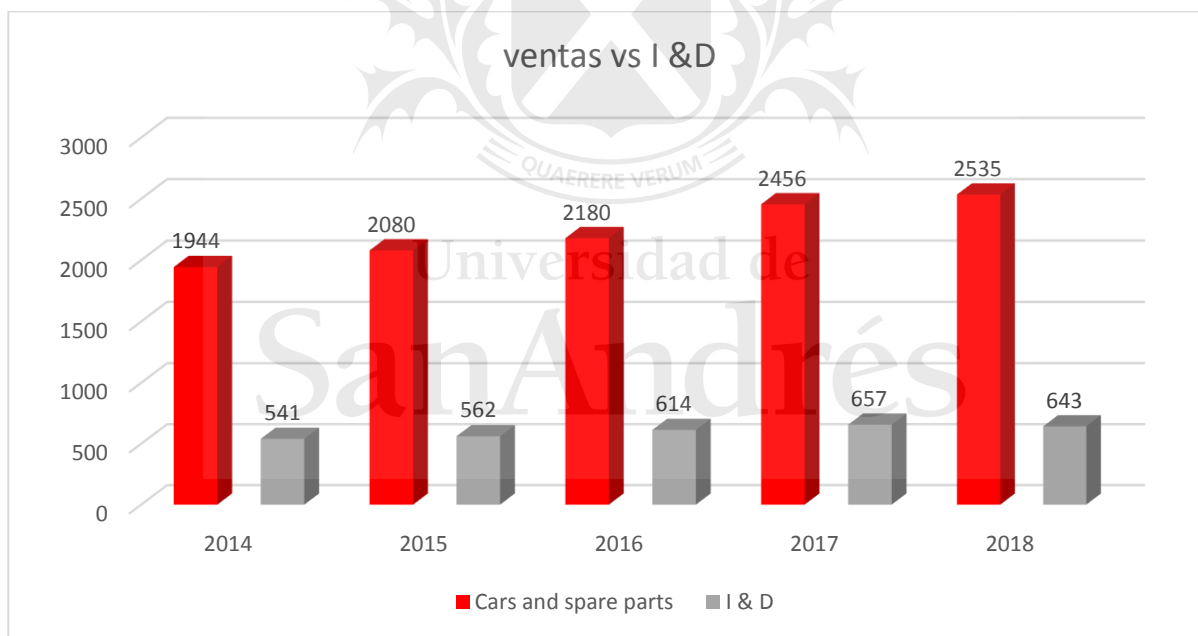


Gráfico N° XXVI – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Sin embargo, los costos de R&D siempre representan un alto riesgo, ya que resulta imposible poder anticipar si la asignación de recursos obtendrá el objetivo deseado y la aceptación de los clientes. En el

Valuación Ferrari S.p.A.

caso de Ferrari, ellos incluyen conceptos tales como gastos de nuevas tecnologías, aerodinámica, nono-comandos, diseños, híbridos e ingeniería.

En estos cinco años, Ferrari ha logrado que los Costos de Ventas representen un 8 por ciento menos de las ventas, alcanzando un ingreso mayor por utilidad. Esto se ha podido lograr por medio de la búsqueda de optimización, tanto del proceso productivo como de los métodos de transporte y materia prima.

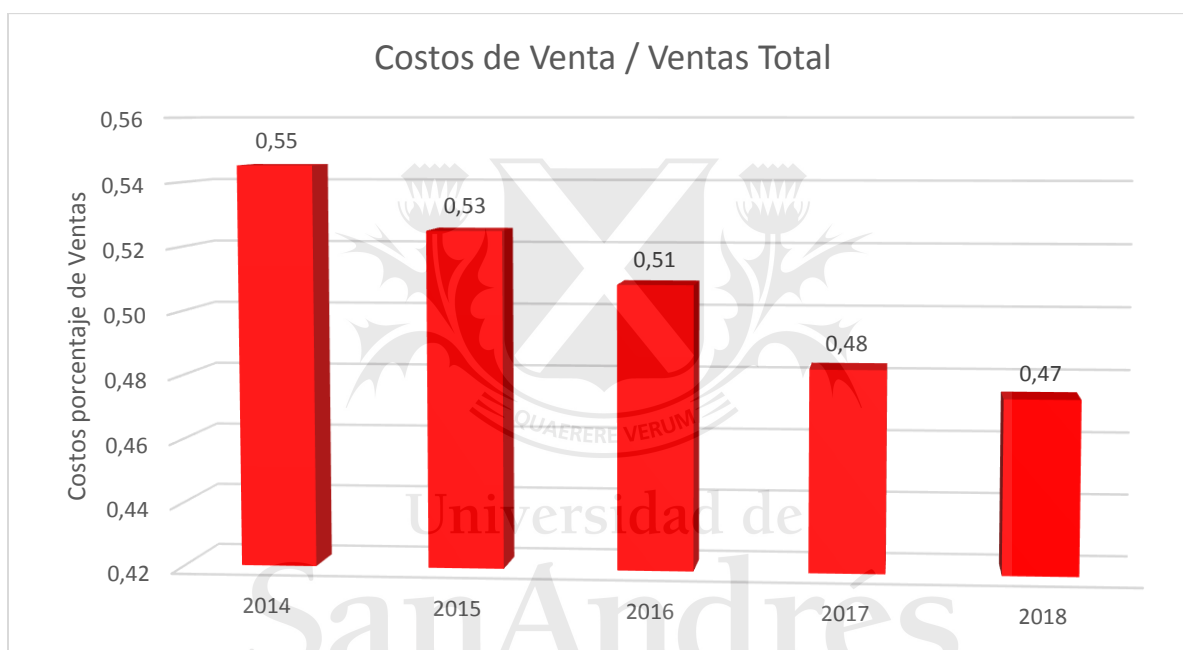


Gráfico N° XXVII – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Ferrari espera poder continuar con esta tendencia de reducción de costos en lo próximos años. A pesar de reconocer que ya han alcanzado la eficiencia en gran parte de su proceso, quedan aún algunos aspectos que se pueden seguir optimizando, para alcanzar un mayor margen de ventas.

Por su parte, el indicador de ingresos normalizados antes de impuestos (Gráfico XXVIII) señala un aumento de estos ingresos de un 132 por ciento, en los últimos 5 años. Al compararlo con los aumentos en ventas, que solo fueron de un 27.5 por ciento, se puede deducir que la empresa ha logrado mejorar notoriamente su nivel de eficiencia.

Valuación Ferrari S.p.A.

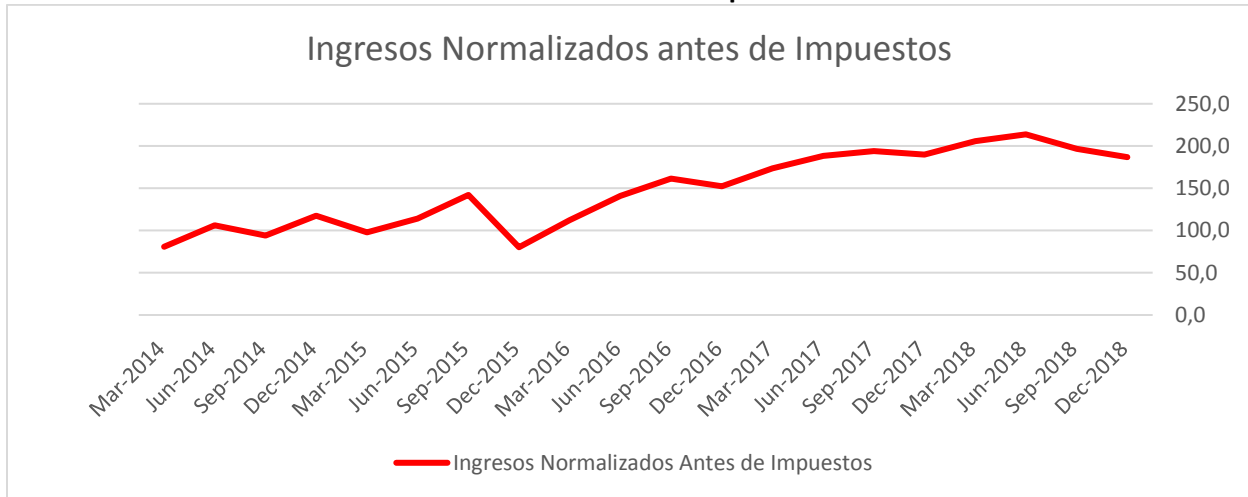


Gráfico N° XXVIII – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Otro indicador relevante para analizar el nivel de evolución de una compañía es la interacción entre el EBIT y el Márgen Bruto. El mismo se puede observar en el Gráfico XXIX a continuación, donde se refleja un crecimiento con cierta estabilidad para los últimos 5 años. A la vez, se puede contemplar que el porcentaje de diferencia de uno sobre el otro (EBIT / Márgen Bruto) también ha crecido sustancialmente en este período, pasando de 31 por ciento en el 2014, a 46 por ciento en el 2018, representando una mejora en la rentabilidad porcentual de Ferrari.

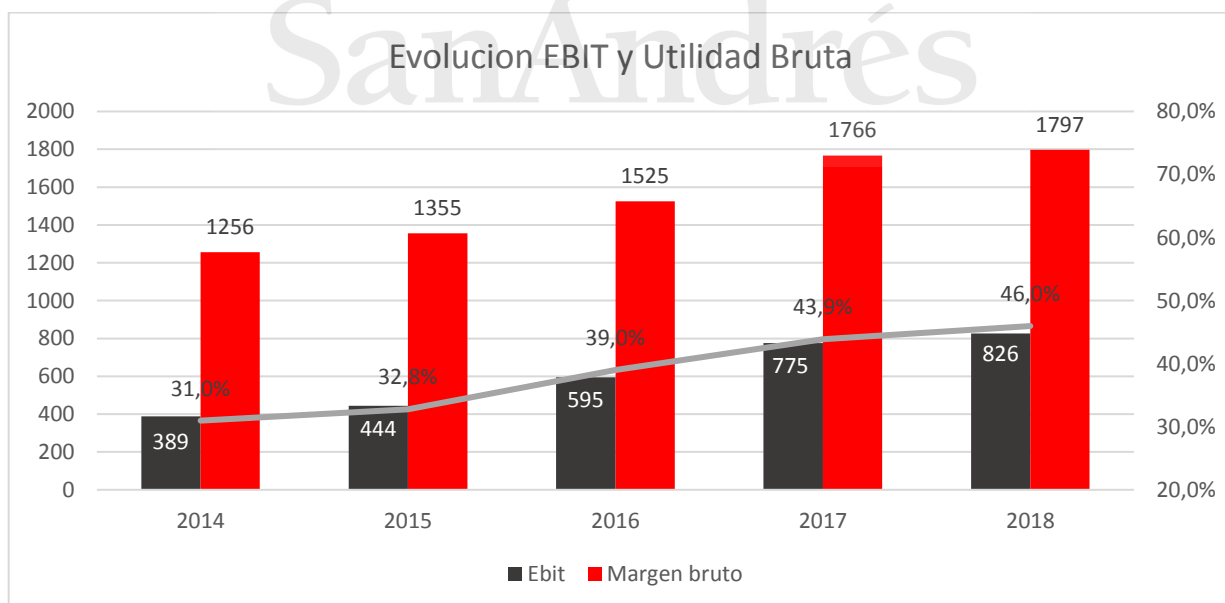


Gráfico N° XXIX – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Valuación Ferrari S.p.A.

Ratios de Actividad

Un buen punto de partida para el análisis de la actividad de la compañía es el análisis de la evolución de la rotación de activos y, específicamente, del inventario. Los gráficos XXX y XXXI presentan los resultados para los últimos 4 años.

Con respecto a la rotación de activos, la empresa ha podido mantener una evolución creciente hasta julio del 2017, necesitando una menor inversión para poder generar un dólar de ventas. Sin embargo, en el último año, ha sufrido una corrección desde su máximo de 0.23, bajando a su valor actual de 0.18, lo cual implica un aumento de la capacidad de inversión necesaria.

Por otro lado, al analizar la evolución de la rotación de inventario, se observa una caída desde su máximo del 40 por ciento, a niveles por debajo de la media de la industria en un 20 por ciento. Ello implica que Ferrari cuenta con un circuito de rotación de materia prima muy bien aceitado, lo cual es sumamente importante en la industria automotriz debido a la ciclicidad de la industria y a la inmovilización de capital.

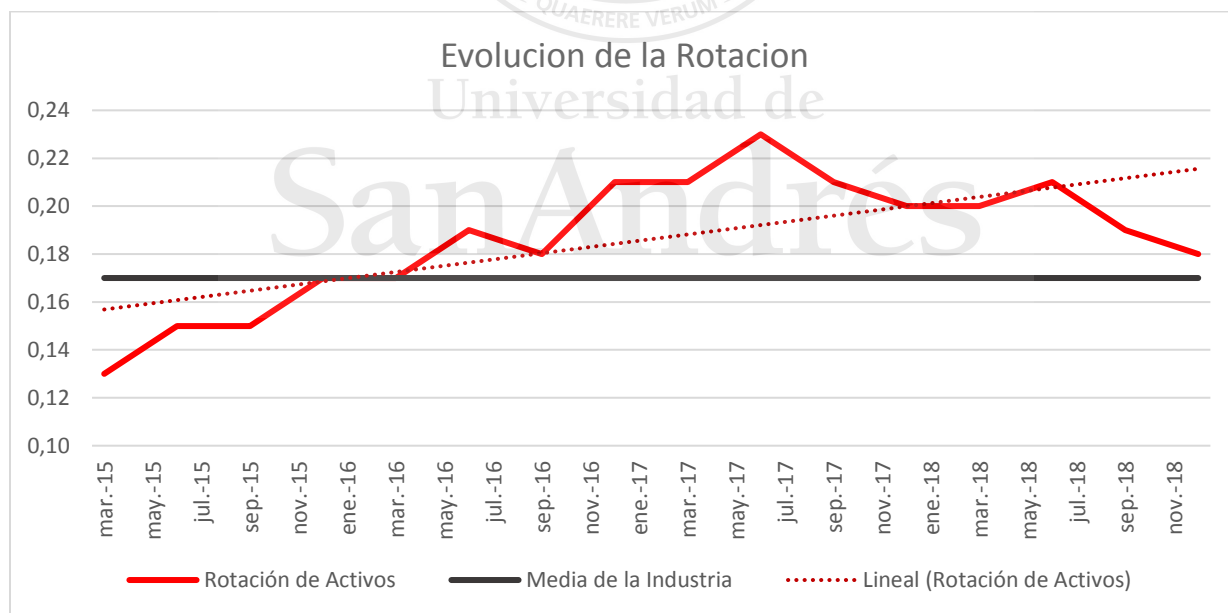


Gráfico N° XXX – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Valuación Ferrari S.p.A.

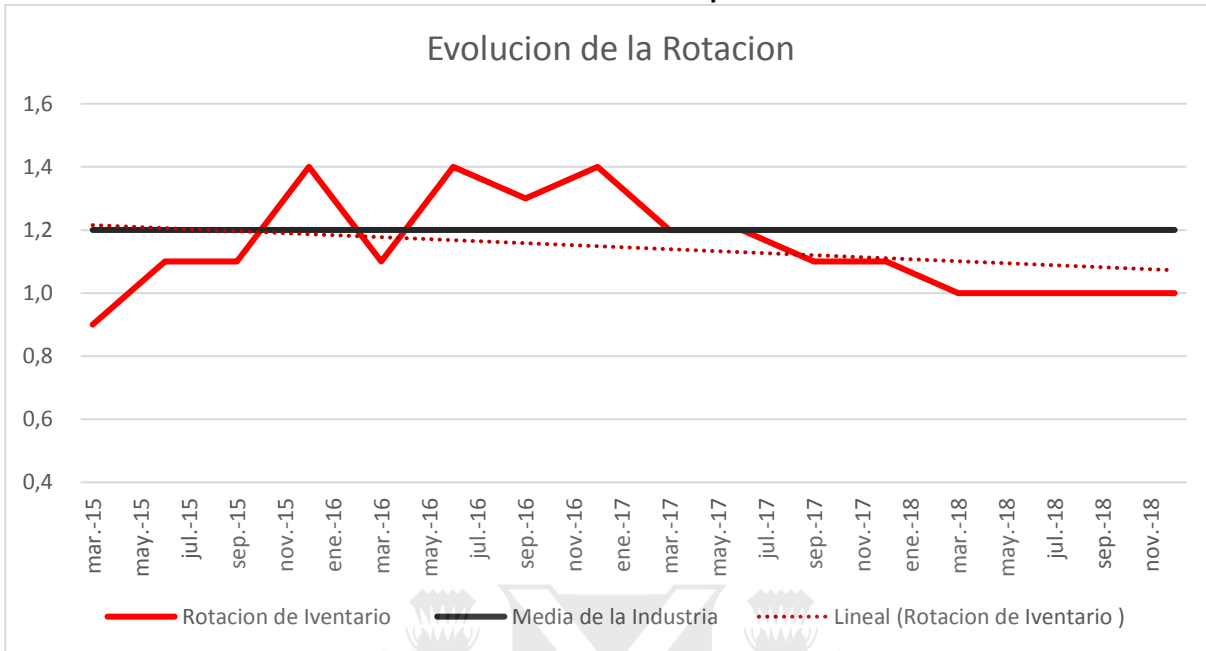


Gráfico N° XXXI – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Desde el punto de vista de los indicadores de capital de trabajo, todos señalan una mejora en la optimización a lo largo de estos últimos 5 años. Esto puede observarse en el Gráfico XXXII, que refleja la reducción del capital de trabajo en un 39 por ciento desde su máximo de diciembre de 2014, como también en la reducción de un 37 por ciento del ratio de capital de trabajo sobre las ventas netas. Tal como señala la Tabla V, Ferrari ha logrado optimizar su necesidad de capital de trabajo principalmente mediante la adopción de plazos de pago más largos que los plazos de cobro.

