



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
ICADE

**TRABAJO FIN DE GRADO
VALORACIÓN DE EMPRESAS:
FERRARI NV (RACE)**

Autor: Tao Zhang Lin
Director: Álvaro Caballo Trébol

MADRID | Junio y 2024

Índice del TFG: Evaluación de Ferrari en el Contexto del Mercado de Lujo

<i>Índice del TFG: Evaluación de Ferrari en el Contexto del Mercado de Lujo</i>	1
<i>Índice de tablas</i>	2
Introducción: Ferrari una síntesis perfecta entre Lujo y Automoción	3
Resumen	4
Abstract.....	5
Objetivos de la investigación.....	6
Metodología.	6
Marco Teórico	7
Conceptualización del lujo y su mercado.....	7
Las 5 Fuerzas de Porter y DAFO.	10
La Singularidad de Ferrari en el Mercado de Lujo	13
Ferrari: Más allá del automovilismo hacia el lujo.	13
Comparativa de marca entre Ferrari y otras marcas de lujo (LVMH, Hermès, Porsche, Kering). ...	14
Importancia del posicionamiento de marca y la exclusividad.	20
Ventajas de Comparar Ferrari con Empresas de Lujo	22
Rendimiento financiero y resiliencia de las marcas de lujo.....	22
Diversificación de productos y experiencias de marca.....	24
Análisis del Sector de Lujo	25
Tendencias actuales y futuras en el mercado de lujo.	25
Análisis Estratégico y Financiero de Ferrari	30
Modelo de negocio y diversificación de Ferrari.....	30
Metodologías de Valoración Aplicadas a Ferrari	32
Descuento de Flujos de Caja (DCF) y su adaptación al lujo.	32
Valoración por Múltiplos en el contexto de marcas de lujo.....	37
Discusión de Resultados	38
Interpretación de los métodos de valoración.	38
Anexos	39
Análisis financiero detallado.	39
Declaración de Uso de Herramientas de Inteligencia Artificial Generativa en Trabajos Fin de Grado	49
Bibliografía	50

Índice de tablas

Figura 1: Ferrari SF-24 F1 2024	4
Figura 2: Rendimiento histórico de Ferrari y sus competidores en bolsa	7
Figura 3: Margen neto de Ferrari y sus competidores	9
Figura 4: Zapatilla Puma x Ferrari.....	14
Figura 5: Evolución del ratio Price/Sales de Ferrari y sus competidores.....	15
Figura 6: Per de Ferrari y sus competidores	16
Figura 7: Ferrari SP3 Daytona.....	20
Figura 8: Ferrari F40 (1987).....	21
Figura 9: Ferrari Purosangue 2023.....	26
Figura 10: Evolución del mercado de coches de lujo.	28
Figura 11: FCF de Ferrari desde 2022 hasta 2033.....	33
Figura 12: Datos financieros para la wacc.....	34
Figura 13: Modelo descuento de flujos de caja Ferrari.....	34
Figura 14: Matriz de sensibilidad	35
Figura 15: Matriz de sensibilidad en porcentajes del precio actual de la acción de Ferrari	36
Figura 16: Normalización del Per hasta 2033.....	36
FIGURA 17: Valoración por Múltiplos comparables	37
Figura 18: Desglose de líneas de negocio	40
Figura 19 y 20: Balance de situación histórico.....	41
Figura 21: Proyección de las COGS.....	41
Figura 22: Proyección de los gastos generales	41
Figura 23: Proyección del Operating Income.....	42
Figura 24: Proyección de pago de intereses	42
Figura 25: Income Statement Proyectado	43
Figura 26: Proyección del cash Flow statement	43
Figura 27: Proyección de amortizaciones y depreciaciones	44
Figura 28: Datos históricos sobre CaPex, Dividendos y Recompras de acciones	45

Figura 29: Proyección del CaPex, Dividendos, Adquisiciones y Recompra de acciones	45
Figura 30: Balance de situación proyectado	46
Figura 31: Proyección de otros activos corrientes, cuentas por cobrar, inventario y pagos anticipados	47
Figura 32: Proyección de PPE, Otros activos a l/p y Otros activos intangibles.	47
Figura 3: Proyección de proveedores, gastos devengados, otros pasivos corrientes y otros pasivos no corrientes	48

Introducción: Ferrari una síntesis perfecta entre Lujo y Automoción

Ferrari, una marca icónica en el mundo de los automóviles, se ha establecido como un sinónimo de lujo y alto rendimiento. Esta dualidad es el núcleo de su identidad, combinando una estética inigualable con innovaciones tecnológicas que redefinen los estándares de la automoción. En este trabajo se explorará cómo Ferrari logra esta síntesis perfecta entre lujo y automoción, abarcando aspectos clave como el diseño, la ingeniería y su prestigio en competencias.

El diseño de Ferrari es una fusión de arte y ingeniería. Cada modelo es esculpido con precisión, utilizando materiales de alta calidad que no solo aseguran una estética impresionante, sino también un rendimiento óptimo. La personalización juega un rol vital, permitiendo a los clientes adaptar cada vehículo a sus gustos individuales, lo cual refuerza la exclusividad de la marca. Los programas como Icona y One-Off (Entraremos en detalle más adelante) ejemplifican esta estrategia, creando ediciones limitadas que son verdaderas piezas de colección.

Adicionalmente el rendimiento y la innovación son pilares fundamentales de Ferrari. Su compromiso con la excelencia técnica es evidente en cada vehículo que produce. Los motores potentes y la aerodinámica avanzada, derivada de su participación en la Fórmula 1, son características distintivas que aseguran una experiencia de conducción inigualable. Ferrari no solo se enfoca en la velocidad, sino también en la sostenibilidad. La colaboración con Enel X para desarrollar una planta fotovoltaica es un ejemplo de su compromiso con las energías renovables y la reducción de la huella de carbono

Figura 1: Ferrari SF-24 F1 2024



Fuente: <https://www.ferrari.com/es-ES>

La constante inversión en investigación y desarrollo permite a Ferrari estar a la vanguardia de la tecnología automotriz. Esto incluye desde innovaciones en motores híbridos hasta el uso de materiales ligeros y resistentes que mejoran tanto el rendimiento como la eficiencia del combustible.

La historia de Ferrari en la Fórmula 1 es legendaria y juega un papel crucial en su identidad de marca. Esta participación no solo mejora sus capacidades técnicas, sino que también eleva su prestigio a nivel global. La *Scuderia Ferrari*, el equipo de carreras de la marca, es un componente esencial dentro de su modelo de negocio, así como de su plan de marketing y desarrollo tecnológico. Los éxitos en la pista de carreras se traducen en mejoras tangibles en los vehículos de producción, creando un ciclo virtuoso de innovación y rendimiento.

