

Manifesto Motore Zoom



Il Cavallino vincente

[La sfida in Borsa] – Ad un anno dalla quotazione della Ferrari, ripercorriamo le importanti trasformazioni societarie e finanziarie che hanno dato il via ad una nuova era per il Cavallino Rampante.

Era il 21 ottobre del 2015 quando Sergio Marchionne, Piero Ferrari e Amedeo Felisa, rispettivamente presidente, vicepresidente e AD di Ferrari N.V., in compagnia di John Elkann, salivano sul podio della sala contrattazioni del mercato Nyse per dare ufficialmente il via alla sessione borsistica che sanciva il primo giorno di quotazione del titolo Ferrari a New York. Un'operazione fortemente voluta da Marchionne stesso, il quale, nell'ottica di una strategia votata alla ridefinizione del perimetro del gruppo FCA, nonché alla valorizzazione del suo asset più prestigioso, non aveva esitato allo scontro interno con l'allora presidente della Rossa Luca Cordero di Montezemolo: per il manager italo-canadese era infatti essenziale dare il via all'insieme di operazioni che avrebbero portato all'attuale assetto della società. Ma lasciando da parte quelli che erano i rapporti tra i due personaggi (totalmente incompatibili per carattere, provenienza e ambizioni), è scontato affermare che il nuovo corso Marchionne-Elkann per la Casa del Cavallino è stato sicuramente accelerato dalla partenza di Montezemolo all'indomani del GP d'Italia del 2014, che ha dato il via libera per la presidenza della Ferrari al manager col maglione blu.



Ma qual'era il disegno strategico ideato dalla dirigenza torinese? Senza dubbio potremo affermare che erano inizialmente due gli obiettivi che perseguivano: dividere i destini della rossa di Maranello da quelli, ancora in evoluzione, di Fiat Auto; valorizzare al meglio l'asset Ferrari facendone emergere il valore fuori dalla galassia Fiat. A questi dovremo senz'altro aggiungere anche la necessità per il gruppo Fiat-Chrysler di utilizzare una parte dell'eventuale plusvalore di Ferrari, nonché delle sue risorse patrimoniali, allo scopo di rafforzare la propria posizione finanziaria. Tre obiettivi importanti dunque per l'azionista della rossa che tuttavia non avrebbero dovuto mettere in discussione l'essenza e la storia del marchio, preservandone anche la capacità finanziaria necessaria per assicurare il continuo sviluppo tecnologico ed industriale. Un disegno su larga scala che presupponeva due passi fondamentali: quotare in borsa il cavallino, sfruttando un premio di valorizzazione da marchio extra-lusso delle quattro ruote ed in parallelo scorporarlo da Fiat, nel frattempo divenuta FCA, con lo scopo di passarne il controllo direttamente alla Exor, holding di partecipazioni e cassaforte delle famiglie Agnelli. E' facile pensare che Marchionne avrebbe voluto gestire tali cambiamenti direttamente dal ponte di comando di Maranello: la contrarietà di Montezemolo all'idea di una Ferrari quotata in borsa ha dato il la per il colpo di mano dell'AD di Fiat-Chrysler, che, oltre alla carica di presidente di Ferrari N.V., avrebbe assunto pochi mesi dopo anche quella di AD di Ferrari Spa.

Il progetto di Marchionne per Ferrari si concretizza in un periodo tutto sommato breve, caratterizzato da due tappe fondamentali: la prima, la quotazione di Ferrari N.V. (società di diritto olandese che incorpora da maggio 2013 Ferrari Spa), sul mercato azionario americano Nyse avvenuta il 21 ottobre 2015. L'operazione vede FCA, detentore del 90% del capitale, cedere sul mercato una quota pari al 10%. La valorizzazione di borsa in fase di collocamento delle azioni è di circa 9,8 mld di Euro, che per FCA equivale ad un incasso di circa 980 mln, utilizzati per diminuire l'indebitamento finanziario. La seconda, la scissione di Ferrari N.V. da FCA, mediante l'assegnazione del capitale in mano a quest'ultima (pari al 80% dopo la quotazione a New York) direttamente agli azionisti di FCA, scissione operativa dal 4 gennaio 2016, che vede Exor e Piero Ferrari diventare i nuovi azionisti principali di Ferrari N.V., rispettivamente con il 23,5% e il 10%. Tuttavia, grazie ai diritti di voto speciali consentiti alle società di diritto olandese, si assicurano insieme il 48,8% dei voti, ovvero il controllo effettivo.



