

LIUC – Anno Accademico 2008/2009

F83102 – Economia e Tecnica dei Mercati Finanziari – Dott. Marco Fumagalli / Dott. Antonio Taverna

Take Home Exam (THE)

ISTRUZIONI

- Ciascun Gruppo non deve essere composto da più di tre studenti. Non sono ammessi mutamenti nella composizione del Gruppo dopo la comunicazione dello stesso.
- L'elaborato deve contenere un indice con riferimento alle pagine di ciascun esercizio, tutte le pagine devono essere numerate, scritte con il medesimo font e giustificate
- La qualità dell'elaborato non è funzione della sua lunghezza. Pertanto le risposte debbono essere limitate a quanto oggetto della domanda e, se necessaria per chiarire il contesto, ogni eventuale descrizione generale delle problematiche deve essere contenuta
- Nelle domande più qualitative, si prega vivamente di evitare ogni taglia incolla di materiale prelevato da internet, la cui origine è peraltro in genere facilmente rintracciabile
- Eventuali domande debbono essere inviate, esclusivamente via e-mail a:
 - m.fumagalli@leviathan.it
 - a.taverna@yahoo.com
- La data di consegna (**da confermare con ulteriore avviso sul sito del corso**) è per **venerdì 5 giugno 2009 ore 9.00.**

In tale occasione verrà anche effettuato il test *multiple choice* della durata di 45 minuti.

Gli studenti che non potranno svolgere il test in tale data, lo potranno svolgere in occasione delle successive date di registrazioni dei voti. Il risultato del THE rimarrà valido per 12 mesi.

Castellanza - 9 maggio 2009

1 Valutazione strumenti finanziari di capitale

Le tavole seguenti illustrano i dati storici degli esercizi 2006/2008 e quelli prospettici di Piano Industriale per gli anni 2009/2014 del Gruppo Industriale Test. Si proceda ad un valutazione, alla data del 1.1.2009, con il metodo dell' *unlevered discount cash flow* (DCF) tenendo conto delle seguenti indicazioni:

- le immobilizzazioni finanziarie al 31.12.2008 sono rappresentate esclusivamente da una partecipazione del 70% in una società immobiliare. L'immobile relativo ha un valore corrente di 18 MLN/€e la società ha debito per 10 MLN/€
- il costo del capitale di debito è del 7%
- il Beta di un gruppo di *comparables* è di circa 1.1
- le prospettive di crescita di lungo periodo del business sono mediamente buone, anche se si può sostenere che il *competitive advantage period* della società termini con l'ultimo anno di Piano.

Si effettui una analisi di sensibilità sui parametri del *weighted average cost of capital* (WACC) e del tasso di crescita di lungo periodo.

P&L (€/MLN)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Fatturato	40,9	65,8	105,8	137,9	160,5	175,8	178,4	181,1	183,8
<i>YoY Growth</i>		61,1%	60,7%	30,3%	16,4%	9,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Variazione rimanenze	17,8	19,7	16,5	25,1	10,1	6,4	6,5	6,6	6,7
Ricavi	58,7	85,5	122,3	163,0	170,6	182,2	184,9	187,7	190,5
<i>YoY Growth</i>		45,8%	43,0%	33,2%	4,7%	6,8%	1,5%	1,5%	1,5%
(Materie Prime)	(25,4)	(35,4)	(51,3)	(66,2)	(68,8)	(74,1)	(75,2)	(76,3)	(77,4)
(Servizi e altro)	(16,8)	(27,3)	(39,6)	(48,3)	(49,4)	(51,5)	(52,2)	(53,0)	(53,8)
(Personale)	(10,1)	(12,6)	(16,9)	(23,2)	(25,9)	(28,0)	(28,4)	(28,9)	(29,3)
EBITDA	6,4	10,3	14,5	25,3	26,5	28,7	29,1	29,5	30,0
<i>EBITDA margin</i>	<i>11,0%</i>	<i>12,0%</i>	<i>11,8%</i>	<i>15,5%</i>	<i>15,6%</i>	<i>15,7%</i>	<i>15,7%</i>	<i>15,7%</i>	<i>15,7%</i>
(Ammortamenti)	(2,3)	(2,6)	(2,9)	(4,2)	(4,5)	(5,0)	(5,1)	(5,1)	(5,2)
EBIT	4,1	7,7	11,6	21,1	22,0	23,7	24,0	24,4	24,7
<i>EBIT margin</i>	<i>7,1%</i>	<i>9,0%</i>	<i>9,5%</i>	<i>12,9%</i>	<i>12,9%</i>	<i>13,0%</i>	<i>13,0%</i>	<i>13,0%</i>	<i>13,0%</i>
Proventi/(Oneri) Finanziari netti	(1,3)	(1,4)	(1,6)	(1,1)	(1,2)	(1,0)	(0,1)	0,7	1,5
EBT	2,8	6,2	10,1	20,0	20,7	22,6	23,9	25,1	26,2
(Imposte sul reddito)	(1,6)	(2,3)	(3,7)	(6,9)	(7,2)	(7,8)	(8,2)	(8,6)	(9,0)
<i>Tax Rate</i>	<i>57,0%</i>	<i>36,8%</i>	<i>36,9%</i>	<i>34,6%</i>	<i>34,7%</i>	<i>34,4%</i>	<i>34,4%</i>	<i>34,4%</i>	<i>34,4%</i>
Utile/(Perdita) d'esercizio	1,2	3,9	6,3	13,1	13,6	14,8	15,7	16,5	17,2
<i>E-margin</i>	<i>2,1%</i>	<i>4,6%</i>	<i>5,2%</i>	<i>8,0%</i>	<i>7,9%</i>	<i>8,2%</i>	<i>8,5%</i>	<i>8,8%</i>	<i>9,0%</i>