Resumen

En este trabajo realizaremos una valoración de una empresa que recientemente se incorporó al índice de las 50 empresas con mayor capitalización bursátil de Europa. Hablamos de la incorporación de Ferrari S.P.A al Euro Stoxx 50.

La marca representada por el *Cavallino rampante* es una empresa líder en el sector de los deportivos de alta gama, además de ser el máximo exponente dentro de la F1.

Para llevar a cabo esta investigación comenzaremos por una investigación en profundidad del modelo de negocio que ha llevado al éxito a la marca italiana, también haremos hincapié tanto en el análisis fundamental de la empresa como en la historia de Ferrari, ya que gran parte del éxito se debe a los logros deportivos conseguidos en el pasado.

Por otro lado, el análisis también incluirá, todos los productos que ofrece Ferrari, así como un análisis de la presencia internacional que tiene la marca.

Por supuesto también analizaremos todo el sector automovilístico de lujo, así como todos sus competidores con el fin de identificar las ventajas competitivas asociadas a la marca italiana

Finalmente se realizará la valoración de la empresa mediante 2 métodos distintos. El descuento de flujos de caja futuros de la empresa y finalmente una valoración por múltiplos.

Palabras claves: Valoración, DCF, valoración de empresas, Ferrari, Veblen, Capex, múltiplos, modelo de negocio



Abstract

This work presents a valuation of a company that recently joined the index of the 50 largest market capitalizations in Europe. We are talking about the inclusion of Ferrari S.P.A. in the Euro Stoxx 50. The brand represented by the Cavallino Rampante is a leader in the high-end sports car sector, as well as a top contender in Formula 1.

To conduct this research, we will start with an in-depth investigation of the business model that has led to the success of the Italian brand, emphasizing both the fundamental analysis of the company and Ferrari's history, as a significant part of its success is due to past sporting achievements. Additionally, the analysis will include all the products offered by Ferrari and an examination of the brand's international presence.

We will also analyze the entire luxury automotive sector and its competitors to identify the competitive advantages associated with the Italian brand. Finally, the company's

valuation will be conducted using Two different methods: the Discounted Cash Flow (DCF) method and a multiples valuation.

Keywords: Valuation, DCF, company valuation, Ferrari, Veblen, Capex, multiples, business model

Objetivos de la investigación.

El propósito principal de este estudio será revisar la literatura existente y analizar los métodos más comunes de valoración de empresas, aplicando estos conocimientos a la valoración de Ferrari S.P.A. El trabajo tendrá dos objetivos clave: uno teórico y otro práctico.

El primer objetivo, de carácter teórico, implica un análisis detallado de los métodos de valoración empresarial. Este análisis incluirá una descomposición e identificación de los factores cruciales de cada método, como el Descuento de Flujos de Caja (DCF), la valoración por múltiplos. El objetivo es proporcionar una comprensión profunda de los fundamentos teóricos y las bases de los métodos de valoración más empleados en la práctica financiera.

El segundo objetivo, de naturaleza práctica, se centrará en la aplicación empírica de los métodos de valoración estudiados. Para ello, se realizará la valoración de Ferrari S.P.A. utilizando datos reales, lo que permitirá demostrar cómo se implementan estos métodos y evaluar su precisión y relevancia en una empresa líder en el sector de los automóviles de lujo. La intención es no solo teorizar sobre los métodos de valoración, sino también mostrar su aplicación práctica a través de un caso real, proporcionando una perspectiva completa y práctica de su uso en la valoración empresarial.

Así, este estudio combinará un enfoque teórico con una aplicación práctica, ofreciendo tanto un análisis detallado de los métodos de valoración como una demostración empírica de su uso en un caso concreto.

Metodología.

Para la realización del trabajo, se empleará una metodología para cada parte. Primero empezaremos con una revisión literaria de las cuentas anuales, así como otros documentos de interés relacionados con la parte operacional del negocio, con el fin de

entender el modelo de la empresa. Seguido procederemos a una sección cuantitativa donde se realizará varias formas de valoración de Ferrari para concluir con una recomendación de compra o venta de la acción.

En la parte cualitativa, se realizará una revisión exhaustiva de sus puntos fuertes y débiles, y las variables clave de cada uno. Para esto, se utilizarán fuentes académicas como Google Scholar y Dialnet, junto con libros y artículos especializados en la administración y dirección de empresas en el sector automotriz.

La parte cuantitativa consistirá en un ejercicio de valoración de Ferrari S.p.A., aplicando los métodos estudiados en la primera parte. Se obtendrá información financiera de Ferrari de su página web, así como de bases de datos como Bloomberg, TIKR y FactSet. Los métodos utilizados incluirán el Descuento de Flujos de Caja (DCF), el modelo CAPM para calcular la tasa de descuento y una valoración por múltiplos.

Esta metodología garantizará un análisis riguroso y aplicable, combinando teoría y práctica para proporcionar una valoración integral de Ferrari S.p.A.

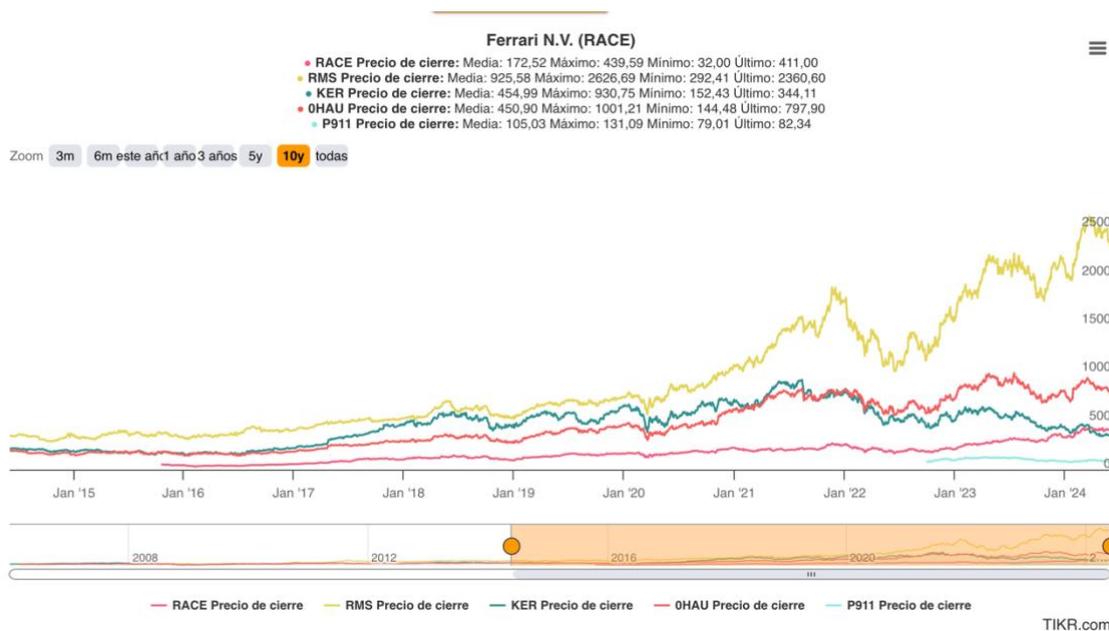
Marco Teórico

Conceptualización del lujo y su mercado.

