

## ECONOMIA E TECNICA DEI MERCATI FINANZIARI 2009/2010

Dott. Marco Fumagalli / Dott. Antonio Taverna

### TAKE HOME EXAM

1 Con riguardo alle possibili forme di organizzazione di un mercato secondario, si illustrino le principali differenze tra un mercato *order driven* ed un mercato *quote driven* con particolare riguardo al ruolo svolto dagli intermediari. Si calcoli poi il prezzo di esecuzione e la quantità scambiata in un ipotetico mercato *order driven* ad asta a chiamata il cui *book* si presenti come il seguente:

| BUY |       | SELL  |     |
|-----|-------|-------|-----|
| QTY | PRICE | PRICE | QTY |
| 3   | NO    | NO    | 2   |
| 40  | 10.25 | 10.00 | 25  |
| 11  | 10.10 | 10.10 | 30  |
| 9   | 10.00 | 10.20 | 40  |
| 30  | 9.99  | 10.25 | 50  |

2

Date le seguenti proiezioni economico finanziarie del Gruppo Exam, si calcoli *l'equity value* con il metodo DCF alla data del 31.12 dell'anno 0. In particolare si consideri che :

- il costo del capitale di debito è del 4%
- il Beta di un gruppo di *comparables* è di circa 0.8
- 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.

Si evidenzino infine i multipli (P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT, EV/Sales) impliciti *leading* relativi agli anni 1 e 2

1

### Dati Patrimoniali Consolidati Gruppo Exam

| MLN/€                                    | -1           | 0            | 1            | 2            | 3            | 4            |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Imm. Immateriali                         | 2.094        | 2.473        | 2.419        | 2.365        | 2.311        | 2.257        |
| Imm. Materiali                           | 497          | 599          | 664          | 735          | 809          | 889          |
| Imm. Finanziarie                         | 54           | 36           | 33           | 133          | 133          | 133          |
| <b>IMMOBILIZZAZIONI</b>                  | <b>2.645</b> | <b>3.108</b> | <b>3.116</b> | <b>3.233</b> | <b>3.253</b> | <b>3.279</b> |
| Rimanenze                                | 404          | 433          | 613          | 668          | 698          | 739          |
| Clienti                                  | 354          | 406          | 544          | 593          | 628          | 665          |
| (Fornitori)                              | (179)        | (223)        | (302)        | (325)        | (344)        | (364)        |
| Altre attività a B/T                     | 209          | 350          | 220          | 220          | 220          | 221          |
| (Altre passività a B/T)                  | (237)        | (400)        | (247)        | (179)        | (177)        | (186)        |
| <b>CCN</b>                               | <b>551</b>   | <b>566</b>   | <b>828</b>   | <b>977</b>   | <b>1.025</b> | <b>1.075</b> |
| <b>TFR e altri fondi a M/L</b>           | <b>(333)</b> | <b>(445)</b> | <b>(476)</b> | <b>(500)</b> | <b>(50)</b>  | <b>(55)</b>  |
| <b>CAPITALE INVESTITO NETTO</b>          | <b>2.863</b> | <b>3.229</b> | <b>3.468</b> | <b>3.710</b> | <b>4.228</b> | <b>4.299</b> |
| <b>PATRIMONIO NETTO &amp; MINORITIES</b> | <b>1.394</b> | <b>1.519</b> | <b>1.741</b> | <b>2.008</b> | <b>2.306</b> | <b>2.629</b> |
| Cash                                     | (300)        | (257)        | (257)        | (257)        | (257)        | (257)        |
| Debiti finanziari a M/L                  | 861          | 1.274        | 1.275        | 1.275        | 1.750        | 1.771        |
| Debiti finanziari a B/T                  | 908          | 693          | 709          | 684          | 429          | 156          |
| <b>POSIZIONE FINANZIARIA NETTA</b>       | <b>1.469</b> | <b>1.710</b> | <b>1.727</b> | <b>1.702</b> | <b>1.922</b> | <b>1.670</b> |
| check                                    | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| D/(D+E)                                  | 0,5          | 0,5          | 0,5          | 0,5          | 0,5          | 0,4          |
| D/EBITDA                                 | 2,63         | 2,64         | 2,06         | 1,75         | 1,81         | 1,46         |