E per finire, successivamente allo scorporo, Ferrari N.V. dà atto ad un trasferimento di liquidità ad FCA per circa 2,8 Mld di Euro: l'operazione spinge il "cavallino olandese" a cercare nuove risorse finanziarie tramite linee di credito bancarie e prestiti obbligazionari per oltre 2 Mld: Ferrari come si dice gergo, viene "levereggiata", ovvero viene sostanzialmente svuotata della sue disponibilità liquide e fatta indebitare sfruttando la sua capacità di generare cassa, grazie ad un business redditizio, per ripagarsi il nuovo debito. Ovvio pensare che sotto la guida di Montezemolo mai si sarebbe permesso un tale trasferimento di risorse verso l'azionista di controllo.

Per FCA invece *l'affaire* Ferrari ha significato un auto-finanziamento di circa 3,8 mld totali, aggiungendo i 980 mln raccolti nella quotazione alla liquidità trasferita direttamente da Ferrari N.V. E' evidente che la collaudata maestria nel campo finanziario del team di Marchionne ha centrato in pieno gli obiettivi finali: valorizzare al massimo possibile il prestigioso asset, separarlo da FCA pur mantenendo il controllo in casa (Agnelli) ed infine, ma non meno rilevante, ricavarne importanti risorse per il gruppo FCA stesso. Il punto chiave dell'intera operazione era convincere la comunità finanziaria del valore di Ferrari: a questo scopo era fondamentale riuscire a posizionare il brand facendolo avvicinare alle valorizzazioni tipicamente assegnate ai settori del luxury piuttosto che a quelle del settore auto. La tabella, attraverso alcuni parametri tipicamente borsistici, sintetizza i livelli di quotazione raggiunti dal titolo Ferrari rispetto ad alcune società quotate dei due settori di riferimento, auto e lusso:

Titolo	Settore	Fatturato (mln €) (1)	Risultato operativo (mln €) (1)	Margine operativo % (1)	Prezzo/ Utile (2)	Prezzo/ Fatturato (2)
Ferrari	Auto	3.000	540	18,0%	25,0	3,0
FCA	Auto	112.000	3.600	3,2%	4,5	0,1
Bmw	Auto	94.000	9.500	10,1%	8,1	0,6
Daimler (Mercedes)	Auto	152.600	12.750	8,4%	8,1	0,5
Volkswagen	Auto	211.000	12.400	5,9%	7,6	0,3
Christian Dior*	Accessori Lusso	38.000	7.000	18,4%	17,5	0,8
Luis Vuitton	Accessori Lusso	37.200	6.500	17,5%	21,4	2,3
Hermes	Accessori Lusso	5.150	1.670	32,4%	35,6	7,7
PPR	Accessori Lusso	12.100	1.550	12,8%	21,3	2,2

1) Dati di bilancio stimati dagli analisti relativi all'esercizio 2016. Fonte: Thomson Reuters

* Stime sull'esercizio 2016/2017

2) Rilevazioni al 27/10/2016

Come si può osservare, in termini di multipli di capitalizzazione, il titolo Ferrari oggi supera addirittura i più importanti players del lusso quotati in Europa, staccandosi nettamente da quelli che sono i numeri con cui vengono valorizzati i costruttori auto, sia generalisti (Fca e Volkswagen) che premium (Bmw e Mercedes). Ovviamente il mercato non avrebbe mai espresso tale valore con Ferrari ancora inglobata dentro FCA. Ferrari è stata quotata al massimo del range di valorizzazione previsto dai vertici FCA e questo è stato possibile anche grazie alla scelta di immettere sul mercato un ammontare piccolo del capitale (10%), creando quindi un effetto scarsità, per di più su una piazza finanziaria dalle enormi capacità come quella americana: da questo nasce la scelta di quotare il titolo sulla borsa di Milano solo in un secondo momento (oltre al fatto che Marchionne ed FCA hanno sempre avuto un buon posizionamento presso la comunità finanziaria nordamericana, presso la quale è stato condotto il road show della quotazione).