El mercado de lujo es sinónimo de exclusividad, calidad superior y prestigio. Las marcas de este segmento no solo buscan satisfacer necesidades funcionales, sino también ofrecer un estatus social y una experiencia emocional única a sus clientes. Empresas como Ferrari, LVMH, Hermès y Kering no solo se destacan por la excelencia en sus productos, sino también por su capacidad para innovar y mantener una herencia cultural rica, lo cual incrementa el valor percibido de sus artículos (S&P Dow Jones Indices, 2024).

El índice S&P Luxury Basket Series 1 refleja el desempeño de diez compañías líderes en la producción y distribución de bienes y servicios de lujo. Estas empresas, seleccionadas del universo del S&P Global BMI, están ponderadas según su capitalización de mercado ajustada por el flotante, lo que asegura que los cambios en el mercado se reflejen con precisión en el valor total disponible para el comercio público (S&P Dow Jones Indices, 2024).

Figura 2: Rendimiento histórico de Ferrari y sus competidores en bolsa



Fuente: <http://tikr.com/>

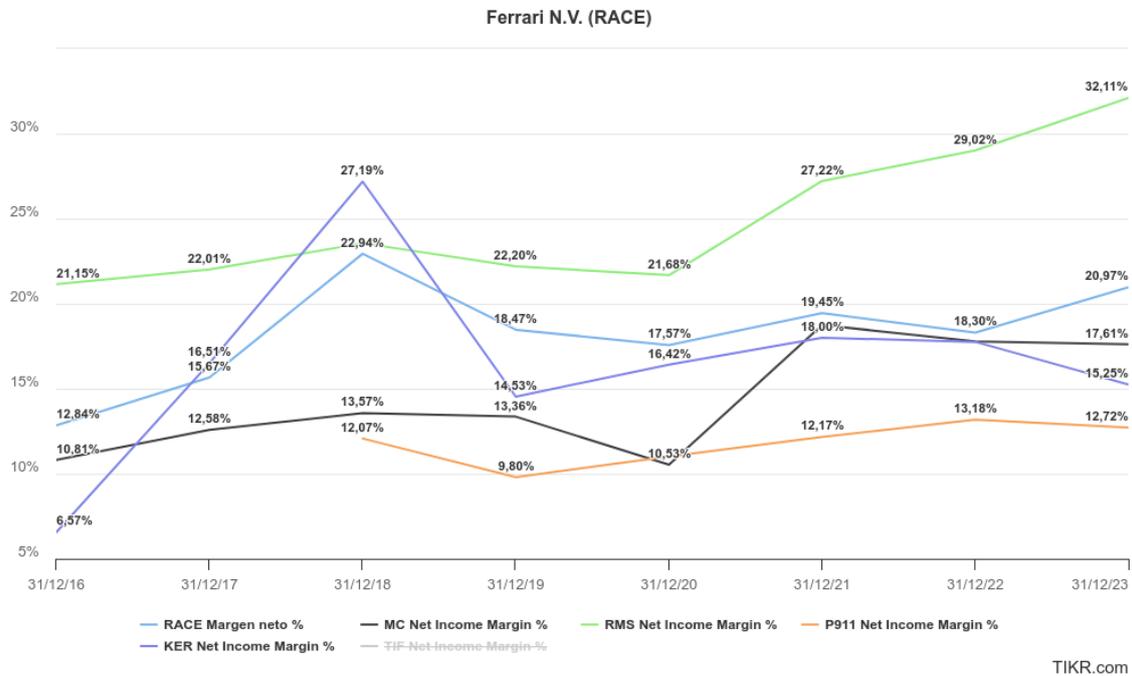
El mercado de lujo ha demostrado ser resiliente frente a las fluctuaciones económicas. Los consumidores de estos productos generalmente tienen un alto poder adquisitivo y no se ven tan afectados por las crisis financieras. Además, la globalización y el crecimiento de mercados emergentes han ampliado la base de consumidores, creando nuevas oportunidades para estas empresas. Sin embargo, el sector también enfrenta desafíos importantes, como la necesidad de adaptarse a las preferencias cambiantes de los consumidores y la creciente presión por adoptar prácticas más sostenibles y responsables (S&P Dow Jones Indices, 2024).

En resumen, el mercado de lujo es dinámico y altamente competitivo, combinando tradición e innovación para mantener su atractivo. Las empresas incluidas en este índice no solo destacan por su rendimiento financiero, sino que también establecen tendencias y estándares en la industria del lujo, contribuyendo a una percepción global de exclusividad y sofisticación (S&P Dow Jones Indices, 2024).

Estas son algunas de las múltiples razones por las que destacan los márgenes netos de estas empresas.

Como podemos observar en la siguiente gráfica

Figura 3: Margen neto de Ferrari y sus competidores



Fuente: <http://tikr.com/>

El mercado del lujo se caracteriza por mantener márgenes netos alrededor del 15%, reflejando su capacidad para operar con altos precios y exclusividad. En la gráfica, observamos que Ferrari (RACE), protagonista de este TFG, ha mostrado un aumento constante en sus márgenes netos, alcanzando un 20.97% en 2023, lo que demuestra su sólida estrategia y demanda sostenida. Porsche (P911) destaca significativamente, con un impresionante incremento hasta el 32.11%, consolidándose como líder en términos de rentabilidad. Kering (KER) y LVMH (OHAU) mantienen márgenes más estables y cercanos al promedio del sector, alrededor del 15%, evidenciando su resiliencia y eficiencia en la gestión. Hermes, aunque con algunas fluctuaciones, se posiciona como un fuerte competidor con márgenes sólidos y en crecimiento. Estos datos subrayan cómo las empresas de lujo pueden aprovechar su exclusividad y valor de marca para mantener altos niveles de rentabilidad a pesar de las condiciones variables del mercado.

Las 5 Fuerzas de Porter y DAFO.