2

### Dati Economici Consolidati Gruppo Exam

| MLN/€                                     | -2                 | -1                 | 0                  | 1                  | 2                  | 3                  | 4                  |
|---|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| <b>Vendite</b>                            | <b>3.178</b>       | <b>2.824</b>       | <b>3.224</b>       | <b>4.319</b>       | <b>4.705</b>       | <b>4.983</b>       | <b>5.278</b>       |
| crescita yoy                              |                    | -11,1%             | 14,2%              | 34,0%              | 8,9%               | 5,9%               | 5,9%               |
| Costo del venduto                         | (924) -29,1%       | (879) -31,1%       | (1.011) -31,4%     | (1.374) -31,8%     | (1.477) -31,4%     | (1.520) -30,5%     | (1.584) -30,0%     |
| <b>Primo Margine</b>                      | <b>2.254</b> 70,9% | <b>1.945</b> 68,9% | <b>2.213</b> 68,6% | <b>2.945</b> 68,2% | <b>3.228</b> 68,6% | <b>3.463</b> 69,5% | <b>3.694</b> 70,0% |
| Costi di vendita e pubblicità             | -1.359 -42,8%      | -1.233 -43,7%      | -1.375 -42,6%      | -1.728 -40,0%      | -1.849 -39,3%      | -1.969 -39,5%      | -2.092 -39,6%      |
| Costi generali ed amministrativi          | -149 -4,7%         | -153 -5,4%         | -191 -5,9%         | -377 -8,7%         | -404 -8,6%         | -430 -8,6%         | -457 -8,7%         |
| <b>EBITDA</b>                             | <b>746</b> 23,5%   | <b>559</b> 19,8%   | <b>647</b> 20,1%   | <b>840</b> 19,4%   | <b>975</b> 20,7%   | <b>1.064</b> 21,4% | <b>1.145</b> 21,7% |
| Ammort. beni materiali                    | (109) -3,4%        | (91) -3,2%         | (109) -3,4%        | (169) -3,9%        | (183) -3,9%        | (198) -4,0%        | (213) -4,0%        |
| Ammort. beni immateriali                  | (37) -1,2%         | (37) -1,3%         | (44) -1,4%         | (54) -1,3%         | (54) -1,1%         | (54) -1,1%         | (54) -1,0%         |
| <b>EBIT</b>                               | <b>600</b> 18,9%   | <b>431</b> 15,3%   | <b>494</b> 15,3%   | <b>617</b> 14,3%   | <b>738</b> 15,7%   | <b>812</b> 16,3%   | <b>878</b> 16,6%   |
| (oneri)/proventi finanziari e delta cambi | (62)               | (42)               | (35)               | (68)               | (76)               | (76)               | (76)               |
| (oneri)/proventi straordinari             |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |
| <b>EBT</b>                                | <b>538</b> 16,9%   | <b>389</b> 13,8%   | <b>459</b> 14,2%   | <b>549</b> 12,7%   | <b>662</b> 14,1%   | <b>736</b> 14,8%   | <b>802</b> 15,2%   |
| Imposte                                   | (163)              | (117)              | (162)              | (211)              | (255)              | (284)              | (309)              |
| Minorities                                | (5)                | (6)                | (9)                | (10)               | (10)               | (10)               | (10)               |
| <b>NET PROFIT</b>                         | <b>370</b> 11,6%   | <b>266</b> 9,4%    | <b>288</b> 8,9%    | <b>328</b> 7,6%    | <b>397</b> 8,4%    | <b>442</b> 8,9%    | <b>483</b> 9,2%    |
| tax rate                                  | 30%                | 30%                | 35%                | 38%                | 39%                | 39%                | 39%                |

3] 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<br>2009 | P/E<br>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] Analizzando sul sito del Ministero del Tesoro l'Offering Circular della cartolarizzazione SCIP 1 ([http://www.dt.tesoro.it/it/cartolarizzazioni/operazioni\\_concluse/scip1/offering\\_circular.html](http://www.dt.tesoro.it/it/cartolarizzazioni/operazioni_concluse/scip1/offering_circular.html)), si identifichino:

- i soggetti partecipanti all'operazione (originator, arranger, servicer, SPV ...)
- la natura della cartolarizzazione
- le diverse tranche di ABS emessi (ammontare, rating, quotazione,....)