Valuación Ferrari S.p.A.

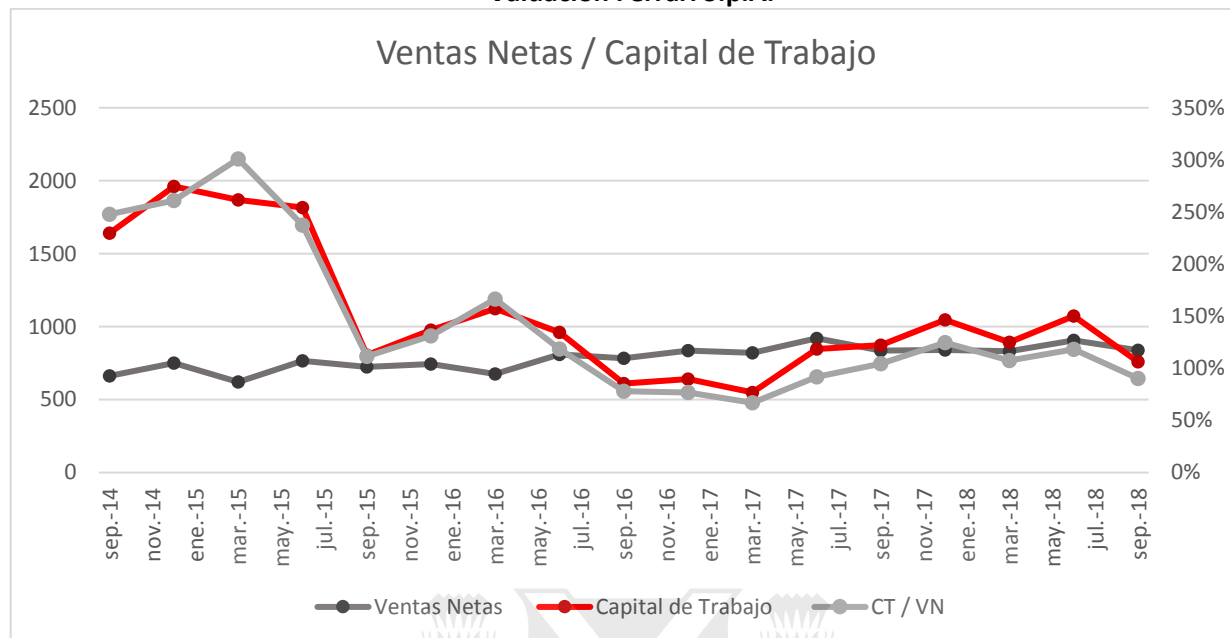


Gráfico N° XXXII – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Medido en días	2015	2016	2017	2018	Media de la Industria
Días de inventario	81.7	70.8	80.9	91.3	76.5
Plazo de cobros	181.2	132.6	108.6	114.7	124.2
Plazo de pagos	131.0	125.9	132.0	136.6	50.1
Ciclo efectivo	131.9	77.475	57.4	69.35	150.6
Ciclo Operativo	262.85	203.325	189.425	205.975	200.7

Tabla N° V – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

En el Gráfico XXXIII a continuación se puede observar el retorno que han recibido los inversores en los últimos años por su capital invertido. Este valor pasó a ser de un 2 por ciento en 2015, a un 5.4 por ciento en 2018, demostrando una amplia mejora en la gestión e implementación de capital de Ferrari a lo largo de este período.

Valuación Ferrari S.p.A.

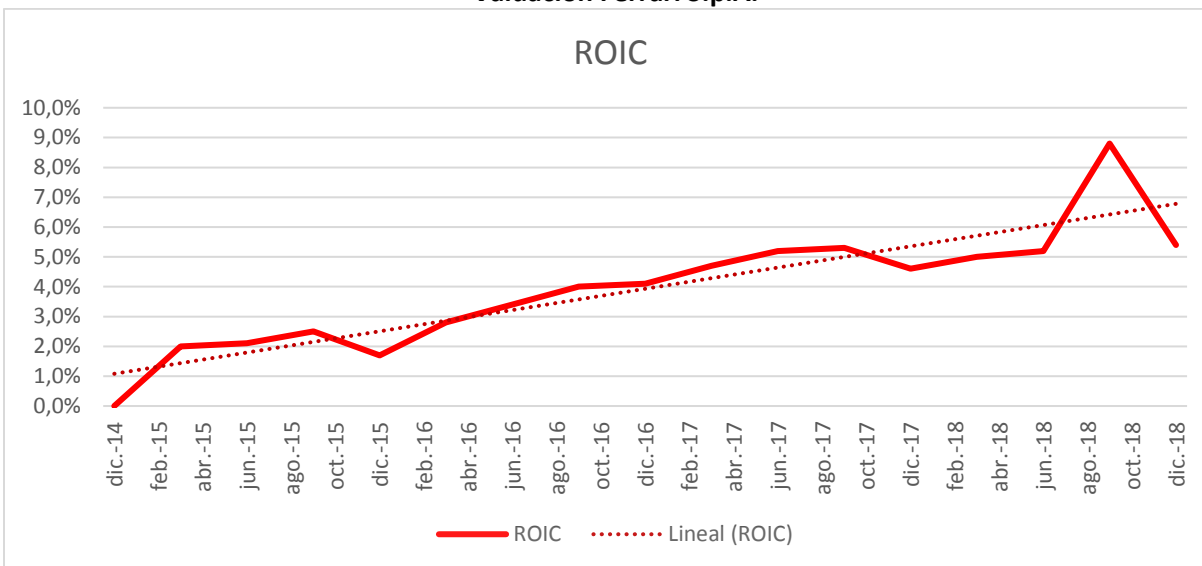


Gráfico N° XXXIII – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Para finalizar con el análisis de las ratios de actividad, se presenta a continuación la evolución del CAPEX o Gastos de Capital de los últimos 5 años. A lo largo de 2014, 2015 y 2016 el nivel de CAPEX se ha mantenido principalmente estable. Sin embargo, en 2017, se observa un suave incremento de un 14.4 por ciento con respecto al año anterior y, en 2018, un incremento más pronunciado de un 63.1. Por otro lado, al analizar el comportamiento mensual del CAPEX, se detecta una naturaleza cíclica que se mantiene constante año a año, siendo siempre Diciembre el mes de mayor inversión.

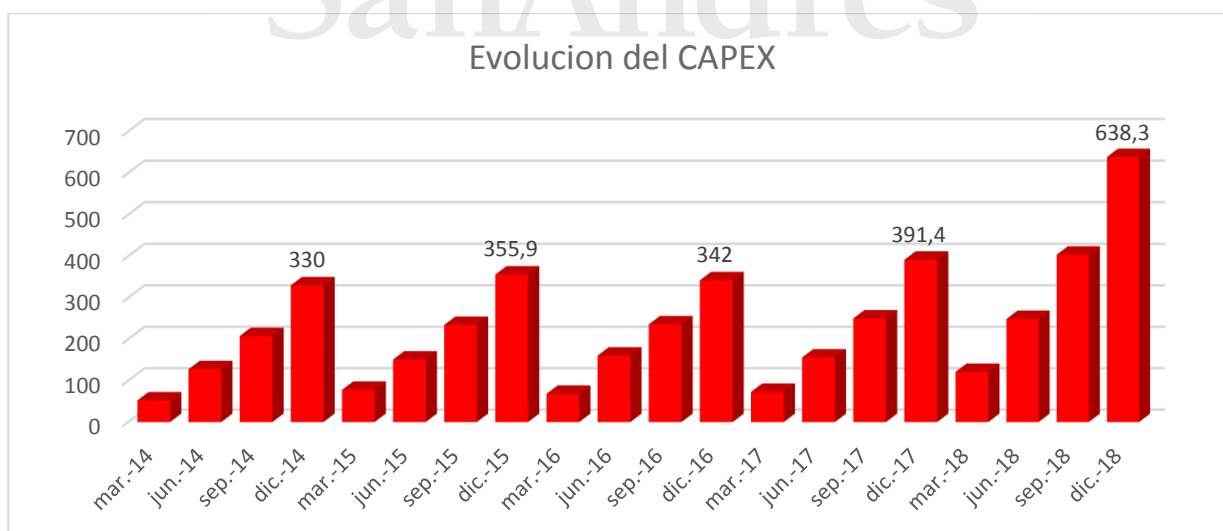


Gráfico N° XXXIV – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Valuación Ferrari S.p.A.

Indicadores crediticios

Un buen punto de partida para poder realizar un análisis de los indicadores crediticios de una compañía es observar la evolución y el comportamiento del endeudamiento, que nos refleja el nivel del apalancamiento de una compañía.

Para comenzar, el Gráfico XXXV presenta la estructura de capital de la empresa Ferrari y la fluctuación, tanto de Deuda como de Patrimonio, en el transcurso de los últimos 5 años. Ferrari ha logrado en 2018 equiparar su composición de capital, con aproximadamente 50 por ciento de Patrimonio y 50 por ciento de Deuda, mientras que en años anteriores los niveles de deuda representaban más de un 70 por ciento. No obstante, es importante recordar que la separación de Ferrari del Grupo Fiat Chrysler se completó justamente en 2017, lo cual puede ayudar a explicar estos cambios en la composición del capital.

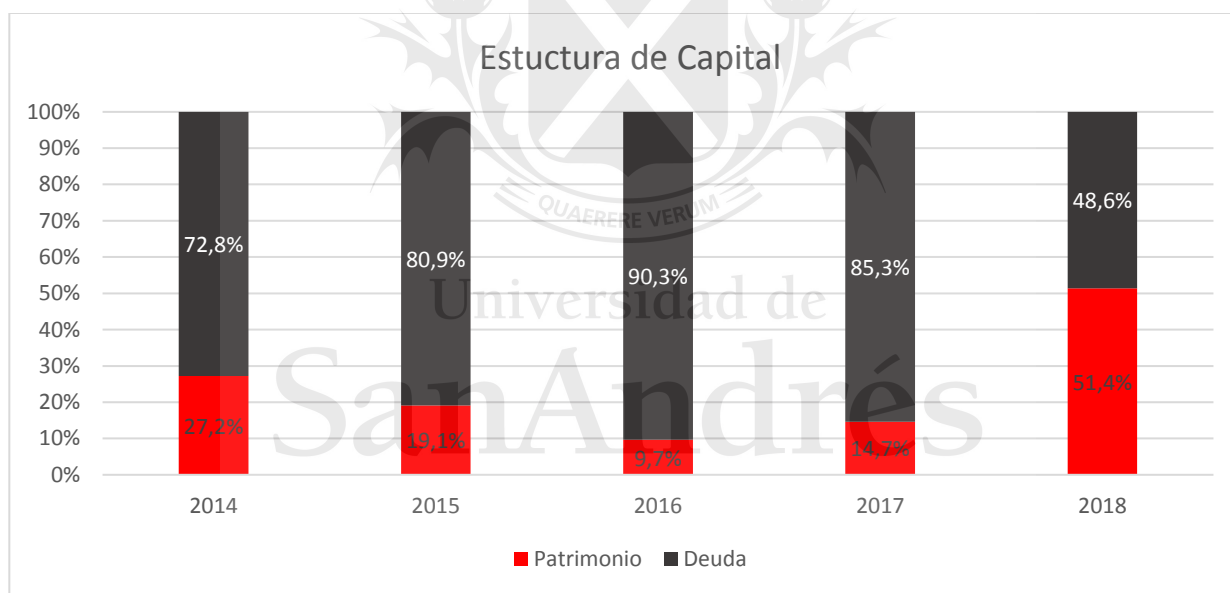


Gráfico N° XXXV – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Para continuar con el análisis, se presenta a continuación el Gráfico XXXVI de la evolución del endeudamiento, donde se puede observar que la empresa ha logrado reducir su deuda a casi la mitad, encontrándose en 2.171 millones de euros en la actualidad.

Valuación Ferrari S.p.A.

De todas formas, es importante también contemplar la evolución del activo para poder continuar con el análisis, ya que solo el endeudamiento no alcanzaría para comprender el estado actual de la estructura de capital de Ferrari. Esta evolución se presenta en el Gráfico XXXVII a continuación.

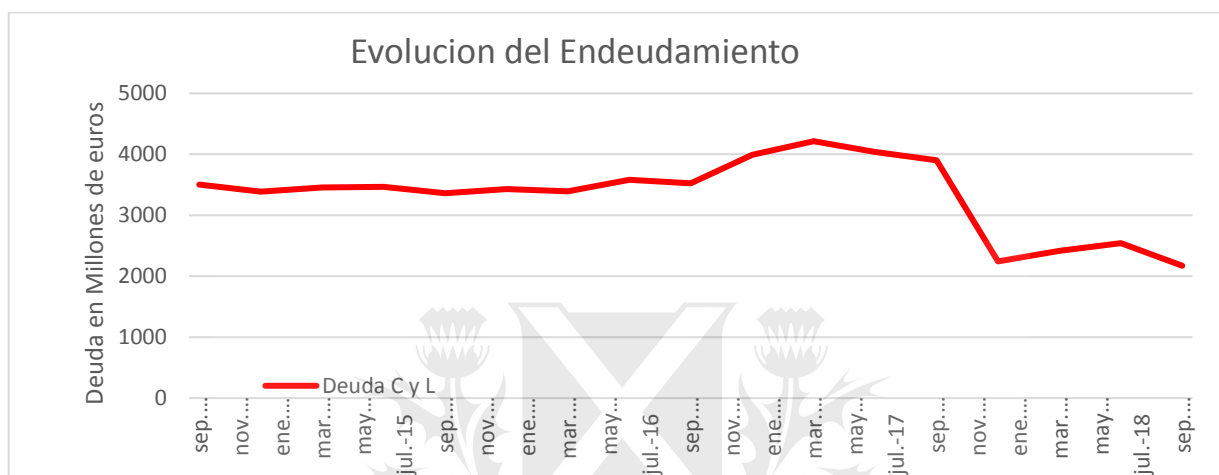


Gráfico N° XXXVI – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

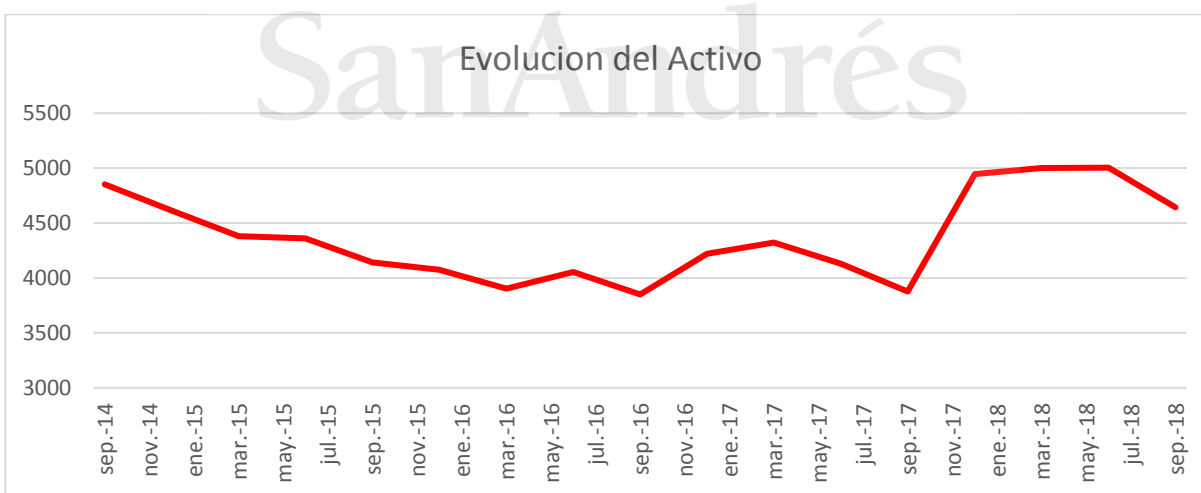


Gráfico N° XXXVII – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Valuación Ferrari S.p.A.