Ferrari S.p.A. es una de las marcas más emblemáticas y prestigiosas en la industria automotriz. Conocida por sus vehículos deportivos de lujo y su fuerte presencia en la Fórmula 1, Ferrari ha logrado mantener una posición dominante en el mercado a través de una estrategia centrada en la exclusividad y la alta calidad. Este apartado del trabajo ofrece un análisis detallado de la valoración y posición de Ferrari utilizando las herramientas de Porter y DAFO, proporcionando una visión comprensiva de sus fortalezas, debilidades, oportunidades y amenazas.

Análisis Porter de las Cinco Fuerzas

El análisis de las cinco fuerzas de Porter es una herramienta fundamental para entender la dinámica competitiva dentro de una industria. Para Ferrari S.p.A., estas fuerzas se describen de la siguiente manera:

I. Amenaza de Nuevos Competidores: Baja

Las barreras de entrada en la industria automotriz de lujo son extremadamente altas debido a los elevados costos de capital y la necesidad de tecnología avanzada. Además, la lealtad a la marca de Ferrari actúa como una barrera adicional, dificultando la entrada de nuevos competidores. Como mencionamos en el trabajo para poder entrar en este mercado de forma competitiva y no temporalmente es imprescindible proyectar un sueño respaldado por una narrativa sólida. Este proceso requiere tiempo y una tradición bien establecida, ya que estos valores no se pueden adquirir, sino que deben ser cultivados y desarrollados con el tiempo.

II. Poder de Negociación de los Proveedores: Medio

El poder de negociación de los proveedores de Ferrari es moderado debido a la alta especialización y la innovación que aportan, así como a las relaciones a largo plazo que mantienen con la empresa. Ferrari ha logrado gestionar estas relaciones de manera efectiva, asegurando el suministro continuo de componentes de alta calidad mientras se beneficia de las últimas tecnologías y desarrollos en la industria automotriz. Este equilibrio permite a Ferrari mantener su posición dominante en el mercado, ofreciendo vehículos que combinan lujo, rendimiento y tecnología de vanguardia.

III. Poder de Negociación de los Clientes: Nulo

La exclusividad y el estatus de lujo de los vehículos Ferrari limitan significativamente el poder de negociación de los clientes. La alta demanda y la lealtad a la marca permiten a Ferrari mantener precios elevados sin perder compradores. Ferrari establece claramente que ningún cliente está por encima de la marca, implementando políticas estrictas como la necesidad de adquirir varios coches de las series "Range" antes de poder comprar modelos especiales como los "Icona". Además, Ferrari mantiene una lista negra de clientes que han intentado vender sus Ferraris poco después de comprarlos o modificarlos excesivamente, como fue el caso de Justin Bieber y Nicolas Cage. Estos comportamientos inapropiados resultaron en la prohibición de adquirir más Ferraris de manera oficial, reafirmando la supremacía y los valores de la marca

IV. Amenaza de Productos Sustitutivos: Baja

La amenaza de productos sustitutivos para Ferrari es muy baja debido a la diferenciación inherente de los productos de lujo, que en si mismos deben ser diferentes ya que si no lo son habría por simple competencia los precios bajarían y dejarían de ser lujo.

Las marcas de lujo destacan por vender pocas unidades a precios elevados, enfocándose en márgenes altos y en la exclusividad de sus productos. Esta estrategia de diferenciación hace que la amenaza de sustitutos sea mínima, ya que ninguna otra marca puede replicar la experiencia única y exclusiva que ofrece Ferrari.

Ferrari proporciona una experiencia cercana a la de la Fórmula 1, algo que no puede ser recreado por otra marca. Esta experiencia es exclusiva y única, lo que refuerza la posición de Ferrari en el mercado. La diferenciación en términos de tecnología, rendimiento y estatus asegura que no haya productos sustitutos directos que puedan igualar la propuesta de valor de Ferrari (

V. Rivalidad entre Competidores Existentes: Media

La amenaza de productos sustitutivos para Ferrari es muy baja debido a la diferenciación y exclusividad de sus vehículos en el segmento de los superdeportivos. Aunque a priori podamos pensar en muchas marcas de superdeportivos de lujo similares a Ferrari, en la práctica, el único competidor real es Lamborghini. Otras marcas como

Mercedes, Porsche y BMW no compiten en el mismo segmento; estas marcas se enfocan en el mercado de deportivos, cuyos precios oscilan entre \$60,000 y \$200,000, mientras que los superdeportivos se sitúan entre \$300,000 y más de \$1,000,000.

Además, Lamborghini y Porsche pertenecen al Grupo Volkswagen, lo que implica una dependencia estratégica y menos flexibilidad en la toma de decisiones debido a la complejidad de su estructura corporativa. Esto limita su capacidad de respuesta rápida y autónoma en comparación con Ferrari, que opera con mayor independencia.

Por otro lado, competidores potenciales como Aston Martin y McLaren enfrentan serios problemas financieros. Ambas marcas han estado perdiendo participación de mercado y vendiendo menos vehículos cada año, lo que les impide invertir en nuevas gamas de productos. Además, están agobiadas por una creciente deuda financiera que amenaza su viabilidad. Esta situación coloca a Ferrari en una posición aún más fuerte, ya que sus competidores históricos están cerca del concurso de acreedores y no pueden mantener el ritmo de innovación y exclusividad que caracteriza a Ferrari

Análisis DAFO

El análisis DAFO permite evaluar las fortalezas, debilidades, oportunidades y amenazas de una empresa. Para Ferrari S.p.A., estos aspectos se detallan a continuación:

1. Fortalezas

Ferrari es una marca icónica y prestigiosa, sinónimo de lujo y alto rendimiento. Su éxito en la Fórmula 1 refuerza su reputación y capacidad tecnológica, mientras que su modelo de negocio basado en la exclusividad y precios altos asegura márgenes de beneficio significativos. Además, Ferrari cuenta con una base de clientes extremadamente leal.

2. Debilidades

La dependencia de la exclusividad limita el volumen de ventas y aumenta los costos de producción. Además, Ferrari es vulnerable a cambios económicos que puedan afectar la demanda de bienes de lujo.

3. Oportunidades

La expansión en mercados emergentes ofrece un potencial significativo de crecimiento. La innovación en tecnologías verdes, como los vehículos eléctricos, puede atraer a

nuevos segmentos de mercado y cumplir con regulaciones ambientales cada vez más estrictas. La diversificación de productos relacionados, como el merchandising y colaboraciones exclusivas, también puede incrementar las fuentes de ingresos.