Si discutano, sulla base dei report delle società di rating disponibili sul medesimo sito, gli elementi critici per la performance della cartolarizzazione.

5] Dal sito della Borsa Italiana ([www.borsaitalia.it](http://www.borsaitalia.it)) si ricavi l'elenco delle operazioni di OPA su azioni quotate per l'anno [ ]. Per ciascuna operazione si identifichino, se necessario utilizzando i documenti informativi rinvenibili sul sito della Consob ([www.consob.it](http://www.consob.it)) e si elenchino in una tabella i seguenti elementi:

- (i) offerente, (ii) target, (iii) azioni oggetto dell'offerta (iv) corrispettivo (v) natura dell'offerta [obbligatoria / volontaria] (vi) se obbligatoria, tipo di offerta [successiva obbligatoria, preventiva totalitaria, preventiva parziale, residuale (*sell out*)], (vii) advisor, (viii) periodo di effettuazione dell'offerta, (ix) azioni apportate all'offerta, (x) percentuale sulle azioni oggetto dell'offerta.

Si indichi se nell'anno analizzato: (i) ci sono state OPA concorrenti e (ii) ci sono state OPA "fallite".

**6** Una società quotata Q il cui capitale è composto da 1.000 azioni è controllata di diritto dal socio A, che ne estrae benefici privati del controllo per 250 € La capitalizzazione complessiva in Borsa è di 1.250 € La media delle quotazioni nell'ultimo anno è stata 0.6 €

Il soggetto B intende acquisire il controllo di Q. B è in grado di gestire Q meglio di A, così da incrementarne il valore di 300 € Tuttavia ha anche maggiori possibilità di estrarre benefici privati del controllo, così che, ragionevolmente, sarà in grado di “depredare” Q di una ricchezza complessiva di 400 €

- Se B acquista tutte le azioni di A al prezzo di 1.8 €, che effetto si produce per gli azionisti di minoranza di Q in assenza di una disciplina dell'OPA obbligatoria ?
- In presenza di una disciplina dell'OPA obbligatoria che obblighi all'acquisto di tutte le azioni delle minoranze al prezzo dell'acquisto della maggioranza cosa succede ?
- In presenza di una disciplina dell'OPA obbligatoria che obblighi all'acquisto di tutte le azioni delle minoranze alla media tra il prezzo medio di Borsa degli ultimi 12 mesi e il prezzo dell'acquisto della maggioranza cosa succede ?

Quali sono le finalità di una disciplina dell'OPA obbligatoria ?

Si descrivano i diversi tipi di benefici privati del controllo nel caso di società controllate da un unico soggetto e nel caso di società “*public companies*” ad azionariato diffuso.

**7** Individuare almeno tre società di servizi (es. società di trasporti di alcune province lombarde) che svolgono attività simili a quella di Cotral Spa e prospettare un'operazione di acquisizione fra una di queste e la stessa Cotral (Si può identificare Cotral come acquirente o come società target per l'acquisizione).

Nel lavoro si dovranno

- identificare e commentare gli obiettivi delle due diligence, predisporre sinteticamente il relativo programma di lavoro motivandone le finalità,
- illustrare le motivazioni dell'operazione (sulla base della peers review, sinergie ecc.),
- commentare le opportunità e i rischi dell'operazione.

**8** Illustrare le problematiche di contabilizzazione dell'operazione in ambito IFRS, commentando gli aspetti specifici dell'applicazione di IFRS 3, nell'ambito della contabilizzazione iniziale e della redazione dei bilanci consolidati dei successivi esercizi.