El Gráfico XXXVIII, presentado a continuación, refleja que en el transcurso de los últimos 5 años Ferrari ha logrado llevar a niveles cercanos a cero la emisión de endeudamiento. El nivel de endeudamiento, hasta el año 2017, se encontraba entre la franja del 50 y el 60 por ciento. Sin embargo, a partir de la mitad del 2017, este porcentaje comenzó un descenso brutal, demostrando el alto grado de independencia financiera actual de la compañía.

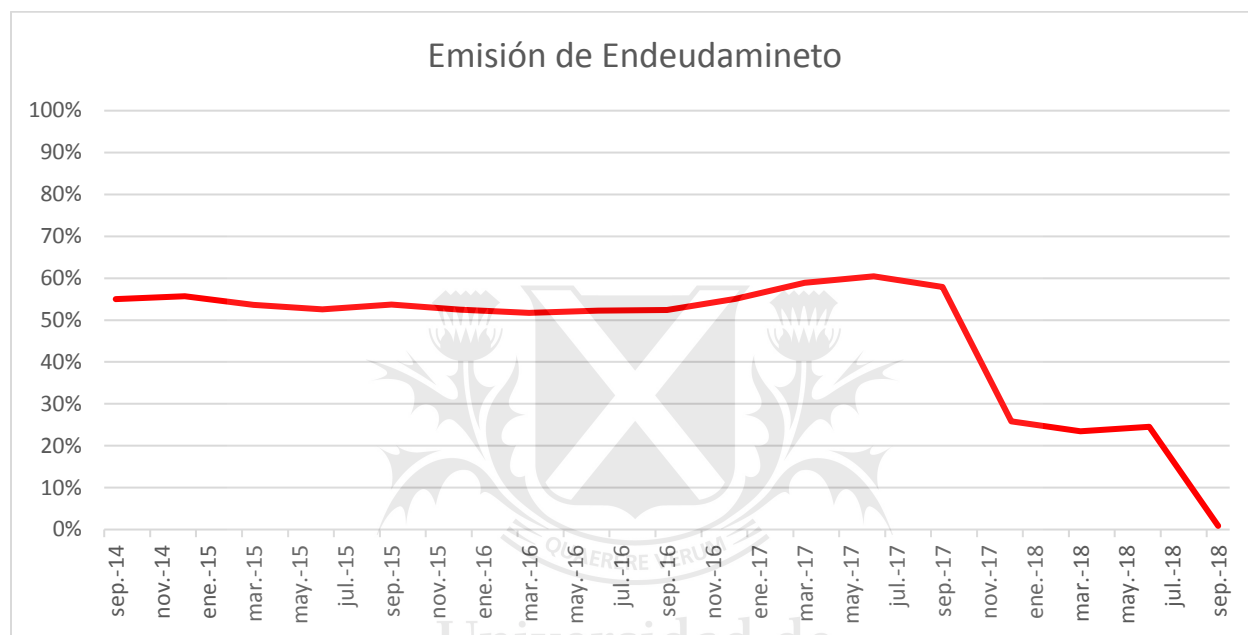


Gráfico N° XXXVIII – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Para finalizar con el análisis de la deuda, se presentan dos ratios adicionales que permiten observar desde otra perspectiva la calidad crediticia de Ferrari.

El primero de ellos, el ratio de Deuda total – Efectivo (caja) / EBITDA, es un buen indicador de la capacidad que tiene la compañía para cumplir con sus obligaciones. En el caso de Ferrari, este ratio alcanzó niveles máximos en marzo de 2016. Sin embargo, desde entonces, ha podido regularizar su situación hasta alcanzar un nivel muy acorde al de la industria, incluso teniendo en cuenta el nivel de apalancamiento propio de la unidad de negocio de Ferrari Financiera.

El segundo de ellos, el ratio Deuda Largo Plazo / Capital Total, demuestra que Ferrari ha logrado reducir su dependencia en la deuda, financiándose cada vez más a través del Patrimonio, que normalmente es de menor costo.

Valuación Ferrari S.p.A.

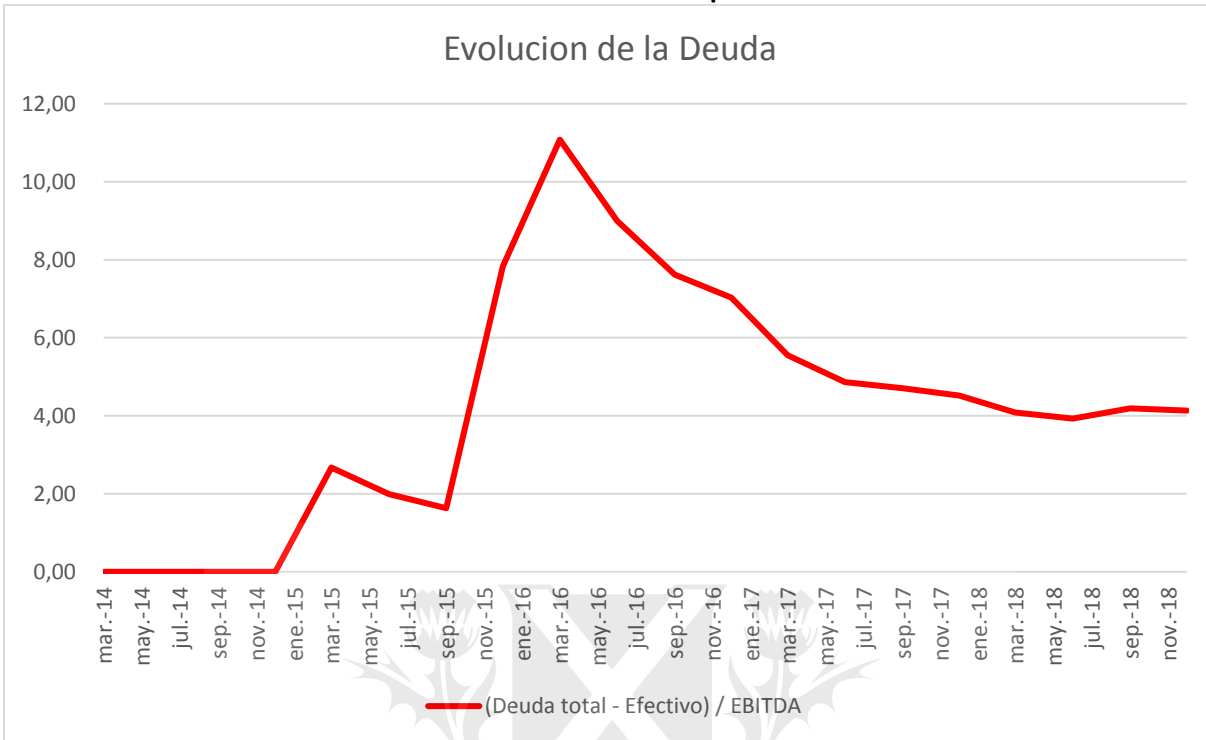


Gráfico N° XXXIX – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Desde una perspectiva de la liquidez de los últimos 4 años, se puede apreciar que Ferrari muestra una clara tendencia decreciente en los primeros 3 años, lo que implica un deterioro en su situación financiera a lo largo de este período. Este indicador se obtiene a partir de la división entre los activos corrientes y los pasivos corrientes, excluyendo de los activos corrientes a los bienes de cambio o inventario.

Por lo tanto, una primera conclusión a la que es posible llegar para explicar este deterioro, es que el incremento en el nivel de apalancamiento que mencionábamos previamente provocó un resentimiento de la liquidez de la compañía, al incrementar los pasivos corrientes.

Sin embargo, desde el punto de vista de la administración del capital de trabajo, los activos corrientes actualmente rotan más rápidamente que los pasivos corrientes, lo cual implica que entonces este aspecto de la liquidez podría no convertirse en un problema si se mantiene la eficiencia en la operatoria con la que cuenta actualmente Ferrari.

Valuación Ferrari S.p.A.

A su vez, se puede observar que en el último año, la compañía ha podido revertir esta tendencia bajista de su nivel de liquidez y comenzado a recuperarse. Lo mismo es señalado por la prueba ácida en los mismos 4 años analizados. Ambos ratios se pueden observar en el Gráfico XXXX a continuación.

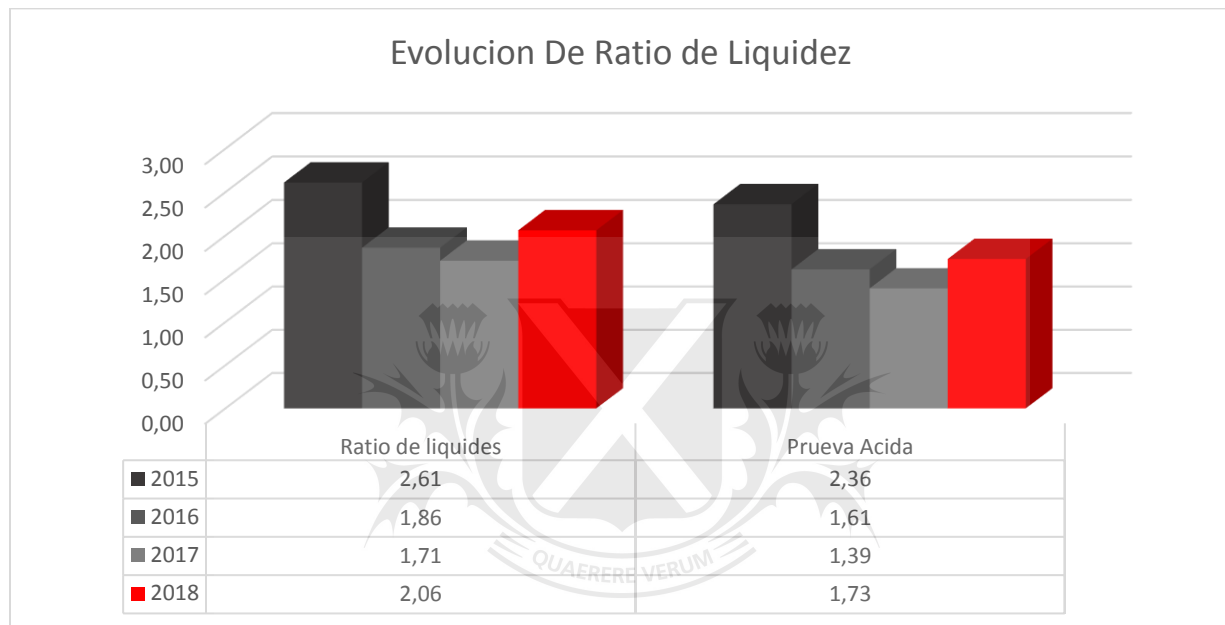


Gráfico N° XXXX – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

En el siguiente Gráfico XXXXI, se puede observar la evolución de la generación de caja de operaciones de la empresa. Esta evolución se compara con los costos de mantener inventario como también con la suma de inventario y R&D, dado que se trata de los gastos más significativos en la industria automotriz. Tal como puede observarse, Ferrari cuenta con la generación de caja suficiente para hacer frente a ambos gastos en todos sus períodos.

Es así que se concluye el análisis crediticio, demostrando que la compañía cuenta con la capacidad necesaria para cubrir tanto su nivel de inventario como sus gastos de investigación y desarrollo. Esto se debe a que Ferrari cuenta con niveles muy bajos de inventario, dada su estrategia de escasez de productos. En relación a los gastos de R&D, su trayectoria de excelencia e innovación de varios años reduce la necesidad de la compañía de alocar recursos en montos exorbitantes a este rubro.

Valuación Ferrari S.p.A.

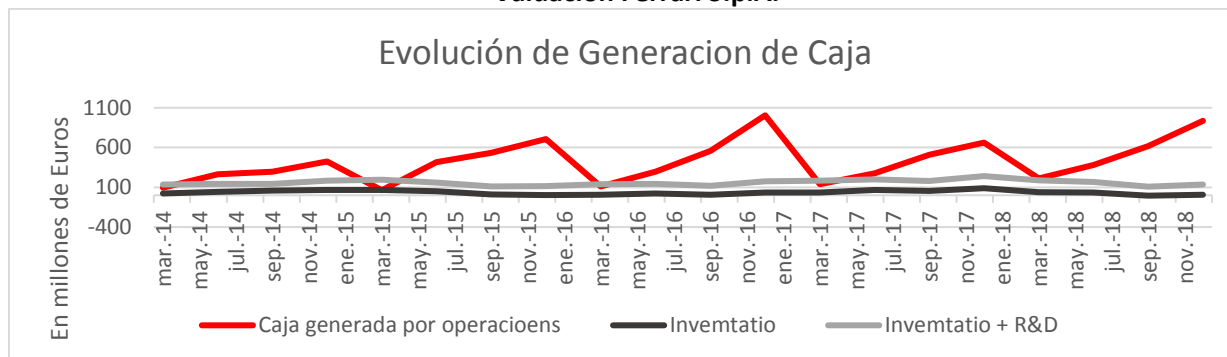


Gráfico N° XXXXI – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Comparación con la Industria

Con el objetivo de realizar un análisis comparativo dentro de la industria, se seleccionaron cuatro competidores de distinta relevancia y tamaño: Mercedes Benz, por su larga trayectoria en el mercado de lujo, la alta calidad de su producto, y por ser una automotriz de gran tamaño; Aston Martin, por ser muy similar a Ferrari, solo que más joven, al llevar 2 años cotizando en el mercado; BMW, por su media trayectoria en el mercado de lujo y tradición de estatus e innovación en el sector; finalmente Jaguar, de Land Rover, por ser 100% privada y contar con una cuota de mercado menor que Ferrari. Se estimaron los principales indicadores para cada una de estas empresas, y se obtuvieron los resultados presentados en la tabla VI a continuación.

Partiendo de los ratios de rentabilidad se puede observar que, tanto Jaguar como Ferrari, ambas cuentan con niveles ampliamente superiores de ROE y de ROA, así como también un mejor margen operativo, en comparación con Mercedes Benz, Aston Martin y BMW. Esto se debe, principalmente, al hecho de que Jaguar y Ferrari son pequeños productores que se enfocan únicamente en el segmento de automóviles de lujo, mientras que los otros tres jugadores tienen una oferta más amplia. En relación a la tasa de re-inversión, se observa que Ferrari es el que aloca la mayor proporción de su capital nuevamente dentro del negocio.

En conclusión, tanto Mercedes Benz como Jaguar son compañías que presentan indicadores positivos de rentabilidad y se encuentran perfectamente alineadas con la media de la industria automotriz en general. Aston Martin, por su parte, no ha logrado aun alcanzar estos niveles de rentabilidad

Valuación Ferrari S.p.A.

Comparación de la Industria						
	Ferrari	MERCEDEZ BENZ	Aston Martin*	BMW	Jaguar	Media de la I*
Ratios de Rentabilidad						
ROE	14.70%	2.40%	-24.40%	2.50%	13.45%	2.5%
ROA	3.90%	0.90%	-4.80%	0.90%	5.91%	0.9%
Margen Operativo	23.10%	5.90%	1.30%	7.60%	-	7.60%
Tasa de re-inversión	14.70%	-3.00%	-24.40%	-1.60%	-	-0.60%
Ratios de Actividad						
Rotación de Activos	0.18	0.17	0.35	0.12	1.01	0.17
Rotación de Inventario	1.0	1.2	2.5	1.4	-	1.2
Días de Inventario	88.3	73	73.7	64.3	-	76.5
Plazo de Cobranza	128.4	110.6	3.1	152.2	-	124.2
Plazo de Pago	136.7	36.3	-	44.8	-	50.1
Ciclo Efectivo	80	147.3	132.6	171.7	20.5	149.1
Ratios Crediticios						
Endeudamiento / Activo	58.70%	42%	52.40%	40.10%	22.03%	12.88%
Deuda - Efectivo / EBITDA	4.13%	17.59%	14.64%	20.65%	-	10.16%
Liquidez	2.06	1.24	0.7	1.18	1.02	1.09
Prueba Acida	1.73	0.94	0.49	0.99	0.68	0.94
Activo/Equity	3.6	4.35	4.49	3.65	2.68	3.63
Crecimiento (ultimos 5 años)						
Ventas	8.10%	5.0%	12.79%	2.80%	7.60%	-
Margen Operativo	15.50%	-4.9	-68.85%	-9.80%	-	7.6%
Utilidad Bruta	3.0%	-5.10%	-3.54%	-3.30%	-	27.2%
Ganancia Neta	26.5%	-1.40%	-16.79%	-8.10%	31.90%	3.0%

*1 Los ratios para Aston Martin contemplan únicamente dos años, período que la compañía lleva cotizando en los mercados de capitales.

*2 La media de la industria se obtuvo de la plataforma de Reuters Eikon, al momento de la valuación.

Valuación Ferrari S.p.A.