4. Amenazas

La rápida evolución tecnológica y los grandes gastos en I+D que necesita la industria automotriz representan amenazas potenciales. Además, las regulaciones ambientales más estrictas pueden aumentar los costos de producción y desarrollo.

Conclusiones

El análisis Porter y DAFO muestra que Ferrari S.p.A. está excelentemente posicionada en el mercado de automóviles de lujo, aprovechando su fuerte marca, lealtad de clientes y exclusividad del producto. Sin embargo, la empresa debe continuar innovando y adaptándose a los cambios del mercado y regulaciones ambientales para mantener su ventaja competitiva. Las oportunidades en mercados emergentes y tecnologías verdes ofrecen un potencial significativo para el crecimiento futuro de Ferrari, asegurando su sostenibilidad y éxito a largo plazo.

Este análisis proporciona una visión clara de la posición actual de Ferrari y las estrategias necesarias para fortalecer su liderazgo en el mercado de automóviles de lujo.

La Singularidad de Ferrari en el Mercado de Lujo

Ferrari: Más allá del automovilismo hacia el lujo.

MODELO DE NEGOCIO FERRARI S.P.A

Dentro del mercado de bienes de lujo, los modelos de negocio son diferentes al resto de sectores ya que en este sector lo principal son los valores, las percepciones intangibles que proyectan las marcas, es vender un sueño, el grado de inaccesibilidad es fundamental para cimentar el “sueño”. En el caso de Ferrari es la F1, es el componente más aspiracional, donde el 99% de la población mundial no tiene acceso. Gracias a eso Ferrari ha logrado crear escalones de acceso a la marca para poder captar a todo tipo de

*tiffosis*¹. El siguiente nivel son los coches de Ferrari, la intención principal es que puedas tocar el sueño de la formula 1 a través de conducir un Ferrari, el siguiente entry Price serían las zapatillas de puma x Ferrari ya que están hechas con el cuero de los asientos de los Ferrari y finalmente tiene su entry Price más accesible que son las gorras de Ferrari.

Figura 4: Zapatilla Puma x Ferrari



Fuente: <https://store.ferrari.com/es-ad/replica/replica-scuderia-ferrari/zapatillas-puma/zapatillas-puma-para-la-scuderia-ferrari-rs-x-F1155f01.html>

De esta forma la empresa consigue atraer a consumidores de todas las clases sociales. Sin necesidad de solo atender a un pequeño nicho como es el caso de Rolex. Debido a que podrían sacar una gama de productos enfocados al consumidor más humilde como podría ser una línea de bolígrafos, pero prefieren quedarse en su nicho y evitar desteñir su “sueño”.

Comparativa de marca entre Ferrari y otras marcas de lujo (LVMH, Hermès, Porsche, Kering).

El objetivo de este apartado es comparar el rendimiento financiero de Ferrari con otras destacadas marcas de lujo como LVMH, Hermès, Moncler, Tisgr, Porsche y Brunello Cucinelli. La industria de lujo abarca diversos sectores, desde moda y accesorios hasta automóviles de alta gama, y cada empresa tiene su enfoque particular y características financieras únicas. Este análisis se basa en una revisión de estudios recientes y datos

¹ Tiffosis: Forma italiana de denominar a los hinchas de un equipo, en este caso personas que apoyan la escudería Ferrari

financieros disponibles, con un enfoque en métodos de valoración como el múltiplo de valoración, el análisis de EBITDA/EV, y el precio-ganancias (P/E).

La gráfica muestra el ratio Price/Sales (P/S) de cinco empresas de lujo: Ferrari (RACE), Hermès (RMS), Kering (KER), LVMH (OHAU) y Porsche (P911). Aunque estas compañías operan en distintos sectores del mercado del lujo, hay una alta correlación en sus ratios P/S, lo que indica que, a pesar de sus diferencias, los inversores las valoran de manera similar.

Figura 5: Evolución del ratio Price/Sales de Ferrari y sus competidores

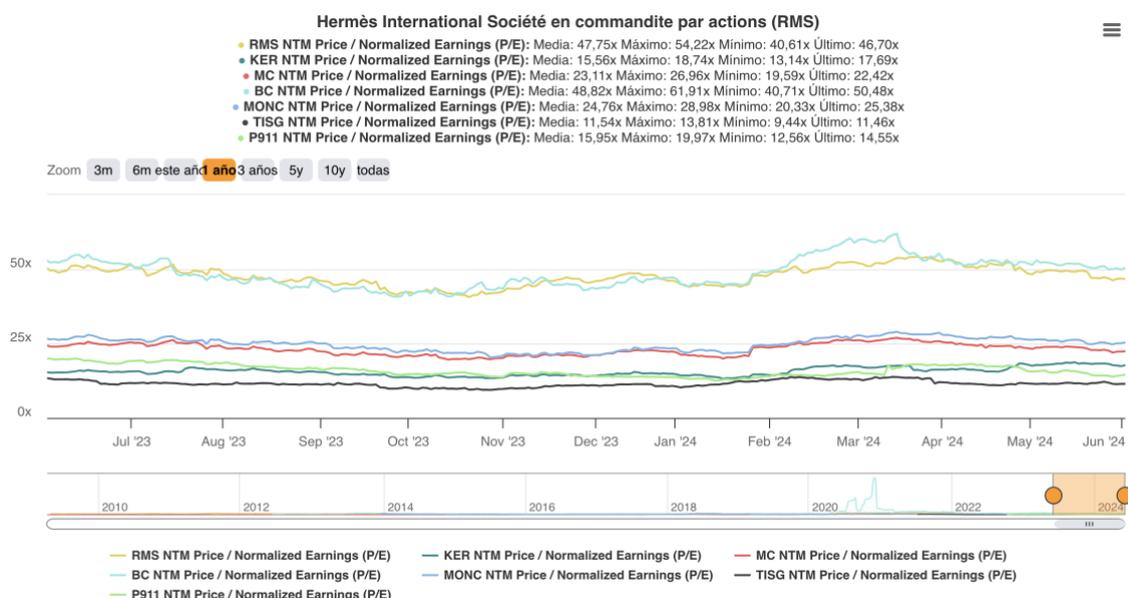


Fuente: <http://tikr.com/>

Los ratios Price/Sales (P/S) de empresas como Ferrari (RACE), Hermès (RMS), y Kering (KER), aunque operan en distintos segmentos del mercado del lujo, muestran alta correlación, indicando valoraciones similares por parte de los inversores a pesar de sus diferencias. Ferrari, conocida por su relación con la F1 y sus automóviles de lujo, muestra un ratio P/S promedio de 6,33x, subrayando una alta valoración de sus ventas similar a Hermès, que con productos como bolsos y accesorios alcanza un ratio P/S de 8,99x.