BS (€/MLN)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Immobilizzazioni Immateriali	3,9	3,6	3,7	3,5	3,6	3,3	3,3	3,3	3,3
Immobilizzazioni Materiali	20,9	27,5	33,6	41,0	43,3	39,2	39,6	40,1	40,6
Immobilizzazioni Finanziarie	1,9	2,5	1,8	1,3	1,5	1,0	1,0	1,0	1,0
Immobilizzazioni	26,7	33,6	39,1	45,8	48,4	43,5	44,0	44,5	45,0
Crediti Commerciali	17,9	20,2	18,0	30,3	30,8	31,8	32,3	32,8	33,3
Rimanenze	22,7	35,2	38,8	45,8	47,3	49,7	50,5	51,2	52,0
(Debiti Commerciali)	(36,2)	(54,9)	(61,7)	(60,6)	(68,1)	(68,7)	(69,7)	(70,8)	(71,8)
di cui (Debiti vs fornitori)	(21,5)	(27,1)	(37,3)	(45,6)	(44,8)	(44,3)	(45,3)	(46,0)	(46,7)
di cui (Anticipi da clienti)	(14,7)	(27,8)	(24,3)	(15,1)	(23,3)	(24,4)	(24,4)	(24,8)	(25,1)
Cap. Circolante Netto	4,4	0,4	(4,9)	15,5	10,0	12,9	13,1	13,3	13,5
Crediti Diversi	3,9	11,4	7,9	11,0	10,4	9,9	10,1	10,2	10,4
(Debiti Diversi)	(4,8)	(4,4)	(11,3)	(12,2)	(6,8)	(8,3)	(8,4)	(8,5)	(8,7)
Cap. Circolante	3,5	7,5	(8,3)	14,2	13,6	14,5	14,7	15,0	15,2
(TFR e Altri Fondi)	(2,2)	(5,4)	(2,8)	(7,7)	(8,0)	(8,0)	(8,0)	(8,0)	(8,0)
Capitale Investito Netto	28,0	35,6	28,0	52,3	53,9	50,0	50,7	51,4	52,2
Patrimonio Netto	7,0	11,3	16,0	30,1	42,8	56,5	72,2	88,6	105,8
PFN	21,0	24,3	12,0	22,2	11,2	(6,4)	(21,4)	(37,2)	(53,7)

NOTA: sono corretti risultati differenti e scelte diverse sui vari parametri necessari (es. *tasso risk free*, *g*, ...) purché adeguatamente giustificate.

Si calcolino inoltre, sulla base del valore ottenuto, i principali multipli prospettici utilizzati nell'analisi finanziaria con riferimento agli anni 2009, 2010 e 2011.

2 Securitization

Il candidato illustri le diverse modalità di *credit enhancement* nell'ambito di una operazione di cartolarizzazione evidenziando per ciascuna di esse i principali vantaggi e svantaggi in termini di *rating* dell'operazione e di costo.