Continuando con el análisis de la actividad, se puede observar que tanto Ferrari como Mercedes Benz y BMW son muy similares con respecto a su rotación de activos e inventario. La mayor diferencia responde a que Ferrari ha logrado un ciclo de efectivo ampliamente menor, explicado principalmente por plazos de cobro que son menores a los plazos de pago. Esto es algo que ninguna de las otras compañías ha logrado todavía. Con respecto a Aston Martin, se puede identificar una actividad bastante más deteriorada, mientras que Jaguar no presenta información al respecto. En conclusión, tal como sucede en el caso de los ratios de rentabilidad, en el caso de los ratios de actividad, BMW y Mercedes Benz se ven muy alineadas con la media del mercado automotriz, mientras que Ferrari se encuentra con características ampliamente superiores.

En lo que respecta a cuestiones crediticias, todas las empresas cuentan con niveles similares de Equity y Deuda en la composición de su capital. Sin embargo, Ferrari presenta un mejor ratio de liquidez y de deuda. Esto señala que la compañía tiene mayor facilidad para cubrir sus gastos de intereses, de inventario, y de R&D que el resto de los jugadores, y que cuenta con un menor y mejor costo de capital en su apalancamiento crediticio.

Finalmente, la última sección de la tabla expone un análisis de la evolución de ventas y de algunos ratios adicionales importantes, para los últimos 5 años (con excepción de Aston Martin y de la media de la industria, para los cuales se utilizan los últimos dos años, por falta de información de mercado). Se puede observar con claridad que Ferrari ha logrado optimizar su rentabilidad y eficiencia mejor que el resto de sus competidores, permitiéndole ser la única que cuenta con ganancias netas muy por encima de sus pares de la industria.

Valuación Ferrari S.p.A.

Valuación

En esta sección, partiendo del análisis económico-financiero realizado anteriormente tanto de Ferrari como de la industria, se abordará la valuación de Ferrari S.p.A. al 31 de diciembre de 2018, última fecha para la cual hay balances de año fiscal completo. La valuación se realizará a través de la estimación del valor intrínseco del capital accionario de la empresa utilizando dos métodos: inicialmente mediante el flujo de fondos descontados y luego, una valuación a través de múltiplos de empresas comparables.

Valuación por flujo de fondos descontados

El método de valuación de flujo de caja descontado, comúnmente conocido como DCF por sus iniciales en inglés, se basa en el concepto de que un activo valdrá lo mismo que el valor presente de sus flujos de caja futuros que generará la empresa. Esta metodología se basa en la teoría de que los activos poseen un valor intrínseco que puede ser estimado.

El método de valuación por flujo de fondos descontado cuenta con tres componentes esenciales para su implementación: la tasa de descuento, que nos permitirá llevar los flujos futuros a un valor presente; el período de flujos a proyectar (normalmente se proyecta hasta encontrar una madurez o estabilidad de la empresa); finalmente, el valor terminal de la compañía (para el cual se utiliza una perpetuidad si no se considera que la empresa cuente con fecha de caducación).

Este método será el más apropiado para valorar en términos absolutos ya que permite un mejor entendimiento de la compañía y de la industria y por ende, facilita la identificación de aquellos aspectos que impactan más significativamente en el valor de la compañía.

Para poder realizar este método de valuación es importante comprender la perspectiva matemática de su cálculo. La fórmula para obtener el valor de la firma, al cual deberemos luego restarle el valor de mercado de la deuda neta de caja para poder obtener el valor del patrimonio, es la siguiente:

$$VP(ff) = \sum_{t=1}^N \frac{fft}{(1+r)^t} + VTn \quad \text{con:} \quad VTn = \frac{FFn+1}{(r-g)}$$

Valuación Ferrari S.p.A.

Donde:

VP(ff): el valor presente de los flujos de fondos.

fft: flujo de caja estimado al momento t.

r: la tasa de descuento.

VTn: valor terminal al momento t.

FFn + 1 : flujo de caja en el momento N + 1.

g: tasa de crecimiento a perpetuidad estimada.

A continuación desarrollaremos los distintos componentes mencionados anteriormente para poder llegar al valor del capital accionario de Ferrari S.p.A.

Estimación de los Flujos de Caja Futuros

Para el caso de Ferrari, la evaluación realizada utiliza los métodos de estimar directamente el flujo de caja del patrimonio, computar su valor terminal y descontarlo al costo del capital propio (K_e) o estimar los flujos de fondo de la firma utilizando como tasa de descuento el costo promedio ponderado del capital de la compañía (WACC), calcular su valor terminal y luego restarle el valor de la deuda neta de caja, para el cual se estimaron los flujos de fondos tanto de manera directa como indirecta, a modo de confirmar que los cálculos sean correctos. Proyectaremos cinco años de flujos de caja de la firma (período de 2019 a 2024) y luego le sumaremos el valor terminal, calculado como una perpetuidad. ambos descontados a través de la WACC.

Como primer paso es importante definir el cálculo utilizado para estimar los flujos de fondos de la firma. Matemáticamente, la fórmula es la siguiente:

$$\begin{aligned}
 & \text{EBIT} \\
 & - \text{Impuesto a las Ganancias} \\
 & + \text{Depreciaciones} \\
 & - \text{CAPEX} \\
 & \pm \text{Variaciones del Capital de Trabajo} \\
 \hline
 & \text{Flujo de Fondos de la Firma}
 \end{aligned}$$

El EBIT se conforma por las ventas, el costo de los bienes vendidos, los gastos generales de administración y comercialización, y los gastos de R&D, y las depreciaciones / amortizaciones.

Valuación Ferrari S.p.A.

Proyección

Proyección de las Ventas

Para estimar las ventas futuras, se analizaron las proyecciones de crecimiento de la industria a nivel mundial, como así también por zona geográfica. Utilizando un conjunto de informes (los cuales se presentan en la sección de análisis de la industria) se obtuvo dos proyección por un lado en base a los segmentos del mercado y a la vez por zona geográfica, de los TCAC (grafico XXXXII a continuación) como por zona geográfica (Tabla VII a continuación).

En el gráfico de crecimiento por segmento se puede observar en gris claro el segmento en general de la industria de lujo, luego en rojo los segmentos en los cuales Ferrari interactúa hoy en día y, finalmente en gris oscuro, los segmentos donde Ferrari planea extender su negocio en el futuro cercano.

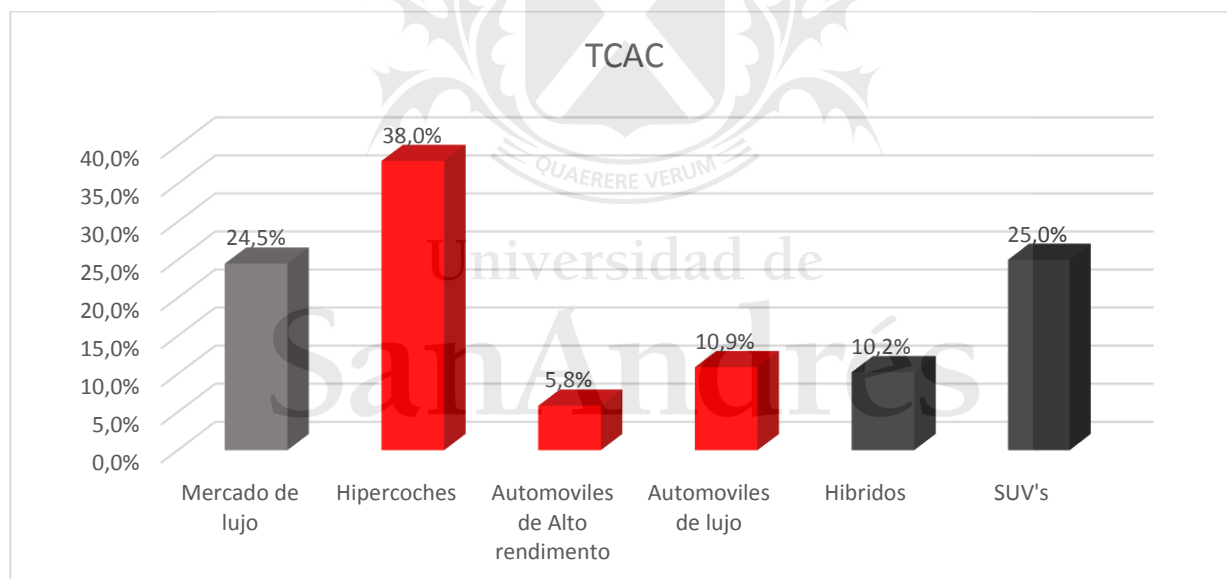


Gráfico N° XXXXII – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Valuación Ferrari S.p.A.

TCAC Proyectados	Pesimista	Base	Optimista
EMEA	5.60%	11.82%	18.15%
América	3.46%	7.14%	10.33%
China HK y Taiw	3.42%	6.80%	9.44%
APAC	2.93%	7.24%	10.39%

Tabla N° VII – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

A partir de los datos expuestos arriba, se estimaron las ventas de automóviles de Ferrari en tres escenarios posibles: Pesimista. Base y Optimista, en cada región geográfica en la cual tiene presencia actualmente la compañía. Para estimar la participación de cada región en las ventas totales se utilizaron las unidades de vehículos vendidos por región, informadas por la compañía para el año 2018, y se mantuvo constante esta premisa para los años futuros. Las estimaciones de ventas en escenario Medio se ven reflejadas en la Tabla VIII debajo.

Premisas	Unidad / Moneda	FY2018 (A)	FY2019 (F)	FY2020 (F)	FY2021 (F)	FY2022 (F)	FY2023 (F)	FY2024 (F)
Unidades Autos y Repuestos								
Europa	unidades	4.227	5.105	6.222	7.653	9.413	11.579	14.242
Elasticidad al crecimiento de Ind. Automotriz de lujo	%		100%	100%	100%	100%	100%	100%
América	unidades	3.000	3.471	4.054	4.778	5.631	6.636	7.821
Elasticidad al crecimiento de Ind. Automotriz de lujo	%		100%	100%	100%	100%	100%	100%
China, Hong Kong, Taiwan	unidades	695	802	933	1.096	1.288	1.513	1.778
Elasticidad al crecimiento de Ind. Automotriz de lujo	%		100%	100%	100%	100%	100%	100%
APAC	unidades	1.329	1.539	1.799	2.122	2.504	2.954	3.484
Elasticidad al crecimiento de Ind. Automotriz de lujo	%		100%	100%	100%	100%	100%	100%
Total Unidades Autos y Repuestos	unidades	9.251	10.917	13.008	15.650	18.836	22.681	27.324

Tabla N° VIII – Modelo de Valuación – Elaboración Propia

Para el año 2019 y 2020 se estimó un incremento del 31 por ciento en las ventas de Automóviles y Repuestos de Ferrari, de un 32 por ciento para los años 2021 y 2022, y de un 33 por ciento para el 2023 y 2024. Estos valores contemplan tres factores: el crecimiento esperado de la industria en cada

Valuación Ferrari S.p.A.

segmento, el incremento de precios por medio de un ajuste inflacionario de cada región y el cuota de mercado de Ferrari. Para definir el incremento de precios por inflación, se seleccionó el país más representativo de cada región, en términos de ventas, y se proyectó su inflación esperada.

La Tabla IX presenta las premisas macroeconómicas del modelo.

Premisas	Unidad / Mon	FY2018 (A)	FY2019 (F)	FY2020 (F)	FY2021 (F)	FY2022 (F)	FY2023 (F)	FY2024 (F)
CPI --- US - EOP	%	1,9%	2,3%	1,5%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
CPI --- US - Av.	%	1,9%	2,1%	1,9%	1,7%	1,9%	1,9%	1,9%
CPI --- UK - EOP	%	2,5%	2,0%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
CPI --- UK - Av.	%	2,5%	2,3%	2,0%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%
CPI --- China - Av.	%	2,1%	2,3%	2,5%	2,7%	2,9%	3,0%	3,0%
CPI --- Japón - Av.	%	1,0%	1,0%	1,3%	1,1%	0,9%	1,2%	1,2%
FX --- USD:€ - EOP		1,13	1,10	1,09	0,99	1,13	1,06	1,06
FX --- USD:€ - Av.		1,13	1,12	1,10	1,04	1,06	1,09	1,06

Tabla N° IX – Modelo de Valuación – Elaboración Propia

A su vez, es importante destacar que, en las comparaciones con la industria, se pudo observar que Ferrari cuenta con amplias ventajas competitivas respecto al resto de los jugadores. Es por ello que se podría estimar un crecimiento en su cuota de mercado en los años proyectados. Sin embargo, dado que la cuota de mercado es una variable que se encuentra íntimamente ligada a la aceptación del público, al desempeño de los productos futuros de la marca, como también al rendimiento del equipo en Fórmula 1, se optó por un escenario más conservador, que mantiene la cuota de mercado constante. Esta premisa se ve reflejada en la Tabla X, a continuación.

Premisas	Unidad / Moneda	FY2018 (A)	FY2019 (F)	FY2020 (F)	FY2021 (F)	FY2022 (F)	FY2023 (F)	FY2024 (F)
Market share Europa	%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Cuota mercado America	%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
Cuota mercado China, Hong Kong, Taiwan	%	27%	27%	30%	33%	35%	35%	35%
Cuota mercado APAC	%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%

Tabla N° X – Modelo de Valuación – Elaboración Propia

Por último, las proyecciones de crecimiento para el resto de las unidades de negocio de Ferrari se realizaron como un porcentaje de las ventas totales de Automóviles y Repuestos, tomando como parámetro al año 2018 y manteniendo este porcentaje en el futuro. Esto se debe a que el resto de las

Valuación Ferrari S.p.A.

unidades de negocio representan una minoría de las ventas totales y se espera que el segmento de Automóviles y Repuestos siga dominando el crecimiento de la compañía. Proyectar cada una de estas unidades de negocio secundarias por sí mismas implicaría abarcar un conjunto de variables macroeconómicas y microeconómicas por zona geográfica de una complejidad extensiva, por lo cual se las proyectó en función de la unidad de Automóviles como manera de simplificación.

Como resultado de todas las premisas explicadas previamente, la proyección de ventas del horizonte explícito de valuación quedó de la siguiente manera:

Premisas	Unidad / Moneda	FY2018 (A)	FY2019 (F)	FY2020 (F)	FY2021 (F)	FY2022 (F)	FY2023 (F)	FY2024 (F)
Total Ingresos								
<i>En miles</i>								
Autos y Repuestos	€	2.535.245	3.052.561	3.705.874	4.538.871	5.566.375	6.833.212	8.392.813
Europa	€	1.158.607	1.430.751	1.777.946	2.229.444	2.796.969	3.509.134	4.402.631
América	€	821.419	970.434	1.154.831	1.384.152	1.662.272	1.996.277	2.397.393
China, Hong Kong, Taiwan	€	190.143	224.363	267.715	322.847	390.090	471.797	570.895
APAC	€	365.075	427.013	505.382	602.428	717.045	856.005	1.021.895
Motores	€	284.546	253.951	308.302	377.601	463.082	568.474	698.221
% de Ventas de Autos y Repuestos	%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Merchandising	€	505.701	481.853	622.038	807.247	1.045.654	1.351.964	1.744.462
% de Ventas de Autos y Repuestos	%	15%	16%	17%	18%	19%	20%	21%
Otros Ingresos	€	94.829	84.633	102.746	125.841	154.329	189.452	232.692
% de Ventas de Autos y Repuestos	%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Total Ingresos	€	3.420.321	3.872.998	4.738.960	5.849.560	7.229.441	8.943.102	11.068.190

Tabla N° XI – Modelo de Valuación – Elaboración Propia

Proyección de costos directos y gastos operativos

Los costos de ventas, comerciales, administrativos, de R&D y otros gastos operativos se proyectaron como porcentaje de las ventas totales. Tal como se puede observar en la Tabla XII, las proyecciones incluyen una pequeña optimización de los principales gastos, teniendo en cuenta que un objetivo sumamente importante para la compañía es el de mejorar constantemente la eficiencia de sus procesos. De todas maneras, la optimización proyectada es conservadora, ya que Ferrari ya presenta altos niveles

Valuación Ferrari S.p.A.

de eficiencia en la actualidad, por lo cual probablemente no haya mucho espacio más para seguir optimizando.

Premisas Gastos	Unidad / Moneda	FY2018 (A)	FY2019 (F)	FY2020 (F)	FY2021 (F)	FY2022 (F)	FY2023 (F)	FY2024 (F)
<i>En miles</i>								
Costos de Ventas	€	1.622.905	1.808.648	2.177.500	2.643.937	3.213.408	3.908.038	4.753.667
% de Ventas Totales	%	47,45%	46,70%	45,95%	45,20%	44,45%	43,70%	42,95%
Gastos Comerciales y Administrativos	€	327.341	359.045	439.324	524.733	648.515	802.239	992.869
% de Ventas Totales	%	9,57%	9,27%	9,27%	8,97%	8,97%	8,97%	8,97%
Investigación y Desarrollo	€	527.847	589.083	720.796	889.718	1.084.416	1.341.465	1.660.228
% de Ventas Totales	%	15,43%	15,21%	15,21%	15,21%	15,00%	15,00%	15,00%
Otros Gastos	€	3.195	3.618	4.427	5.464	6.753	8.354	10.339
% de Ventas Totales	%	0,09%	0,09%	0,09%	0,09%	0,09%	0,09%	0,09%
Total Gastos	€	2.481.288	2.760.394	3.342.047	4.063.853	4.953.092	6.060.096	7.417.103

Tabla N° XII – Modelo de Valuación – Elaboración Propia

Proyección de las inversiones (CAPEX y Capital de Trabajo)

Para proyectar el CAPEX, se comenzó por realizar un análisis histórico del ratio CAPEX/Ventas. A partir de este análisis se estimó un promedio de este ratio, alcanzando un resultado de 19%, que luego fue utilizado para proyectar el CAPEX futuro como porcentaje de las ventas totales.