La alta correlación en las ratios P/S de estas empresas indica que, aunque operan en diferentes segmentos del lujo (como automóviles, moda y accesorios), todas comparten la característica de ser altamente valoradas por sus ventas exclusivas. Esto sugiere que los inversores tienen expectativas similares sobre el potencial de ingresos de estas compañías.

Figura 6: Per de Ferrari y sus competidores



Fuente: <http://tikr.com/>

La elección de comparar esta cesta de acciones con el sector del lujo se basa en las similitudes que Ferrari comparte con dicho sector, a diferencia de las comparaciones más convencionales con el sector automotriz. Mientras que el sector de la automoción generalmente presenta un ratio P/E (precio-beneficio) que oscila entre 5x y 10x, el sector del lujo alcanza un promedio notable de 20x, como se destaca en la figura 28. Esta valoración elevada es típica de un sector que disfruta de amplios márgenes y crecimientos de doble dígito, lo que justifica sus múltiplos de cotización tan exigentes.

Hay que destacar que la alta valoración del sector del lujo se debe no solo a su rentabilidad sino también a la percepción de valor y exclusividad de sus marcas, que logran mantener una demanda constante incluso en escenarios económicos adversos. Esto se ve reflejado en la estabilidad y el crecimiento sostenido de marcas líderes, que continuamente innovan mientras mantienen su herencia y exclusividad. Además, la

robustez del sector del lujo se ve impulsada por su capacidad para adaptarse a las nuevas demandas del mercado, como la creciente inclinación hacia lo sostenible y lo éticamente producido. Por esta y otras muchas razones, actualmente Ferrari presenta un ratio P/E de 48x, lo que indica un problema de sobrevaloración significativo respecto a su sector.

Un P/E tan elevado generalmente sugiere que el mercado anticipa un crecimiento considerable en los años venideros. Sin embargo, si este crecimiento no se materializa, es muy probable que el valor de las acciones de Ferrari experimente una caída.

Este nivel de valoración implica expectativas altas por parte de los inversores, que ven a Ferrari no solo como un fabricante de automóviles de lujo, sino como una marca que puede ofrecer un rendimiento excepcional a largo plazo. Esta expectativa está respaldada por la sólida imagen de marca de Ferrari y su capacidad para innovar y mantener su exclusividad en el mercado. No obstante, es crucial que Ferrari continúe desarrollando estrategias que justifiquen estas altas valoraciones mediante la diversificación de su cartera de productos y la exploración de nuevas oportunidades de mercado que puedan generar ingresos adicionales y fortalecer su posición en el sector.

Al mismo tiempo, es importante que los inversores mantengan una vigilancia constante sobre los indicadores de desempeño de la compañía y el contexto económico global. Cualquier señal de desaceleración en el crecimiento o cambios adversos en el mercado automotriz de lujo podría afectar negativamente la percepción del valor de Ferrari. Analizar estos factores con detenimiento ayudará a prever posibles fluctuaciones en el precio de las acciones y a tomar decisiones de inversión más informadas

Por otro lado, comparando con el sector automotriz, se observa que aunque ambos sectores invierten significativamente en innovación y tecnología, el sector del lujo logra traducir esta inversión en un valor de mercado considerablemente más alto. Esta comparativa es esencial para entender por qué Ferrari, con su enfoque en la exclusividad y la alta ingeniería, se alinea más estrechamente con el sector del lujo que con el automotriz tradicional.

En resumen, aunque Ferrari se destaca en el sector automotriz de lujo, enfrenta desafíos significativos en términos de valoración y sensibilidad del mercado. Por otro lado, LVMH, Hermès y otras marcas de lujo demuestran estrategias diversificadas y una gestión financiera robusta, aunque también muestran signos de sobrevaloración. La

comparación sugiere que mientras Ferrari tiene un riesgo financiero más alto, que marcas como LVMH y Hermès mantienen una estabilidad relativa y un potencial de crecimiento continuo, especialmente en el contexto post-pandemia. Brunello Cucinelli, con su enfoque en RSC, ofrece un modelo de cómo las prácticas responsables pueden mejorar la reputación y los resultados financieros en la industria de lujo.

¿COMO CRECE EL LUJO?

El sector del lujo, en particular marcas como Ferrari, opera bajo un modelo económico donde la exclusividad y la percepción de inaccesibilidad son claves para mantener el valor de la marca.

Ferrari, por ejemplo, sigue una estrategia de marketing que limita deliberadamente la producción para mantener sus productos atractivos y exclusivos. Al hacer que sus coches sean menos accesibles, la marca preserva su imagen de lujo y exclusividad. Esto contrasta con las marcas del mercado masivo, donde el crecimiento suele estar impulsado por el crecimiento del volumen y la expansión del mercado.

En el sector del lujo, el crecimiento a través de grandes volúmenes puede diluir la percepción de exclusividad de una marca. Ferrari y otras marcas de lujo enfrentan el desafío de equilibrar la expansión con el mantenimiento de la exclusividad. Aumentar los precios, en lugar de la cantidad vendida, se convierte en una estrategia viable para estas marcas. Al vender menos unidades, pero a precios más altos, las empresas no sólo mejoran sus márgenes, sino que también refuerzan la exclusividad del producto.

Un Ferrari no solo es tener un coche elegante, sino de poseer algo verdaderamente especial y único.

Ferrari, al igual que otras marcas sofisticadas, se centra en ganar mucho dinero con cada coche que vende en lugar de fabricar muchos coches. Esto significa vender cosas sofisticadas a un pequeño nicho de consumidores dispuestos a cualquier precio con tal de conseguir los valores que representa tener un Ferrari. Al implementar este plan, la marca puede asegurar su futuro financiero mientras mantiene contentos y con ganas de más a sus clientes leales.

¿QUE ES UN BIEN VEBLEN, NUEVA ESTRATEGIA?

"La tesis de Veblen se centra en la definición de lo que él llama la 'clase ociosa', la clase social alta compuesta por individuos adinerados que están exentos socialmente del trabajo productivo. En cambio, su trabajo se convierte en lo que él llama 'consumo conspicuo': gastar su riqueza de maneras cada vez más ostentosas para preservar su estatus de clase" (Veblen, 1899, p. 4).

La estrategia por la que ha optado la escudería del cavallino rampante ha sido la penetración del mercado de bienes de super lujo, concretamente bienes Veblen. Posteriormente se ha ejecutado un plan estratégico con el fin de sacar mayor rentabilidad a este de productos.