Si descrivano inoltre i principali rischi legali attinenti un'operazione di cartolarizzazione avente ad oggetto mutui immobiliari ed in particolare le principali difese relativamente all'insolvenza dei soggetti coinvolti (originator, SPV, debitori ceduti) previste dalla legge italiana in materia.

3 IPO

La società Esempio S.p.A. ha attualmente 1 MLN di azioni e intende quotarsi nei primi mesi del 2009 con una offerta esclusivamente in sottoscrizione (aumento di capitale) di 500.000 nuove azioni.

La Banca X è incaricata quale Global Coordinator dell' IPO. L'incarico prevede commissioni di (i) direzione per il 1%, (ii) *underwriting* per il 0.75% e (iii) vendita per il 2%.

La Banca X propone agli investitori Esempio S.p.A. stimando nel 2009 abbia ricavi per 320 MLN/€ un EBITDA pari al 10 % dei ricavi, un utile netto di 12 MLN/€ La posizione finanziaria netta è negativa (debito) per 55 MLN/€

I *comparables* già quotati proposti ai fini della valutazione con il metodo dei multipli esprimono i seguenti rapporti (*Enterprise Value / EBITDA* e *Price/Earning*) rispetto alle stime di risultati per il medesimo 2009:

	EV/EBITDA 2009	P/E 2009
Alfa	6	15
Beta	6	11
Gamma	7	11

Ipotizzando che gli investitori richiedano uno sconto del 25 % sul valore del capitale calcolato sulla media di tali multipli si indichi: (i) il valore a cui Esempio S.p.A. può essere collocata (arrotondare al MLN/€), (ii) il controvalore dell'Offerta, (iii) il totale delle commissioni sostenute da Esempio S.p.A. per l'operazione, (iv) la percentuale di flottante.

4 OPA

Una società quotata Q il cui capitale è composto da 800 azioni, è controllata di diritto (50%+1) dal socio A, che ne estrae benefici privati per 25 € La capitalizzazione complessiva di Borsa è di 375 €

Si ipotizzi che un soggetto B intenda acquisire il controllo di Q. B è in grado di gestire Q meglio di A, così da incrementarne il valore di 75 € Tuttavia egli ha anche maggiori possibilità e maggiore abilità di B di estrarre benefici privati del controllo, così che ragionevolmente sarà in grado di "depredare" Q di una ricchezza complessiva di 50 €

Il candidato risponda motivatamente ai seguenti quesiti:

1. Se B acquista tutte le azioni di A a 0,57 €cadauna, in assenza di una disciplina dell'OPA obbligatoria, quale effetto si produce per gli azionisti di minoranza ?
2. In presenza di una disciplina dell'OPA obbligatoria che preveda come prezzo di esecuzione della stessa la media tra prezzo di acquisto della quota di controllo e valore di mercato (e nell'ipotesi che quest'ultimo sia rappresentato dalla media delle quotazioni nei dodici mesi precedenti l'acquisto da parte di B, pari a 0,4688 € per azione) quale effetto si produce per B e per gli azionisti di minoranza ?
3. In presenza di una disciplina dell'OPA obbligatoria come quella vigente, per cui l'acquirente di una quota superiore al 30 % deve lanciare un'offerta totalitaria su tutto il rimanente capitale allo stesso prezzo dell'acquisto della quota rilevante, quale effetto si produce per B e per gli azionisti di minoranza?
4. Quali diverse finalità hanno due discipline dell'OPA obbligatoria come quelle di cui ai precedenti punti 2 e 3 ?

5 M&A e Due Diligence

Nell'ipotesi che le società Marcolin e Safilo siano interessate ad un'operazione di M&A, il gruppo di lavoro dovrà produrre:

1. Sintesi delle motivazioni dell'operazione;

2. Il programma di *due diligence* (*business*, finanziaria, fiscale), commentando gli obiettivi dell'esame per le diverse aree di attività della target;
3. Indicare e commentare gli aspetti rilevanti che dovrebbero essere trattati nel contratto
4. commentare gli aspetti rilevanti per la contabilizzazione dell'operazione nel caso abbia luogo con un'OPS. Si dovranno indicare in particolare i beni immateriali e le rispettive metodologie valutative.
5. Presentare il relativo esempio numerico.

Si noti che l'assegnazione del ruolo di acquirente e di target e' libero e che per i punti 1 e 2 si può assumere che le società' non sono quotate.