En el caso de Ferrari, el CAPEX responde principalmente a gastos de R&D que son, en parte, activados como bien de uso y, lo restante, contabilizado como gasto operativo.

Premisas	Unidad / Moneda	FY2018 (A)	FY2019 (F)	FY2020 (F)	FY2021 (F)	FY2022 (F)	FY2023 (F)	FY2024 (F)
<i>En miles</i>								
Ventas Brutas	€	3.420.321	3.872.998	4.738.960	5.849.560	7.229.441	8.943.102	11.068.190
Capex histórico / Ventas	%	19%						
Capex Total	€	639.000	723.571	885.354	1.092.842	1.350.637	1.670.791	2.067.810

Tabla N° XIII – Modelo de Valuación – Elaboración Propia

Valuación Ferrari S.p.A.

Proyección de las Amortizaciones y Depreciaciones

Para poder proyectar las amortizaciones y depreciaciones, se tomaron los datos históricos de los saldos de la cuenta de Bienes de Uso y se estimó su crecimiento para el horizonte explícito de valuación. Luego, se calculó el ratio de amortización anual para cada cuenta dentro de Bienes de Uso, dividiendo las amortizaciones del ejercicio de 2018 por el saldo neto al cierre del mismo año. Finalmente, este ratio de amortización anual se utilizó para proyectar las amortizaciones anuales del CAPEX.

Bienes de Uso								
Anexo Bienes de Uso								
Tierra			23.574	23.574	23.574	23.574	23.574	23.574
Edificios Industriales			373.373	373.373	373.373	373.373	373.373	373.373
Planta, Maquinaria y Equipo			2.038.437	2.038.437	2.038.437	2.038.437	2.038.437	2.038.437
Otros			359.665	1.083.236	1.968.590	3.061.432	4.412.069	6.082.860
Saldo al Inicio	0	0	2.795.049	3.518.620	4.403.974	5.496.816	6.847.453	8.518.244
Tierra			0	0	0	0	0	0
Edificios Industriales			0	0	0	0	0	0
Planta, Maquinaria y Equipo			0	0	0	0	0	0
Otros			723.571	885.354	1.092.842	1.350.637	1.670.791	2.067.809,745
Altas	0	0	723.571	885.354	1.092.842	1.350.637	1.670.791	2.067.810
Tierra			23.574	23.574	23.574	23.574	23.574	23.574
Edificios Industriales			373.373	373.373	373.373	373.373	373.373	373.373
Planta, Maquinaria y Equipo			2.038.437	2.038.437	2.038.437	2.038.437	2.038.437	2.038.437
Otros			359.665	1.083.236	1.968.590	3.061.432	4.412.069	6.082.860
Total Saldo al Cierre	0	2.795.049	3.518.620	4.403.974	5.496.816	6.847.453	8.518.244	10.586.054
Tierra			0	0	0	0	0	0
Edificios Industriales			154.904	167.548	180.192	192.836	205.480	218.124
Planta, Maquinaria y Equipo			1.675.536	1.795.303	1.915.070	2.034.837	2.038.437	2.038.437
Otros			114.059	125.651	146.719	179.481	226.697	291.793,5939
Am. Acum. Al Inicio	0	0	1.944.499	2.088.502	2.241.981	2.407.154	2.470.614	2.548.355
Tierra			-	-	-	-	-	-
Edificios Industriales			12.644	12.644	12.644	12.644	12.644	12.644
Planta, Maquinaria y Equipo			119.767	119.767	119.767	119.767	3.600	-
Otros			3.849	11.592	21.067	32.762	47.216	65.096
Amort. Del Ejercicio	0	136.260	144.003	153.478	165.173	63.460	77.740	99.869
Tierra			-	-	-	-	-	-
Edificios Industriales			154.904	167.548	180.192	192.836	205.480	218.124
Planta, Maquinaria y Equipo			1.675.536	1.795.303	1.915.070	2.034.837	2.038.437	2.038.437
Otros			114.059	125.651	146.719	179.481	226.697	291.794
Amort. Acum. Al Cierre	0	1.944.499	2.088.502	2.241.981	2.407.154	2.470.614	2.548.355	2.648.224
Valor Residual	0	850.550	1.430.118	2.161.994	3.089.662	4.376.839	5.969.890	7.937.830

Tabla N° XIV – Modelo de Valuación – Elaboración Propia

Valuación Ferrari S.p.A.

Tipo de cambio Eur/Usd

Las proyecciones del tipo de cambio y de la inflación se obtuvieron de la base de Reuters Eikon. Se tomaron las proyecciones de fin de período para cada año y a partir de estos datos, se calculó el promedio anual para cada uno de los períodos proyectados.

Datos Macroeconómicos	FY2018 (A)	FY2019 (F)	FY2020 (F)	FY2021 (F)	FY2022 (F)	FY2023 (F)	FY2024 (F)	FY2025 (F)
CPI — US - EoP	1,9%	2,3%	1,5%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
CPI — US - Av.	1,9%	2,1%	1,9%	1,7%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
CPI — UK - EoP	2,50%	2,0%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
CPI — UK - Av.	2,5%	2,3%	2,0%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
FX — USD:€ - EoP	1,1	1,1	1,1	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1
FX — USD:€ - Av.	1,1	1,1	1,1	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1

Datos Macroeconómicos	FY2018 (A)	FY2019 (F)	FY2020 (F)	FY2021 (F)	FY2022 (F)	FY2023 (F)	FY2024 (F)	FY2025 (F)
Inflación UE (Medida en USD)		4,8%	2,8%	12,6%	-10,6%	8,0%	1,9%	1,9%
Devaluación € EOP		-0,03	-0,01	-0,09	0,14	-0,06	0,00	0,00
Devaluación € Av.		-0,01	-0,02	-0,05	0,02	0,04	-0,03	0,00
CPI — China - EoP	2,10%	2,50%	2,50%	2,80%	2,90%	3%	3%	3%
CPI — China - Av.	2,1%	2,3%	2,5%	2,7%	2,9%	3,0%	3,0%	3,0%
CPI — Japón - EoP	1,0%	1,0%	1,5%	0,6%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
CPI — Japón - Av.	1,0%	1,0%	1,3%	1,1%	0,9%	1,2%	1,2%	1,2%

Tabla N° XV – Modelo de Valuación – Elaboración Propia

Tasas de Descuento

Para poder realizar el método de valuación de flujos de fondos descontados, la tasa de descuento es una de las variables más importantes, Para estimar la tasa de descuento, consideramos que el cálculo más apropiado es el de la WACC (el costo del capital promedio ponderado, por sus siglas en inglés). Tal como señala su nombre, esta tasa pondera los costos de cada una de las fuentes de capital de una compañía. Además, la WACC también contempla el escudo fiscal, que hace referencia a los beneficios impositivos que obtiene la compañía por estar apalancada, ya que los intereses son deducibles de impuesto a las ganancias.

$$WACC = Kd \times (1 - t) \times \frac{D}{D + E} + Ke \times \frac{E}{D + E}$$

Valuación Ferrari S.p.A.

A continuación, se detallará cómo se calcularon los distintos componentes del costo del capital para poder llegar al WACC que utilizamos para descontar los flujos y valorar a Ferrari.

Costo del Capital Propio (K_e)

El método que se utilizó para calcular el costo del capital propio es el CAPM (Capital Asset Pricing Model), que es la metodología más ampliamente aceptada para calcular este costo.

El CAPM se basa en la teoría de un mercado competitivo, en donde la prima de riesgo esperada del mercado varía en directa proporción al parámetro beta. Se entiende como prima de riesgo a la diferencia entre el rendimiento del mercado y la tasa libre de riesgo, estimada a partir de las letras del tesoro norteamericano. Por lo tanto, la prima de riesgo de una determinada acción es igual a beta por la prima de riesgo esperada del mercado. Si reordenamos un poco los términos para los fines de la valuación, obtenemos la siguiente ecuación para calcular el costo o rendimiento del capital propio:

$$k_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

Coefficiente Beta

El coeficiente beta es un valor que representa la sensibilidad del activo bajo análisis, en este caso las acciones de RACE (Ferrari), frente a los movimientos del mercado (representado por el índice MSCI World). En otras palabras, representa la medida del riesgo sistémico o no diversificable de la acción. Estadísticamente hablando, es la covarianza de los rendimientos del activo y del mercado sobre la varianza de los rendimientos del mercado.

$$\beta = \frac{\text{cov}(r_i, r_m)}{\sigma^2(r_m)}$$

Cuando beta es menor a uno significa que el activo es menos riesgoso que el mercado, ya que es menos sensible a él. Por el contrario, si beta es mayor a uno, el activo sobre-reacciona a los movimientos del mercado, por lo que su riesgo es mayor.

Por lo tanto, para calcular Beta, se realizó una regresión lineal (método de mínimos cuadrados ordinarios) entre los rendimientos de las acciones de Ferrari (considerando los dividendos) contra los rendimientos del índice MSCI World, tomando los rendimientos semanal por un plazo de tres años.

Valuación Ferrari S.p.A.

A partir de dicha estimación, se determinó que la beta correspondiente a Ferrari es 1.12, lo que significa que el valor de sus acciones es mayormente sensible a los movimientos del mercado y sobre reacciona a ellos, como habíamos adelantado previamente. En el siguiente gráfico se puede apreciar el resultado de la regresión lineal tanto en base diaria como semanal que refleja al coeficiente beta como la pendiente de la recta que resulta de la relación lineal que existe entre ambos activos.

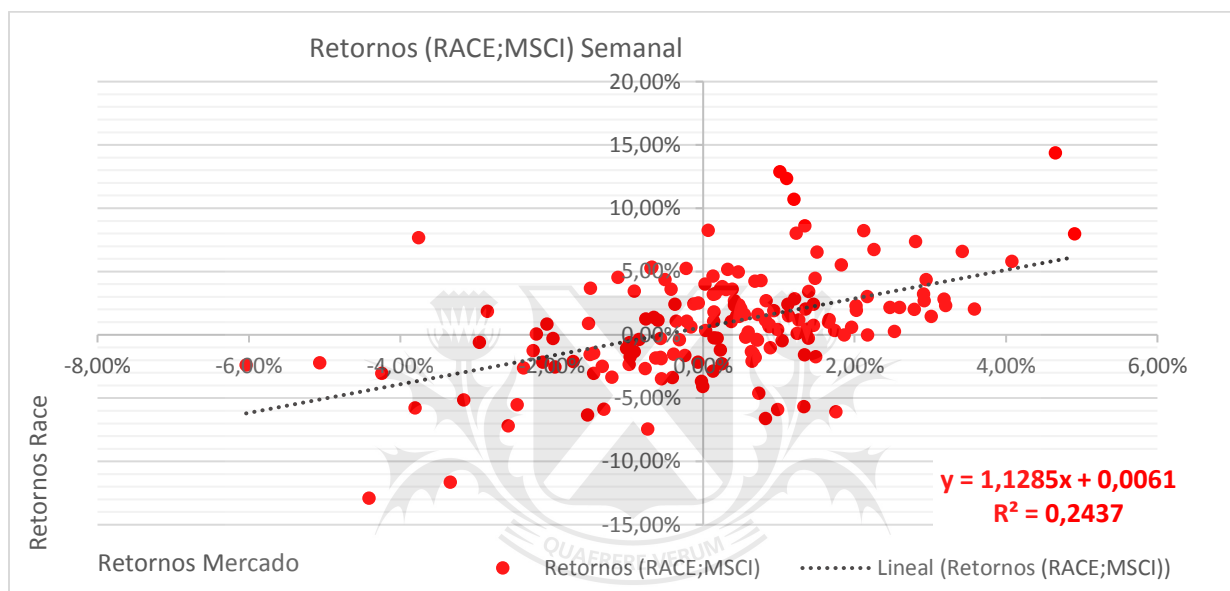


Grafico N° XXXXII – Modelo de Valuación – Elaboración Propia

Por otra parte, la regresión lineal también brinda información adicional, desde el punto de vista econométrico, que puede ser de utilidad para entender más acerca del riesgo de la acción de Ferrari y la confiabilidad de los datos obtenidos. En la tabla XVI se encuentran plasmados los hallazgos obtenidos a través de la regresión.

Valuación Ferrari S.p.A.

Estadísticas de la regresión	
Coefficiente de correlación múltiple	0,49362878
Coefficiente de determinación R ²	0,24366938
R ² ajustado	0,23902931
Error típico	0,03542275
Observaciones	165

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,065893336	0,065893336	52,51421392	1,61793E-11
Residuos	163	0,204527744	0,001254771		
Total	164	0,27042108			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>
Intercepción	0,00607784	0,002779123	2,186963889	0,030169961	0,000590117	0,011565567
MSCI	1,1284995	0,155726649	7,24666916	1,61793E-11	0,820997829	1,436001179

Tabla N° XVI – Modelo de Valuación – Elaboración Propia

A partir de los resultados expuestos en el cuadro, se pueden realizar las siguientes observaciones:

- i. Teniendo en cuenta el valor del R cuadrado obtenido. Podemos inferir que el 24.36 por ciento de la variabilidad de la acción de RACE (la variable dependiente en este análisis) es explicada a partir de la variabilidad del mercado. En el contexto del CAPM, dicho hallazgo implica que el 24.36 por ciento de los rendimientos de Ferrari se explican a partir de los movimientos del mercado. Esto quiere decir que la proporción de riesgo sistémico que presenta este activo es del 24.36 por ciento. En consecuencia, el restante 75.64 por ciento es riesgo diversificable o idiosincrático de la acción.
- ii. Existe un intervalo de confianza para beta del 95% que determina que este parámetro se encuentra entre los valores 0.8209 y 1.4360. En esta regresión, la Beta estimada es igual a 1.1284, lo que implica que el rendimiento de las acciones de Ferrari se mueve en la misma dirección que los rendimientos del mercado, pero con mayor intensidad.

Valuación Ferrari S.p.A.

Tasa libre de Riesgo

Para estimar la tasa libre de riesgo se utilizó la tasa spot, al último día hábil de 2018, del bono del tesoro americano, con un vencimiento de diez años, que es la práctica más comúnmente aceptada para determinar la tasa libre de riesgo en el contexto de valuación de empresas. Cuando se menciona que es libre de riesgo, se hace referencia a que no debe existir posibilidad de default y que no hay riesgo de reinversión, por lo que el retorno final es siempre igual al retorno esperado. Para esta valuación se utilizó el rendimiento del bono DGS10 al 31 de diciembre de 2018, obtenido de FRED (Federal Reserve Economic Data), el cual fue de 2.6590.

Prima de Riesgo de Mercado

Como mencionamos anteriormente, la prima de riesgo de mercado es el retorno extra sobre la tasa libre de riesgo que los inversores exigen por invertir en el mercado accionario. Por lo tanto, la misma se calcula como la diferencia entre el rendimiento del mercado y la tasa libre de riesgo. Principalmente, existen tres métodos para calcularla: a partir de datos históricos, buscando la prima de riesgo implícita a través de los precios de mercado, asumiendo que dichos precios son correctos, o a partir de encuestas a inversores a quienes se les consulta cuál es el rendimiento adicional que pedirían por invertir en acciones. Para los fines de la valuación, utilizamos la prima de riesgo histórica.

Para obtener el rendimiento de mercado se utilizó una serie de datos extensa, tomando información desde 2008 hasta 2018, de los retornos anuales del MSCI World Price Index. El período de tiempo empleado fue sumamente extenso para poder contemplar distintos ciclos de mercado y económicos y, de esta manera, darle robustez a la estimación.

A partir de dichos datos, se calculó un promedio geométrico y se obtuvo que el retorno del mercado es de 9.81 por ciento. A este valor se le restó la tasa libre de riesgo y se llegó así a la prima de riesgo de mercado de 7.15 por ciento.

$$ke = rf + \beta (rm - rf)$$

$$10,7 \% = 2,659\% + 1,12 (7,15 \%)$$

Valuación Ferrari S.p.A.