Antes de empezar: ¿Bienes “Veblen”? Como define su autor son aquellos productos cuya demanda aumentan directamente proporcional al incremento de su precio. Estos bienes contradicen de forma sistemática a la ley de oferta y demanda, ya que la demanda de los bienes Veblen se rigen por la exclusividad y no tanto por su pragmatismo

Son de consumo conspicuo, ya que no existe necesidad pragmática de adquirirlo sino simplemente son adquiridos por el estatus social que genera la posesión de un producto de esta característica.

Con el fin de entender mejor esta estrategia comercial usaremos un ejemplo. El Ferrari SP3 Daytona, es el máximo exponente de esta estrategia, ya que como existe una cantidad muy limitada, concretamente 599 unidades.

Figura 7: Ferrari SP3 Daytona



Fuente: <https://www.ferrari.com/es-ES/autos/ferrari-daytona-sp3>

Por supuesto es un coche de carreras con la última tecnología y con un precio de venta al público de 2,3 millones de euros. Sin embargo, cuando queremos emplear esta estrategia no solamente necesitas disponer del dinero, sino que adicionalmente necesitas ser “elegido” por Ferrari como un cliente leal para poder adquirirlo. Esto supone una gran ventaja competitiva, traduciéndose en un poder de negociación con clientes muy elevado. Más adelante hablaremos de las políticas de venta de Ferrari.

Todo esto permite a Ferrari reducir la producción total al número adecuado donde se minimizan los costes de producción y maximizar el precio por el lote tan limitado de producción.

Importancia del posicionamiento de marca y la exclusividad.

En contraste con la nueva estrategia adoptada por Ferrari, que coloca el posicionamiento del producto como un elemento fundamental en su estrategia de ventas, en el pasado la compañía solía priorizar la maximización de beneficios sacrificando el posicionamiento del producto.

De nuevo con un ejemplo lo entenderemos mejor. El caso del Ferrari F40. Durante el lanzamiento, el objetivo de producción era de 400 unidades, sin embargo, debido a la gran acogida y la creciente demanda, la empresa italiana decidió aumentar la oferta hasta las 1.300 unidades sacrificando el posicionamiento ideal del producto para

maximizar el beneficio. Provocando que tras su lanzamiento el precio en reventa cayese estrepitosamente.

Todo esto se produjo por miedo a fijar un precio lo suficientemente elevado lo que llevo a triplicar la producción para rentabilizar el proyecto. Por otro lado, dejo de ser una edición limitada lo que perjudico el posicionamiento de “bien posicional”, porque todo aquel que dispusiera del dinero estaba en posición de adquirir uno.

¿COMO CONSIGUIO FERRARI SER UN BIEN POSICIONAL?

Antes de comenzar, es importante brindar una breve explicación sobre qué es un bien posicional. Este tipo de bien se diferencia en el mercado no solo por sus atributos físicos, sino también por la percepción que los consumidores tienen de él en términos de calidad, estatus y estilo de vida.

Ahora que conocemos que es un bien posicional, de nuevo usaremos un ejemplo con el fin de ser lo más didácticos posibles.

Tras el lanzamiento del F40, diez años después decidió lanzar el Ferrari F50 la continuación de su predecesor, el F40. Con la que adopto una postura totalmente diferente en su política de ventas, la cual consideramos la clave del éxito futuro de Ferrari.

Figura 8: Ferrari F40 (1987)



Fuente: <https://www.ferrari.com/es-ES/auto/f40>

En este lanzamiento, Ferrari decidió producir única y exclusivamente 349 unidades, con un precio de salida de \$480.000 dólares estadounidenses, lo que repercutió en una rentabilidad superior. Por supuesto este producto se trataba de un bien posicional ya que la única vía de venta era mediante una invitación de la propia Ferrari.

Para poder recibir la invitación debías demostrar que eras digno. En resumidas cuentas, era necesario aportar pruebas de que podrías ser un excelente embajador de la marca, ya sea mediante una colección de Ferrari previamente adquiridos o siendo alguien respetable.

Este evento marcó un punto de inflexión en la historia de Ferrari, ya que proporcionó la oportunidad ideal para introducir otros modelos de la marca. Como mencionamos anteriormente, para ser invitado por Ferrari a la venta del F50, era necesario contar con una extensa colección de vehículos de la marca, lo que impulsó considerablemente las ventas de los modelos estándar de Ferrari, estos elementos son los que sustentan el volumen de actividad y la rentabilidad fundamental de la empresa.

A su vez también mejora el Net Working Capital ya que las existencias disminuirían, provocando un capital circulante negativo lo que supone una financiación gratis a través de proveedores.

Ventajas de Comparar Ferrari con Empresas de Lujo

Rendimiento financiero y resiliencia de las marcas de lujo.

La IPO (Oferta Pública Inicial) de Ferrari se realizó en octubre de 2015, y se destacó por el fuerte interés de los inversores tanto particulares como institucionales, a pesar de un mercado turbulento. Ferrari, controlada por Fiat Chrysler Automobiles NV (FCA), comercializó un 9.1% de participación en la compañía, fijando el precio de sus acciones en 52 dólares cada una, que era el límite superior del rango indicado de 48 a 52 dólares por acción. Esto le dio a Ferrari una capitalización de mercado de aproximadamente 9.8 mil millones de dólares. Los fondos recaudados se utilizaron para ayudar a financiar el ambicioso plan de crecimiento de FCA centrado en la renovación de sus marcas Alfa Romeo, Jeep y Maserati.

Además, la estrategia de Ferrari para atraer una mezcla diferente de inversores, enfocándose en inversores minoristas y propietarios de Ferrari, demostró un profundo entendimiento de los factores emocionales y expresivos que conlleva la marca. Las acciones de Ferrari comenzaron a cotizarse en la Bolsa de Nueva York bajo el símbolo "RACE".

En cuanto a las implicaciones fiscales de la IPO en los Países Bajos, la recepción de acciones de Ferrari tras la escisión se consideró generalmente como una transacción libre de impuestos para los fines del impuesto sobre la renta y el impuesto corporativo holandés

Ferrari N.V. fue incluida en el índice Euro Stoxx 50 a partir del 18 de septiembre de 2023, como un reflejo de su sólida valoración y su relevancia en el sector de productos de lujo. Esta inclusión se produjo después de que la compañía mostrara meses de desempeño excepcional en los mercados, con un aumento del valor de sus acciones en más del 40%. Al momento de su inclusión, la empresa estaba valorada en más de 70 mil millones de euros, colocándola entre los gigantes del índice Stoxx 50. Los cambios en la composición del Eurostoxx50 se llevan con el fin de mostrar el rendimiento y la importancia relativa de las empresas dentro de la zona euro. Este hito tiene gran relevancia debido a que mejora sustancialmente la visibilidad entre los inversores, así como una mejora en la liquidez de sus acciones.