E' indubbio che, data l'elevata valorizzazione di partenza, c'era un certo scetticismo sulla tenuta delle quotazioni nel tempo, anche considerando altri due fattori, ovvero il fatto che la disponibilità di azioni Ferrari liberamente scambiabili sul mercato sarebbe salita in pochi mesi dal 10 ad oltre il 60% con lo scorporo del titolo da FCA e, non meno importante, la difficile congiuntura che i mercati azionari attraversavano nella seconda parte del 2015, afflitti dal rallentamento dell'economia cinese.

Il confronto, fatto dal 4 gen 2016, data in cui FCA e Ferrari sono diventate due realtà indipendenti tra loro, fino al 21 ottobre 2016, mostra che le performance in borsa del cavallino sono state sicuramente migliori di quelle sui circuiti di F1: a fronte infatti di un calo complessivo dell'indice del settore auto di circa l'8,7%, il titolo Ferrari, nonostante il brusco ribasso registrato ad inizio 2016 in parallelo a tutti i principali settori, ha messo a segno complessivamente un rialzo di oltre il 10%, risultando il migliore tra tutti i costruttori quotati, proprio mentre FCA si posizionava all'estremo opposto, con un calo del titolo superiore al 28%. Se si prende invece il titolo quotato a New York dal 21 ottobre 2015, osserviamo che dopo un anno le quotazioni sono ritornate sullo stesso prezzo di quotazione (52,6 \$): tuttavia, considerando il rialzo del Dollaro sull'Euro, il titolo si è apprezzato di circa il 5,2% in Euro.



Dunque tutti gli azionisti di FCA, con Exor in primis, non possono che essere contenti di aver visto valorizzare il proprio patrimonio grazie alla scissione del cavallino: nel solo 2016 il valore complessivo di FCA e Ferrari è stato più alto di quasi 5,3 miliardi rispetto ad una ipotetica situazione senza scorporo e quotazione. Per Exor ciò ha significato valorizzare i propri asset di circa 1 mld in più a parità di condizioni di mercato. Le scelte di carattere economico-finanziario operate dall'azionista di maggioranza hanno tuttavia messo le basi per una nuova era per l'azienda Ferrari, le cui conseguenze non potranno che essere valutate nel futuro. Di certo il distacco dalla casa madre FCA con il passaggio del controllo direttamente ad Exor ha in un certo senso messo in sicurezza il cavallino da possibili passaggi in mani straniere: la strategia di Marchionne per il gruppo torinese rimane infatti quella di un matrimonio con un partner internazionale al fine di posizionarlo tra i primi 4/5 gruppi mondiali, che necessariamente non esclude la cessione del controllo da parte degli Agnelli. Da questo punto di vista i fan del cavallino possono stare tranquilli: FCA e Ferrari non seguiranno più lo stesso sentiero.

E' indubbio tuttavia che occorre fare alcune considerazioni sulle conseguenze della presenza diretta della società sui mercati finanziari, che si legano anche alla delicata scelta dell'elevato trasferimento di risorse operato dalla (ex-) capogruppo; due fattori che sicuramente impongono agli attuali e futuri vertici del cavallino un insieme di sfide che vanno oltre la capacità di costruire granturismo d'avanguardia nonché di competere per la vittoria nella massima formula. Ma questo lo vedremo in un successivo articolo.

Anselmo Pallotta *

(laureato in ingegneria meccanica, PhD dall'Università di Ancona in Energetica, socio co-fondatore della società finanziaria FinLABO SIM, specializzata nella gestione di fondi comuni di investimento)*

FP | **

RIPRODUZIONE VIETATA anche parziale senza il consenso scritto dell'editore - © FormulaPassion.it - Tutti i diritti riservati. All rights reserved.

FP FormulaPassion.it