Costo de la Deuda (Kd)

Para poder calcular el costo de la deuda al la fecha de 31 de diciembre de 2018, se optó por recopilar la totalidad de los pagos de intereses que realizó Ferrari en el último año, y se dividió este total por el valor de la deuda de la compañía a la fecha de cierre del año. Por el lado de los intereses, la Ferrari realizó dos únicos pagos, uno correspondiente a intereses por bonos, por el monto de 12.386 mil euros y otro pago de intereses por préstamos inter-empresa de 11.191 mil euros, sumando un total de intereses de 23.577 mil euros pagados en el 2018. Por su parte, con respecto a la deuda. Ferrari cuenta con un total de deuda de 3.008.830 mil euros, de los cuales 1.818.337 mil tienen vencimiento en el próximo año (2020) y 1.190.493 mil euros vencen dentro de los próximos 5 años. Dentro de la deuda a vencer en 2020, 700.000 mil euros corresponden a una emisión de una nota al 0.25 por ciento. Con respecto a los vencimientos dentro de los próximos 5 años, también se encuentra la emisión de un nota, pero al 1.5 por ciento. El restante de la deuda es inter-empresarial, ya que Ferrari no cuenta con ninguna deuda bancaria desde 2017.

A partir de estos datos se podría obtener un Kd promedio de 0.784%, pero encontramos que es mejor utilizar directamente el YTM del bono de 5 años, ya que representara un conto mas real concluyendo en un Kd de 1.5 por ciento.

Estructura de Capital

En términos generales, los activos de una empresa se financian con deuda y patrimonio.

Pero al momento de realizar utilizamos el valor mercado y la deuda. Al día de la valuación, la última informa acciones en circulación por 187.628 obteniendo un capital total de 21.869,6 millones de euros, de los cuales 18.762,8 millones de euros responden a valor mercado y 3.133.855 a deuda total (corto plazo, largo plazo). Se obtiene así una estructura de capital de 86,7 por ciento en patrimonio y un 14.3% en deuda.

Valuación Ferrari S.p.A.

Tasa de Escudo Fiscal

Para poder obtener la tasa de impuestos se realizó un promedio del valor de la tasa de impuestos global de Ferrari de los últimos dos años obteniendo un 11.105 por ciento.

WACC Formula

A continuación, se presenta la fórmula y sus respectivos valores y resultados para obtener el WACC de 6.91 por ciento.

$$WACC = Kd \times (1 - t) \times \frac{D}{D + E} + Ke \times \frac{E}{D + E}$$

$$9,33\% = 1,5\% \times (1 - 11,101\%) \times 0,143 + 10,67\% \times 0,857$$

Valor Terminal

Para calcular la tasa de crecimiento a perpetuidad con el objetivo de poder estimar el valor terminal de la empresa, se tomó en consideración el crecimiento esperado de la industria automotriz y del PBI de los países más representativos en volumen de ventas de Ferrari: Estados Unidos, China, REINO UNIDO y Japón. En todos los caso, la tasa de crecimiento se obtuvo a partir del promedio del crecimiento estimado del PBI durante el período 2018 a 2020 publicado en Reuters. Luego, dichas tasas reales fueron nominalizadas a partir de una inflación estimada del 2%. Como resultado, se obtuvo que la tasa de crecimiento a perpetuidad a considerar para la valuación es de 6.3 por ciento. La composición de dicha estimación se encuentra reflejada en la tabla XVII.

Valuación Ferrari S.p.A.

Datos Macroeconómicos	FY2018 (A)	Cuota M	PBI	Imf	Total
G — US - PBI + Inf	1,39%	32,40%	2,2%	2,1%	4,3%
G — UK - PBI + Inf	1,96%	45,70%	2,0%	2,3%	4,3%
G — China - PBI + Inf	0,65%	7,50%	6,6%	2,1%	8,7%
G — Japón - PBI + Inf	0,32%	14,40%	0,7%	1,5%	2,2%
G —	4,3%				

Tabla N° XVII – Modelo de Valuación – Elaboración Propia

Una vez que la tasa de crecimiento a perpetuidad estuvo definida, se aplicó la fórmula especificada al principio de este sección para obtener el Valor Terminal. En la tabla XVIII debajo se puede apreciar la composición del valor terminal:

Valor Terminal	2024
Valor Terminal	25.113.384
WACC	9,33%
Growth	6,3%
Valor Terminal Descontado	13.450.233

Tabla N° XVIII – Modelo de Valuación – Elaboración Propia

Valuación Ferrari S.p.A.

Resultado de la Valuación por Flujo de Fondos Descontados

Con todos los componentes necesarios para realizar la valuación desarrollados y abordados. Se expondrá el resultado de la valuación por el método de flujo de fondos descontados. A partir de esta metodología se obtuvo que el valor de Ferrari S.p.A. (toda la empresa) es de 15.574.965 miles de dólares estadounidenses, o un equivalente a 12.55 veces EBITDA y 3.61 veces ventas. A este monto se le descontó el valor de la deuda neta de caja y se obtuvo el valor de capital propio de 14.781.301 miles de dólares estadounidenses. Por lo cual, considerando que la empresa cuenta con 187.628.324 acciones, se estima que el valor de la acción bajo el escenario base (medio) sería de 78.78 dólares al 31 de diciembre de 2018. Si comparamos este precio con el valor de la acción real a esa fecha, el cual se encontraba en 100, se puede concluir que el valor de la compañía se encontraba mayormente alineado con la expectativa del mercado.



Valuación Ferrari S.p.A.

Análisis de Sensibilidad

Para finalizar la valuación por flujo de fondos descontado ya abordada, se realizó una sensibilización del resultado obtenido, reflejada en la Tabla XIX. Esto es sumamente importante dado que una valuación nunca es una ciencia exacta.

La sensibilización se realizó sobre la variación probabilística de los crecientes de ventas. Se seleccionó esta variable para sensibilizar ya que, tal como ya se explicó anteriormente, todo el modelo de valuación se basa en el crecimiento proyectado de las ventas, con las demás variables creciendo en función de ellas.

Escenarios	Base	Pesimista	Optimista
EV (en miles)	\$ 15.574.964,95	\$ 11.508.050,56	\$ 20.377.735,27
Multiplo EBITDA	12,55	9,72	15,77
EV/Ventas	3,61	2,79	4,53
EV-FCF (en miles)	\$ 14.781.300,95	\$ 10.714.386,56	\$ 19.584.071,27
Valor terminal (en miles)	\$ 13.450.232,54	\$ 9.830.154,17	\$ 17.745.647,30
Precio Estimado Accion	\$ 78,78	\$ 57,10	\$ 104,38

Valuación Ferrari S.p.A.

Valuación por Múltiplos

Otro enfoque posible para valuar una empresa es la valuación por múltiplos. Esta metodología es de carácter relativo, ya que se obtiene el valor de una compañía a partir de la comparación con el valor de mercado de empresas similares.

Un aspecto clave al momento de valuar con este método es determinar quiénes son los comparables. En el caso de la industria automotriz de lujo, tal como planteamos anteriormente, definir los comparables es una tarea desafiante dado que no todas las compañías cuentan con las mismas unidades de negocio ni presentan características similares en relación con las dos variables primordiales en finanzas: riesgo y rentabilidad. Además, muchas no cotizan en bolsa.

Por otro lado, el enfoque de valuación por múltiplos permite obtener el valor de mercado del capital accionario de una forma más sencilla, rápida y con menor información, pero podría correrse el riesgo de que las premisas sobre las variables fundamentales sean erróneas y que compañías que parecen subvaluadas en términos relativos estén sobrevaluadas en términos absolutos.

Es importante mencionar que existen distintos tipos de múltiplos de valuación que se pueden utilizar para esta metodología. Dado que la industria automotriz en general es capital intensiva, lo más coherente es utilizar múltiplos de EBITDA. Por lo tanto, se calcula la relación entre el valor de mercado de la compañía (EV por sus siglas en inglés: “Enterprise Value”) y el EBITDA de empresas comparables y luego se aplica dicho ratio al EBITDA de la empresa analizada para obtener el valor de la firma. Luego, se sigue el mismo procedimiento que para el caso de la valuación por flujos descontados: se resta la deuda neta de caja para llegar al valor del capital propio y, finalmente, se divide ese valor obtenido por la cantidad de acciones para calcular el precio estimado de la acción.

En el caso de Ferrari S.p.A.. se realizó una matriz con la información correspondiente a siete competidores dentro de la industria: Daimler-Mercedes Benz, Aston Martin, BMW, Porsche, Volkswagen, Toyota y Audi. En el cuadro debajo se computó el múltiplo EV/EBITDA para cada una de las empresas y se calcularon distintos indicadores que se consideraron relevantes para realizar un comparativo con Ferrari. Dichos indicadores son: el margen operativo, la rotación del inventario, el ROE , EV / Ventas, Deuda / Capital y margen neto. Toda la información se obtuvo de Reuters Eikon a la fecha de la valuación.

Valuación Ferrari S.p.A.

Luego, se calculó la mediana de dichos indicadores para tener un valor de referencia promedio que dejara de lado los valores atípicos (el concepto de “outliers” en inglés). En el cuadro debajo se puede observar el resultado de dicho análisis.









Compañía	EV/EBITDA	Margen EBITDA	ROA	ROE	Ventas 3 años	Deuda/capital	Margen Neto
 Mercedes-Benz	9,20	14,10%	0,90%	3,77%	18,96%	72,02%	1,57%
 ASTON MARTIN	7,34	7,20%	-4,80%	-28,88%	21,43%	74,80%	-10,47%
	8,26	16,30%	0,90%	12,89%	12,94%	66,70%	7,34%
 PORSCHE	1,63	7,76%	12,74%	10,74%	17,12%	0,12%	3,37%
	5,53	16,60%	0,70%	10,74%	20,22%	62,22%	5,15%
 TOYOTA	10,09	14,30%	1,20%	9,64%	8,51%	49,26%	5,38%
 Audi	1,79	14,20%	1,70%	11,91%	-9,90%	3,26%	5,84%
Mediana	7,34	14,60%	3,40%	10,74%	17,12%	62,22%	5,15%
 Ferrari	9x – 13x	32,30%	3,90%	49,17	25,17%	58,42%	18,55%

Tabla N° XX – Modelo de Valuación – Elaboración Propia

Valuación Ferrari S.p.A.

Teniendo en cuenta los valores obtenidos, se seleccionó un rango razonable de múltiplos de EV/EBITDA para Ferrari entre los valores 9x y 13x. Luego, se sensibilizaron los múltiplos a razón de 0.5x y el EBITDA de la empresa a intervalos de 5% de incremento/disminución. Los resultados se presentan en las tablas XXI y XXII, donde se puede observar un valor de X11.5 EV/EBITDA. Con un capital propio de entre 13.359.706 mil euros y 23.875.323 mil euros, y un valor de acción entre 78.32 y 139.97 dólares.

Puede concluirse, entonces, que los dos métodos de valuación utilizados se encuentran bastante en línea, alcanzando valores similares. Encontrando una pequeña sobrevaluación por parte de la valuación x múltiplos.

		Valor Capital Propio						
		10	10.5	11	11.5	12	12.5	13
€	902.340	8.229.736	8.680.906	9.132.076	9.583.246	10.034.416	10.485.586	10.936.756
€	1.002.600	9.232.336	9.733.636	10.234.936	10.736.236	11.237.536	11.738.836	12.240.136
€	1.114.000	10.346.336	10.903.336	11.460.336	12.017.336	12.574.336	13.131.336	13.688.336
€	1.225.400	11.460.336	12.073.036	12.685.736	13.298.436	13.911.136	14.523.836	15.136.536
€	1.347.940	12.685.736	13.359.706	14.033.676	14.707.646	15.381.616	16.055.586	16.729.556
€	1.482.734	14.033.676	14.775.043	15.516.410	16.257.777	16.999.144	17.740.511	18.481.878
€	1.631.007	15.516.410	16.331.914	17.147.417	17.962.921	18.778.425	19.593.929	20.409.432
€	1.794.108	17.147.417	18.044.471	18.941.526	19.838.580	20.735.634	21.632.688	22.529.742
€	1.973.519	18.941.526	19.928.285	20.915.044	21.901.804	22.888.563	23.875.323	24.862.082

Tabla N° XXI – Modelo de Valuación – Elaboración Propia

Valuación Ferrari S.p.A.

		Precio de la Acción						
		10	10.5	11	11.5	12	12.5	13
€ 902.340	\$	48,25	\$ 50,89	\$ 53,54	\$ 56,18	\$ 58,83	\$ 61,47	\$ 64,12
€ 1.002.600	\$	54,13	\$ 57,07	\$ 60,00	\$ 62,94	\$ 65,88	\$ 68,82	\$ 71,76
€ 1.114.000	\$	60,66	\$ 63,92	\$ 67,19	\$ 70,45	\$ 73,72	\$ 76,98	\$ 80,25
€ 1.225.400	\$	67,19	\$ 70,78	\$ 74,37	\$ 77,96	\$ 81,56	\$ 85,15	\$ 88,74
€ 1.347.940	\$	74,37	\$ 78,32	\$ 82,27	\$ 86,23	\$ 90,18	\$ 94,13	\$ 98,08
€ 1.482.734	\$	82,27	\$ 86,62	\$ 90,97	\$ 95,31	\$ 99,66	\$ 104,01	\$ 108,35
€ 1.631.007	\$	90,97	\$ 95,75	\$ 100,53	\$ 105,31	\$ 110,09	\$ 114,87	\$ 119,65
€ 1.794.108	\$	100,53	\$ 105,79	\$ 111,05	\$ 116,31	\$ 121,57	\$ 126,83	\$ 132,08
€ 1.973.519	\$	111,05	\$ 116,83	\$ 122,62	\$ 128,40	\$ 134,19	\$ 139,97	\$ 145,76

Tabla N° XXII – Modelo de Valuación – Elaboración Propia

Proyección Adicional

Para poder hacer una comparación más, se agrega el Tabla XXIII a continuación. Este cuadro presenta la valuación estimada de las empresas seleccionadas en el análisis de múltiplos, realizada por el sistema Smart Estimate, de Reuter Ekion, a partir de los valores de 2019.

Tal como puede observarse, en todos los casos, el EV / EBITDA es ampliamente mayor a los valores actuales de las mismas. Por lo cual, se puede deducir, que las proyecciones de ventas son de un alto crecimiento a lo largo de la industria.

Sin embargo, se considera que Ferrari S.p.A. esta siendo sobrevaluada por el mercado y, por consiguiente, probablemente lo mismo este sucediendo con el resto de las empresas. Esto se debe principalmente a sus Betas que en el caso de Ferrari se encuentra muy por debajo del obtenido en la valuación realizada. El mismo es cercano a la obtenido en la regresión diaria por lo cual se considera que la valuación de Reuter no esta contemplando correctamente el ruido de la misma. Tanto en Ferrari como en el resto de las empresas.

Valuación Ferrari S.p.A.

Anexo: Cuadros y Tablas

Smart Estimate. de Reuter Ekion

Empresa	EV / Ganancias (estimado)	EV / EBITDA (estimado)	Price / EPS (estimado)	Price / Book (estimado)	Beta 5 Year	Market Cap (USD)
Ferrari NV	6,83	19,39	35,44	11,89	0,74	30.189.243.213
Bayerische Motoren Werke AG	1,31	9,71	6,35	0,60	1,36	41.925.350.155
Volkswagen AG	0,89	5,90	5,26	0,53	1,53	83.122.741.899
Aston Martin Lagonda Global Holdings PLC	1,37	7,49		2,08		992.900.650
Daimler AG	1,03	11,95	8,03	0,62	1,54	44.169.651.981
Toyota Motor Corp	1,30	10,63	8,49	0,90	1,00	212.222.879.408
Audi AG					0,42	38.400.457.515
Porsche Automobil Holding SE	58,24	1,60	3,89	0,42	1,48	9.477.899.611

Tabla N° XXIII – Modelo de Valuación – Elaboración Propia

Valuación Ferrari S.p.A.

EBITDA / Ventas

El ratio de EBITDA/Ventas refleja nuevamente el logro de Ferrari de reducir sus costos y eficientizar los procesos: pasó de ser un 25 por ciento en el 2014 a un 33 por ciento en el 2018.

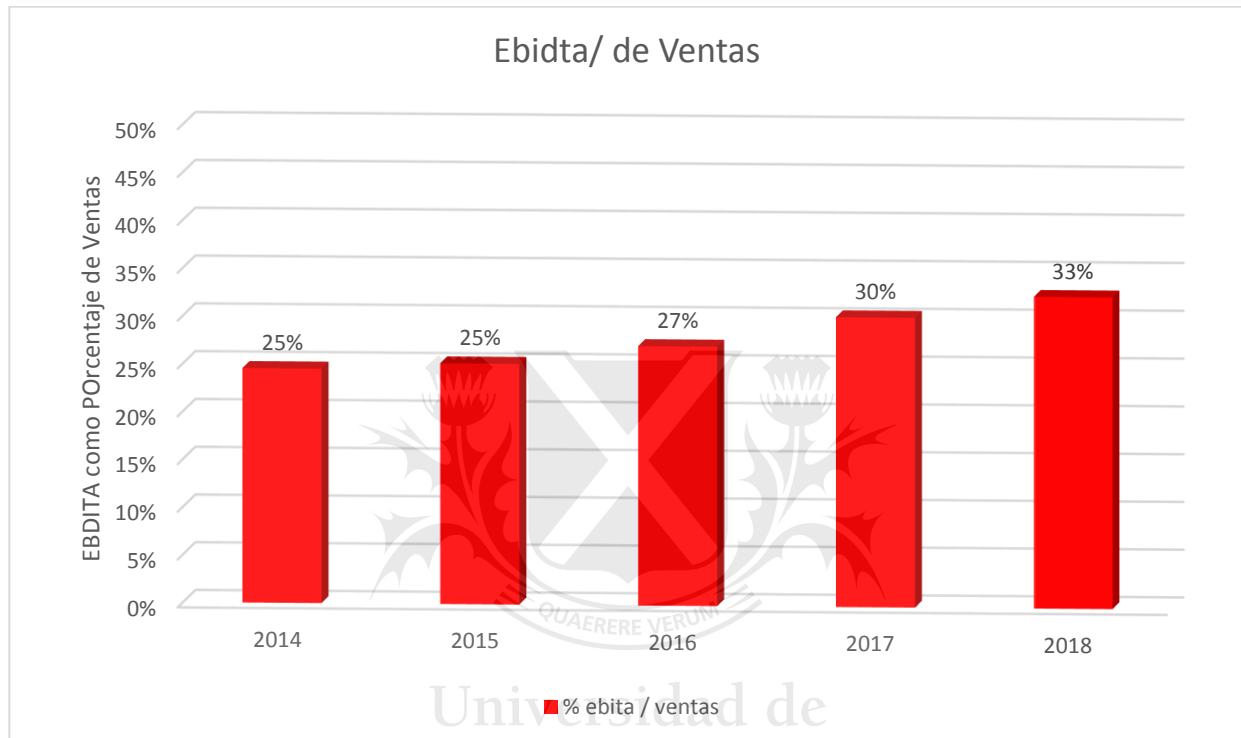


Gráfico N° XXXXIII – Fuente Ferrari 10K (2015 y 2018) al 31.12.2018 – Elaboración Propia

Valuación Ferrari S.p.A.

Escenario Base

Estado de Resultados								
Premisas	Unidad / Moneda	FY2018 (A)	FY2019 (F)	FY2020 (F)	FY2021 (F)	FY2022 (F)	FY2023 (F)	FY2024 (F)
<i>En miles</i>								
Ventas								
Autos y Repuestos	€	2.535.245	3.052.561	3.705.874	4.538.871	5.566.375	6.833.212	8.392.813
Motores	€	284.546	253.951	308.302	377.601	463.082	568.474	698.221
Merchandising	€	505.701	481.853	622.038	807.247	1.045.654	1.351.964	1.744.462
Otros Ingresos	€	94.829	84.633	102.746	125.841	154.329	189.452	232.692
Ventas Brutas	€	3.420.321	3.872.998	4.738.960	5.849.560	7.229.441	8.943.102	11.068.190
<i>Crecimiento de Ventas Brutas</i>	%		13%	22%	23%	24%	24%	24%
Ventas Netas	€	3.420.321	3.872.998	4.738.960	5.849.560	7.229.441	8.943.102	11.068.190
Costo de Ventas	€	-1.622.905	-1.808.648	-2.177.500	-2.643.937	-3.213.408	-3.908.038	-4.753.667
Margen Bruto	€	1.797.416	2.064.350	2.561.459	3.205.623	4.016.033	5.035.064	6.314.523
<i>Contribución marginal % ventas brutas</i>	%	53%	53%	54%	55%	56%	56%	57%
Gastos Comerciales y Administrativos	€	-327.341	-359.045	-439.324	-524.733	-648.515	-802.239	-992.869
Investigación y Desarrollo	€	-527.847	-589.083	-720.796	-889.718	-1.084.416	-1.341.465	-1.660.228
Otros Gastos	€	-3.195	-3.618	-4.427	-5.464	-6.753	-8.354	-10.339
EBITDA	€	939.033	1.112.604	1.396.913	1.785.707	2.276.349	2.883.006	3.651.086
<i>EBITDA/Ventas Brutas</i>	%	27%	29%	29%	31%	31%	32%	33%
Amortizaciones	€	-115.191	-144.003	-153.478	-165.173	-63.460	-77.740	-99.869
EBIT	€	823.842	968.601	1.243.435	1.620.534	2.212.888	2.805.265	3.551.217
<i>EBIT/Ventas Brutas</i>	%	24%	25%	26%	28%	31%	31%	32%
Impuesto a las Ganancias	€	-16.317	-232.464	-298.424	-388.928	-531.093	-673.264	-852.292
Resultado Neto	€	807.525	736.136	945.010	1.231.606	1.681.795	2.132.002	2.698.925
Flujo de Fondos Directo								
<i>En miles</i>								
Cobro Ventas	€		4.483.369	5.680.225	7.006.538	8.658.491	10.710.109	13.254.585
Total Ingresos	€		4.483.369	5.680.225	7.006.538	8.658.491	10.710.109	13.254.585
Pago Costos de Ventas	€		2.406.901	2.564.085	3.108.675	3.777.600	4.593.673	5.587.487
Pago Gastos Comerciales y Administrativos	€		348.028	515.851	618.764	760.158	940.195	1.163.512
Pago Investigación y Desarrollo	€		571.007	846.352	1.043.110	1.274.180	1.572.149	1.945.570
Pago Otros Gastos	€		3.507	5.198	6.406	7.916	9.791	12.116
Pago IIBB	€		0	0	0	0	0	0
Pago IVA	€		23.523	105.057	149.152	199.446	261.507	341.611
Pago IIGG	€		153.058	293.003	381.489	519.408	661.578	837.577
Pagos Capex	€		810.201	1.063.909	1.312.461	1.621.927	2.006.262	2.482.917
Total Egresos	€		4.316.225	5.393.455	6.620.057	8.160.635	10.045.155	12.370.791
Flujo de Fondos Operativo	€		167.144	286.770	386.481	497.855	664.954	883.794
Flujo de Fondos Final	€		167.144	286.770	386.481	497.855	664.954	883.794
Flujo de Fondos Acumulado	€		793.664	960.808	1.247.578	1.634.058	2.131.914	3.680.663

Valuación Ferrari S.p.A.

Flujo de Fondos Indirecto

En miles

Concepto								
EBITDA	€		1.112.604	1.396.913	1.785.707	2.276.349	2.883.006	3.651.086
Impuesto a las Ganancias	€		-232.464	-298.424	-388.928	-531.093	-673.264	-852.292
Capex	€		-723.571	-885.354	-1.092.842	-1.350.637	-1.670.791	-2.067.810
Variación de Working Capital	€		10.575	73.635	82.544	103.237	126.003	152.810
Flujo de Fondos Operativo	€		167.144	286.770	386.481	497.855	664.954	883.794
Flujo de Fondos Final	€		167.144	286.770	386.481	497.855	664.954	883.794
Flujo de Fondos Acumulado	€	793.664	960.808	1.247.578	1.634.058	2.131.914	2.796.868	3.680.663

Estado de Situación Patrimonial

En miles

Concepto								
Caja y Bancos	€	793.664	960.808	1.247.578	1.634.058	2.131.914	2.796.868	3.680.663
Inventario	€	391.064	391.064	391.064	391.064	391.064	391.064	391.064
Créditos por ventas	€	211.399	453.088	554.393	684.318	845.746	1.046.220	1.294.827
Créditos por actividades financieras	€	878.496	878.496	878.496	878.496	878.496	878.496	878.496
Créditos fiscales	€	128.234	0	0	0	0	0	0
IVA	€	64.117	0	0	0	0	0	0
IIGG	€	64.117	0	0	0	0	0	0
IIBB	€							
Otros créditos	€	64.295	64.295	64.295	64.295	64.295	64.295	64.295
Activos Financieros Corrientes	€	10.174	10.174	10.174	10.174	10.174	10.174	10.174
Activo Corriente	€	2.477.326	2.757.924	3.146.000	3.662.406	4.321.688	5.187.118	6.319.518
Goodwill	€	785.182	785.182	785.182	785.182	785.182	785.182	785.182
Activos Intangibles	€	645.797	645.797	645.797	645.797	645.797	645.797	645.797
Bienes de Uso	€	850.550	1.430.118	2.161.994	3.089.662	4.376.839	5.969.890	7.937.830
Inversiones	€	32.134	32.134	32.134	32.134	32.134	32.134	32.134
Activos por Impuestos Diferidos	€	60.744	60.744	60.744	60.744	60.744	60.744	60.744
Activo No Corriente	€	2.374.407	2.953.975	3.685.851	4.613.519	5.900.696	7.493.747	9.461.687
Total Activo	€	4.851.733	5.711.899	6.831.851	8.275.925	10.222.384	12.680.864	15.781.205
Deudas Sociales	€	86.575	86.575	86.575	86.575	86.575	86.575	86.575
Previsiones	€	182.539	182.539	182.539	182.539	182.539	182.539	182.539
Pasivos por Impuestos Diferidos	€	39.142	39.142	39.142	39.142	39.142	39.142	39.142
Deuda	€	1.927.167	1.927.167	1.927.167	1.927.167	1.927.167	1.927.167	1.927.167
Otros Pasivos	€	589.743	589.743	589.743	589.743	589.743	589.743	589.743
Otros Pasivos Financieros	€	11.342	11.342	11.342	11.342	11.342	11.342	11.342
Cuentas a Pagar	€	653.751	691.989	837.801	1.018.747	1.241.666	1.519.175	1.859.356
Deudas Fiscales	€	7.635	20.871	33.778	44.495	60.390	77.256	98.681
IVA	€	3.818	1.765	9.250	12.529	16.739	21.919	28.629
IIGG	€	3.818	19.107	24.528	31.967	43.651	55.337	70.051
IIBB	€		0	0	0	0	0	0
Capex a Pagar	€		72.555	88.778	109.584	135.434	167.537	207.347
Total Pasivo	€	3.497.894	3.621.924	3.796.865	4.009.333	4.273.998	4.600.476	5.001.892

Valuación Ferrari S.p.A.

Capital	€	1.348.722	1.348.722	1.348.722	1.348.722	1.348.722	1.348.722	1.348.722
Aportes Irrevocables	€	5.117	5.117	5.117	5.117	5.117	5.117	5.117
Resultados Acumulados	€		0	736.136	1.681.147	2.912.752	4.594.548	6.726.549
Resultado del Ejercicio	€		736.136	945.010	1.231.606	1.681.795	2.132.002	2.698.925
Patrimonio Neto	€	1.353.839	2.089.975	3.034.986	4.266.591	5.948.387	8.080.388	10.779.313
Total Pasivo + PN	€	4.851.733	5.711.899	6.831.851	8.275.925	10.222.384	12.680.864	15.781.205

Working Capital

En miles

Inventario	€	391.064	391.064	391.064	391.064	391.064	391.064	391.064
Créditos por ventas	€	211.399	453.088	554.393	684.318	845.746	1.046.220	1.294.827
Créditos por actividades financieras	€	878.496	878.496	878.496	878.496	878.496	878.496	878.496
Créditos fiscales	€	128.234	0	0	0	0	0	0
Otros créditos	€	64.295	64.295	64.295	64.295	64.295	64.295	64.295
Activo Operativo	€	1.673.488	1.786.943	1.888.248	2.018.173	2.179.601	2.380.075	2.628.682
Deudas sociales	€	86.575	86.575	86.575	86.575	86.575	86.575	86.575
Cuentas a pagar	€	653.751	691.989	837.801	1.018.747	1.241.666	1.519.175	1.859.356
Deudas fiscales	€	7.635	20.871	33.778	44.495	60.390	77.256	98.681
Capex a pagar	€	0	72.555	88.778	109.584	135.434	167.537	207.347
Pasivo Operativo	€	747.961	871.991	1.046.932	1.259.400	1.524.065	1.850.543	2.251.959
Capital de Trabajo	€	925.527	914.952	841.316	758.773	655.536	529.533	376.722
Variación de Capital de Trabajo	€		-10.575	-73.635	-82.544	-103.237	-126.003	-152.810



Valuación Ferrari S.p.A.

Escenario Optimista

Estado de Resultados								
Premisas	Unidad / Moneda	FY2018 (A)	FY2019 (F)	FY2020 (F)	FY2021 (F)	FY2022 (F)	FY2023 (F)	FY2024 (F)
<i>En miles</i>								
Ventas								
Autos y Repuestos	€	2.535.245	3.180.537	4.026.183	5.145.879	6.590.592	8.455.462	10.861.864
Motores	€	284.546	264.598	334.949	428.100	548.290	703.433	903.629
Merchandising	€	505.701	502.054	675.802	915.204	1.238.055	1.672.929	2.257.659
Otros Ingresos	€	94.829	88.181	111.627	142.670	182.725	234.429	301.147
Ventas Brutas	€	3.420.321	4.035.370	5.148.561	6.631.854	8.559.662	11.066.254	14.324.299
<i>Crecimiento de Ventas Brutas</i>	%		18%	28%	29%	29%	29%	29%
Ventas Netas	€	3.420.321	4.035.370	5.148.561	6.631.854	8.559.662	11.066.254	14.324.299
Costo de Ventas	€	-1.622.905	-1.884.474	-2.365.708	-2.997.526	-3.804.676	-4.835.832	-6.152.130
Margen Bruto	€	1.797.416	2.150.896	2.782.853	3.634.328	4.754.986	6.230.422	8.172.169
<i>Contribución marginal % ventas brutas</i>	%	53%	53%	54%	55%	56%	56%	57%
Gastos Comerciales y Administrativos	€	-327.341	-374.098	-477.296	-594.909	-767.842	-992.696	-1.284.958
Investigación y Desarrollo	€	-527.847	-613.780	-783.096	-1.008.705	-1.283.949	-1.659.938	-2.148.645
Otros Gastos	€	-3.195	-3.770	-4.809	-6.195	-7.996	-10.337	-13.381
EBITDA	€	939.033	1.159.249	1.517.652	2.024.520	2.695.198	3.567.451	4.725.186
<i>EBITDA/Ventas Brutas</i>	%	27%	29%	29%	31%	31%	32%	33%
Amortizaciones	€	-115.191	-144.328	-154.622	-167.881	-68.827	-87.353	-115.991
EBIT	€	823.842	1.014.921	1.363.030	1.856.639	2.626.371	3.480.098	4.609.194
<i>EBIT/Ventas Brutas</i>	%	24%	25%	26%	28%	31%	31%	32%
Impuesto a las Ganancias	€	-16.317	-243.581	-327.127	-445.593	-630.329	-835.224	-1.106.207
Resultado Neto	€	807.525	771.340	1.035.903	1.411.045	1.996.042	2.644.875	3.502.987
Flujo de Fondos Directo								
<i>En miles</i>								
Cobro Ventas	€		4.662.467	6.151.016	7.917.337	10.217.260	13.207.593	17.094.498
Total Ingresos	€		4.662.467	6.151.016	7.917.337	10.217.260	13.207.593	17.094.498
Pago Costos de Ventas	€		2.480.400	2.765.525	3.498.594	4.439.365	5.641.220	7.175.623
Pago Gastos Comerciales y Administrativos	€		362.619	556.431	696.305	893.416	1.154.721	1.494.383
Pago Investigación y Desarrollo	€		594.946	912.932	1.174.063	1.497.419	1.930.870	2.498.835
Pago Otros Gastos	€		3.654	5.607	7.211	9.303	12.024	15.561
Pago IIBB	€		0	0	0	0	0	0
Pago IVA	€		26.816	114.280	168.661	235.515	322.696	440.864
Pago IIGG	€		163.261	320.260	435.856	615.145	818.383	1.083.934
Pagos Capex	€		844.168	1.152.637	1.483.784	1.914.854	2.475.329	3.203.845
Total Egresos	€		4.475.864	5.827.673	7.464.475	9.605.017	12.355.244	15.913.045
Flujo de Fondos Operativo	€		186.603	323.344	452.862	612.244	852.349	1.181.453
Flujo de Fondos Final	€		186.603	323.344	452.862	612.244	852.349	1.181.453
Flujo de Fondos Acumulado	€		793.664	980.267	1.303.611	1.756.473	2.368.716	3.221.065

Valuación Ferrari S.p.A.

Flujo de Fondos Indirecto

En miles

Concepto

EBITDA	€		1.159.249	1.517.652	2.024.520	2.695.198	3.567.451	4.725.186
Impuesto a las Ganancias	€		-243.581	-327.127	-445.593	-630.329	-835.224	-1.106.207
Capex	€		-753.906	-961.878	-1.238.993	-1.599.155	-2.067.448	-2.676.131
Variación de Working Capital	€		24.841	94.697	112.929	146.530	187.570	238.605
Flujo de Fondos Operativo	€		186.603	323.344	452.862	612.244	852.349	1.181.453
Flujo de Fondos Final	€		186.603	323.344	452.862	612.244	852.349	1.181.453
Flujo de Fondos Acumulado	€		793.664	980.267	1.303.611	1.756.473	2.368.716	3.221.065

Estado de Situación Patrimonial

En miles

Concepto

Caja y Bancos	€	793.664	980.267	1.303.611	1.756.473	2.368.716	3.221.065	4.402.519
Inventario	€	391.064	391.064	391.064	391.064	391.064	391.064	391.064
Créditos por ventas	€	211.399	472.083	602.311	775.836	1.001.363	1.294.600	1.675.747
Créditos por actividades financieras	€	878.496	878.496	878.496	878.496	878.496	878.496	878.496
Créditos fiscales	€	128.234	0	0	0	0	0	0
IVA	€	64.117	0	0	0	0	0	0
IIGG	€	64.117	0	0	0	0	0	0
IIBB	€							
Otros créditos	€	64.295	64.295	64.295	64.295	64.295	64.295	64.295
Activos Financieros Corrientes	€	10.174	10.174	10.174	10.174	10.174	10.174	10.174
Activo Corriente	€	2.477.326	2.796.379	3.249.951	3.876.338	4.714.109	5.859.695	7.422.294
Goodwill	€	785.182	785.182	785.182	785.182	785.182	785.182	785.182
Activos Intangibles	€	645.797	645.797	645.797	645.797	645.797	645.797	645.797
Bienes de Uso	€	850.550	1.460.128	2.267.384	3.338.497	4.868.824	6.848.920	9.409.059
Inversiones	€	32.134	32.134	32.134	32.134	32.134	32.134	32.134
Activos por Impuestos Diferidos	€	60.744	60.744	60.744	60.744	60.744	60.744	60.744
Activo No Corriente	€	2.374.407	2.983.985	3.791.241	4.862.354	6.392.681	8.372.777	10.932.916
Total Activo	€	4.851.733	5.780.364	7.041.192	8.738.691	11.106.790	14.232.472	18.355.211

Deudas Sociales	€	86.575	86.575	86.575	86.575	86.575	86.575	86.575
Previsiones	€	182.539	182.539	182.539	182.539	182.539	182.539	182.539
Pasivos por Impuestos Diferidos	€	39.142	39.142	39.142	39.142	39.142	39.142	39.142
Deuda	€	1.927.167	1.927.167	1.927.167	1.927.167	1.927.167	1.927.167	1.927.167
Otros Pasivos	€	589.743	589.743	589.743	589.743	589.743	589.743	589.743
Otros Pasivos Financieros	€	11.342	11.342	11.342	11.342	11.342	11.342	11.342
Cuentas a Pagar	€	653.751	721.000	910.214	1.154.989	1.470.133	1.879.837	2.406.353
Deudas Fiscales	€	7.635	22.080	36.937	50.828	71.627	95.772	127.972
IVA	€	3.818	2.060	10.050	14.204	19.819	27.123	37.051
IIGG	€	3.818	20.020	26.887	36.624	51.808	68.649	90.921
IIBB	€		0	0	0	0	0	0
Capex a Pagar	€		75.597	96.451	124.239	160.354	207.311	268.346
Total Pasivo	€	3.497.894	3.655.185	3.880.110	4.166.564	4.538.621	5.019.428	5.639.180

Valuación Ferrari S.p.A.

Capital	€	1.348.722	1.348.722	1.348.722	1.348.722	1.348.722	1.348.722	1.348.722
Aportes Irrevocables	€	5.117	5.117	5.117	5.117	5.117	5.117	5.117
Resultados Acumulados	€		0	771.340	1.807.243	3.218.288	5.214.330	7.859.204
Resultado del Ejercicio	€		771.340	1.035.903	1.411.045	1.996.042	2.644.875	3.502.987
Patrimonio Neto	€	1.353.839	2.125.179	3.161.082	4.572.127	6.568.169	9.213.043	12.716.031
Total Pasivo + PN	€	4.851.733	5.780.364	7.041.192	8.738.691	11.106.790	14.232.472	18.355.211

Working Capital

En miles

Inventario	€	391.064	391.064	391.064	391.064	391.064	391.064	391.064
Créditos por ventas	€	211.399	472.083	602.311	775.836	1.001.363	1.294.600	1.675.747
Créditos por actividades financieras	€	878.496	878.496	878.496	878.496	878.496	878.496	878.496
Créditos fiscales	€	128.234	0	0	0	0	0	0
Otros créditos	€	64.295	64.295	64.295	64.295	64.295	64.295	64.295
Activo Operativo	€	1.673.488	1.805.938	1.936.166	2.109.691	2.335.218	2.628.455	3.009.602
Deudas sociales	€	86.575	86.575	86.575	86.575	86.575	86.575	86.575
Cuentas a pagar	€	653.751	721.000	910.214	1.154.989	1.470.133	1.879.837	2.406.353
Deudas fiscales	€	7.635	22.080	36.937	50.828	71.627	95.772	127.972
Capex a pagar	€	0	75.597	96.451	124.239	160.354	207.311	268.346
Pasivo Operativo	€	747.961	905.252	1.130.177	1.416.631	1.788.688	2.269.495	2.889.247
Capital de Trabajo	€	925.527	900.686	805.989	693.060	546.530	358.960	120.355
Variación de Capital de Trabajo	€		-24.841	-94.697	-112.929	-146.530	-187.570	-238.605



Valuación Ferrari S.p.A.

Escenario Pesimista

Estado de Resultados								
Premisas	Unidad / Moneda	FY2018 (A)	FY2019 (F)	FY2020 (F)	FY2021 (F)	FY2022 (F)	FY2023 (F)	FY2024 (F)
<i>En miles</i>								
Ventas								
Autos y Repuestos	€	2.535.245	2.913.570	3.374.966	3.942.697	4.610.456	5.394.906	6.314.127
Motores	€	284.546	242.388	280.773	328.004	383.557	448.817	525.290
Merchandising	€	505.701	459.913	566.495	701.216	866.083	1.067.392	1.312.403
Otros Ingresos	€	94.829	80.779	93.572	109.312	127.826	149.575	175.060
Ventas Brutas	€	3.420.321	3.696.649	4.315.805	5.081.229	5.987.921	7.060.690	8.326.880
<i>Crecimiento de Ventas Brutas</i>	%		8%	17%	18%	18%	18%	18%
Ventas Netas	€	3.420.321	3.696.649	4.315.805	5.081.229	5.987.921	7.060.690	8.326.880
Costo de Ventas	€	-1.622.905	-1.726.295	-1.983.065	-2.296.660	-2.661.566	-3.085.444	-3.576.304
Margen Bruto	€	1.797.416	1.970.354	2.332.740	2.784.569	3.326.355	3.975.245	4.750.576
<i>Contribución marginal % ventas brutas</i>	%	53%	53%	54%	55%	56%	56%	57%
Gastos Comerciales y Administrativos	€	-327.341	-342.697	-400.096	-455.810	-537.145	-633.377	-746.961
Investigación y Desarrollo	€	-527.847	-562.260	-656.434	-772.855	-898.188	-1.059.103	-1.249.032
Otros Gastos	€	-3.195	-3.453	-4.031	-4.746	-5.593	-6.596	-7.778
EBITDA	€	939.033	1.061.944	1.272.179	1.551.157	1.885.429	2.276.169	2.746.805
<i>EBITDA/Ventas Brutas</i>	%	27%	29%	29%	31%	31%	32%	33%
Amortizaciones	€	-115.191	-143.651	-152.280	-162.439	-58.243	-68.760	-85.408
EBIT	€	823.842	918.293	1.119.899	1.388.719	1.827.185	2.207.409	2.661.397
<i>EBIT/Ventas Brutas</i>	%	24%	25%	26%	27%	31%	31%	32%
Impuesto a las Ganancias	€	-16.317	-220.390	-268.776	-333.292	-438.525	-529.778	-638.735
Resultado Neto	€	807.525	697.903	851.123	1.055.426	1.388.661	1.677.631	2.022.661
Flujo de Fondos Directo								
<i>En miles</i>								
Cobro Ventas	€		4.288.854	5.192.850	6.109.555	7.199.193	8.488.542	10.010.667
Total Ingresos	€		4.288.854	5.192.850	6.109.555	7.199.193	8.488.542	10.010.667
Pago Costos de Ventas	€		2.327.075	2.354.971	2.723.312	3.155.634	3.657.982	4.240.040
Pago Gastos Comerciales y Administrativos	€		332.181	473.728	542.122	634.928	748.597	882.819
Pago Investigación y Desarrollo	€		545.007	777.242	913.698	1.064.370	1.251.767	1.476.207
Pago Otros Gastos	€		3.347	4.773	5.611	6.612	7.795	9.193
Pago IIBB	€		0	0	0	0	0	0
Pago IVA	€		19.946	95.514	129.950	165.701	207.111	257.818
Pago IIGG	€		141.977	264.799	327.990	429.875	522.278	629.780
Pagos Capex	€		773.311	972.085	1.143.805	1.347.817	1.589.218	1.874.192
Total Egresos	€		4.142.844	4.943.112	5.786.488	6.804.937	7.984.748	9.370.048
Flujo de Fondos Operativo	€		146.010	249.738	323.067	394.256	503.794	640.619
Flujo de Fondos Final	€		146.010	249.738	323.067	394.256	503.794	640.619
Flujo de Fondos Acumulado	€	793.664	939.674	1.189.411	1.512.479	1.906.735	2.410.529	3.051.148

Valuación Ferrari S.p.A.

Flujo de Fondos Indirecto

En miles

Concepto

EBITDA	€		1.061.944	1.272.179	1.551.157	1.885.429	2.276.169	2.746.805
Impuesto a las Ganancias	€		-220.390	-268.776	-333.292	-438.525	-529.778	-638.735
Capex	€		-690.625	-806.298	-949.298	-1.118.691	-1.319.110	-1.555.666
Variación de Working Capital	€		-4.919	52.633	54.501	66.043	76.514	88.215
Flujo de Fondos Operativo	€		146.010	249.738	323.067	394.256	503.794	640.619
Flujo de Fondos Final	€		146.010	249.738	323.067	394.256	503.794	640.619
Flujo de Fondos Acumulado	€	793.664	939.674	1.189.411	1.512.479	1.906.735	2.410.529	3.051.148

Estado de Situación Patrimonial

En miles

Concepto

Caja y Bancos	€	793.664	939.674	1.189.411	1.512.479	1.906.735	2.410.529	3.051.148
Inventario	€	391.064	391.064	391.064	391.064	391.064	391.064	391.064
Créditos por ventas	€	211.399	432.457	504.890	594.434	700.505	826.004	974.131
Créditos por actividades financieras	€	878.496	878.496	878.496	878.496	878.496	878.496	878.496
Créditos fiscales	€	128.234	0	0	0	0	0	0
IVA	€	64.117	0	0	0	0	0	0
IIGG	€	64.117	0	0	0	0	0	0
IIBB	€							
Otros créditos	€	64.295	64.295	64.295	64.295	64.295	64.295	64.295
Activos Financieros Corrientes	€	10.174	10.174	10.174	10.174	10.174	10.174	10.174
Activo Corriente	€	2.477.326	2.716.160	3.038.330	3.450.942	3.951.269	4.580.562	5.369.308
Goodwill	€	785.182	785.182	785.182	785.182	785.182	785.182	785.182
Activos Intangibles	€	645.797	645.797	645.797	645.797	645.797	645.797	645.797
Bienes de Uso	€	850.550	1.397.524	2.051.543	2.838.403	3.898.850	5.149.201	6.619.458
Inversiones	€	32.134	32.134	32.134	32.134	32.134	32.134	32.134
Activos por Impuestos Diferidos	€	60.744	60.744	60.744	60.744	60.744	60.744	60.744
Activo No Corriente	€	2.374.407	2.921.381	3.575.400	4.362.260	5.422.707	6.673.058	8.143.315
Total Activo	€	4.851.733	5.637.541	6.613.731	7.813.202	9.373.976	11.253.620	13.512.623
Deudas Sociales	€	86.575	86.575	86.575	86.575	86.575	86.575	86.575
Previsiones	€	182.539	182.539	182.539	182.539	182.539	182.539	182.539
Pasivos por Impuestos Diferidos	€	39.142	39.142	39.142	39.142	39.142	39.142	39.142
Deuda	€	1.927.167	1.927.167	1.927.167	1.927.167	1.927.167	1.927.167	1.927.167
Otros Pasivos	€	589.743	589.743	589.743	589.743	589.743	589.743	589.743
Otros Pasivos Financieros	€	11.342	11.342	11.342	11.342	11.342	11.342	11.342
Cuentas a Pagar	€	653.751	660.481	762.991	884.936	1.028.433	1.199.407	1.398.841
Deudas Fiscales	€	7.635	19.559	30.515	38.277	49.907	60.849	74.037
IVA	€	3.818	1.444	8.424	10.883	13.864	17.306	21.538
IIGG	€	3.818	18.114	22.091	27.394	36.043	43.543	52.499
IIBB	€		0	0	0	0	0	0
Capex a Pagar	€		69.252	80.851	95.190	112.176	132.272	155.993
Total Pasivo	€	3.497.894	3.585.799	3.710.865	3.854.911	4.027.024	4.229.037	4.465.379

Valuación Ferrari S.p.A.

Capital	€	1.348.722	1.348.722	1.348.722	1.348.722	1.348.722	1.348.722	1.348.722
Aportes Irrevocables	€	5.117	5.117	5.117	5.117	5.117	5.117	5.117
Resultados Acumulados	€		0	697.903	1.549.026	2.604.452	3.993.113	5.670.744
Resultado del Ejercicio	€		697.903	851.123	1.055.426	1.388.661	1.677.631	2.022.661
Patrimonio Neto	€	1.353.839	2.051.742	2.902.865	3.958.291	5.346.952	7.024.583	9.047.244
Total Pasivo + PN	€	4.851.733	5.637.541	6.613.731	7.813.202	9.373.976	11.253.620	13.512.623

Working Capital

En miles

Inventario	€	391.064	391.064	391.064	391.064	391.064	391.064	391.064
Créditos por ventas	€	211.399	432.457	504.890	594.434	700.505	826.004	974.131
Créditos por actividades financieras	€	878.496	878.496	878.496	878.496	878.496	878.496	878.496
Créditos fiscales	€	128.234	0	0	0	0	0	0
Otros créditos	€	64.295	64.295	64.295	64.295	64.295	64.295	64.295
Activo Operativo	€	1.673.488	1.766.312	1.838.745	1.928.289	2.034.360	2.159.859	2.307.986
Deudas sociales	€	86.575	86.575	86.575	86.575	86.575	86.575	86.575
Cuentas a pagar	€	653.751	660.481	762.991	884.936	1.028.433	1.199.407	1.398.841
Deudas fiscales	€	7.635	19.559	30.515	38.277	49.907	60.849	74.037
Capex a pagar	€	0	69.252	80.851	95.190	112.176	132.272	155.993
Pasivo Operativo	€	747.961	835.866	960.932	1.104.978	1.277.091	1.479.104	1.715.446
Capital de Trabajo	€	925.527	930.446	877.813	823.312	757.269	680.755	592.540
Variación de Capital de Trabajo	€		4.919	-52.633	-54.501	-66.043	-76.514	-88.215

Valuación Ferrari S.p.A.

Bibliografía

Aston Martin – “10K” (2014 – 2018).

Audi, – “20F” (2014 – 2018) .

BBVA Research – “El camino de los vehículos eléctricos” (2017).

BBVA Research – U.S, Auto Sales Chartbook, January 2020”.

Berk, Jonathan & DeMarzo, Peter – “Corporate Finance” (2013).

BMW – “Annual Report” (2014 – 2018).

Damodaran, Aswath – “Annual Returns on Stock, T.Bonds and T.Bills”.

Damodaran, Aswath – “Applied Corporate Finance” (2010).

Damodaran, Aswath – “Damodaran on Valuation: Security analysis for investment and corporate finance” (2006).

Fiat Chrysler Automobiles N.V. – “20F” (2014 – 2018).

FRED – “10-year Treasury Constant Maturity Rate”. <https://fred.stlouisfed.org> .

Industry Research - “Co-Global Hybrid Electric Vehicles Market Professional Survey Report 2019” .

iprofesional - vehiculos-en-venta-suv-Porsche-Ferrari-Lamborghini-Cuantos-autos-venden-por-año+

Jato - luxury-car-sales-posted-a-double-digit-growth-as-world-billionaires-expand.

Mercedes Benz, – “20F” (2014 – 2018) .

Porsche – “Annual Report” (2014 – 2018).

PWC - “Alternative fuels and powertrains: Automotive strategy in a world of diverse mobility ”.

Valuación Ferrari S.p.A.

PWC - Five trends transforming the Automotive Industry” (2019).

PWC- “Taxation in the automotive industry”.

Technavio - "Hybrid Vehicle Market - Analysis of Growth. Trends, and Forecast (2020-2025)" .

Technavio - “Global Luxury SUV Market 2017-2021”.

TN - revelan-cuanto-dinero-ganan-las-marcas-de-lujo-por-cada-auto-vendido.

Toyota Motor Corporation – “20F” (2014 – 2018) .

Volkswagen – “Annual Report” (2014 – 2018) .

World Bank Open Data – indicator <https://data.worldbank.org/indicator>.

Yahoo Finance – “Race – Metric Data”.