La cotización de Ferrari en la Bolsa de Milan se inició en 2016, después de hacer su debut en la Bolsa de Nueva York en 2015. Desde esas ofertas públicas iniciales hasta la fecha de inclusión en el Euro Stoxx 50, el valor de la compañía se había multiplicado por seis, gracias a factores como la creciente demanda que llevó a pedidos rápidamente completados. En el primer trimestre de 2023, Ferrari entregó 3,567 vehículos a nivel mundial, con pedidos reservados hasta 2025. La demanda inicial por el primer SUV de la compañía, el "Purosangue", fue tan abrumadora que tuvieron que suspender temporalmente los pedidos.

La inclusión de una empresa en el Euro Stoxx 50 se determina a través de una revisión anual de las empresas con mayor capitalización de mercado en la zona euro realizada por STOXX Ltd. La selección para la inclusión en el índice tiene en cuenta factores como la capitalización de mercado y la liquidez. El Euro Stoxx 50 es un índice

equivalente al francés CAC 40, que comprende las 50 empresas más valoradas de la zona euro.

Diversificación de productos y experiencias de marca.

Dos programas: ICONA y ONE-OFF. Ambos programas fueron diseñados pensando en los clientes más selectos de Ferrari: aquellos que no solo cuentan con los recursos financieros para adquirir un Ferrari, sino que también son considerados excelentes embajadores de la marca. Estos programas están dirigidos a individuos que representan los valores y el prestigio de Ferrari, ofreciendo así una experiencia exclusiva y personalizada.

Para poder adquirir un "Icona", se requerirá que el futuro propietario posea una impresionante colección de Ferrari. Por otro lado, para acceder a un "one-off", aún se espera que el cliente sea uno de los más destacados de Ferrari. Solo entonces la marca considerará la creación de un automóvil personalizado según tus preferencias y desatará su poderoso marketing para promover la obra única que han creado para ti, elevando así su valor posicional.

El Ferrari Daytona SP3 previamente mencionado pertenece a la categoría de "Icona" por supuesto esta estrategia donde potencia muchísimo tanto la venta de coches clásicos como de los modelos actuales. Evitando de esta forma la descatalogación de cualquier modelo, así como la depreciación del valor de aquellos que no han sido vendidos. Resolviendo de una manera elegante el principal problema que tienen el resto de los fabricantes de automóvil, cuando no consiguen vender todo el stock disponible de una gama.

Esta estrategia libera a Ferrari de los problemas asociados con el exceso de inventario, como los costos de almacenamiento y depreciación del inventario. Además, al requerir que los clientes tengan una amplia colección de vehículos Ferrari para acceder a modelos exclusivos como los Icona y los "one-off", la empresa estimula la demanda de los modelos estándar. Esto se traduce en una mayor rotación de inventario y un impulso en las ventas de los modelos más convencionales, lo que mantiene la salud financiera de la empresa y le permite seguir desarrollando nuevos modelos sin preocuparse por la saturación del mercado.

Análisis del Sector de Lujo

Tendencias actuales y futuras en el mercado de lujo.

Dentro del selecto ámbito de los bienes de lujo, Ferrari ha demarcado su nicho en el espectro de vehículos deportivos de alta gama, enfocándose en aquellos con motores superiores a los 500 caballos de fuerza y un precio superior a los 180,000 euros. Esta estrategia se alinea con las tendencias de crecimiento del mercado de lujo en su conjunto, aunque el sector específico de los coches de lujo de alto rendimiento es particularmente sensible a las fluctuaciones macroeconómicas globales. Ferrari, junto con algunos otros fabricantes, ha demostrado cierta resiliencia, aunque las recesiones económicas pueden tener un impacto especialmente significativo en las ventas de artículos de lujo, dada la naturaleza opcional del gasto de los consumidores en este segmento. Además, factores como la confianza económica y elementos como la proyección de ingresos futuros y la percepción social de los bienes de lujo pueden influir considerablemente en las ventas.

El panorama económico post-recesión de 2008-2009 reveló una notable elasticidad en el mercado de coches deportivos de lujo, que mostró fortaleza ante contratiempos económicos adicionales y un estancamiento en la economía más amplia. Esta resiliencia ha estado catalizada por una oleada de lanzamientos de nuevos productos, una creación de riqueza continuada en Asia y, en menor grado, en las Américas, lo cual ha ampliado el universo de consumidores potenciales de bienes de lujo.

Los mercados emergentes asiáticos, caracterizadas por un abrazo creciente de marcas occidentales de lujo, han estimulado la demanda de vehículos en este segmento, predominantemente fabricados por marcas europeas consolidadas. Estos factores, sumados a un cambio demográfico en la clientela, están promoviendo una evolución hacia coches de lujo de alto rendimiento que también se adecúen a un uso urbano y más habitual. Adicionalmente, el creciente interés de compradores jóvenes y acaudalados por este tipo de coches ha facilitado la entrada de nuevos competidores en la industria, lo cual ha fomentado un aumento general de las ventas en el mercado.

Tras la conmoción inicial provocada por la pandemia de COVID-19 en 2020, que menguó los volúmenes de la industria, el mercado de coches de lujo de alto rendimiento

experimentó una rápida recuperación en 2021, y para 2022 ya había superado los niveles previos a la pandemia, continuando su expansión en 2023. Ferrari adelantó esta tendencia, superando los niveles de envíos pre-pandemia ya en 2021, un año antes que el mercado general, gracias a estrategias proactivas para mitigar el impacto del COVID-19 y mantener su capacidad productiva.

Con el lanzamiento en 2023 del Purosangue, el primer vehículo de Ferrari de cuatro puertas, tracción total y cuatro asientos, se amplía la oferta de la compañía, lo que lleva a una expansión del concepto de Industria de Coches de Rendimiento de Lujo para incluir vehículos lujosos y elevados con estas características y precios superiores a los 180,000 euros, tomando el mercado italiano como punto de referencia.

Figura 9: Ferrari Purosangue 2023



Fuente: <https://www.ferrari.com/es-ES/auto/ferrari-purosangue>

Este panorama se caracteriza por la significativa influencia que ejercen los lanzamientos de nuevos productos sobre la demanda. La cuota de mercado de los productores individuales varía con el tiempo, reflejando el ritmo de los lanzamientos de productos, que suelen impulsar los volúmenes de ventas incluso en entornos de mercado desafiantes debido a que la novedad, exclusividad y emoción de un nuevo producto son capaces de generar su propia demanda entre los clientes. Además, el mercado de coches de lujo de alto rendimiento ha presenciado

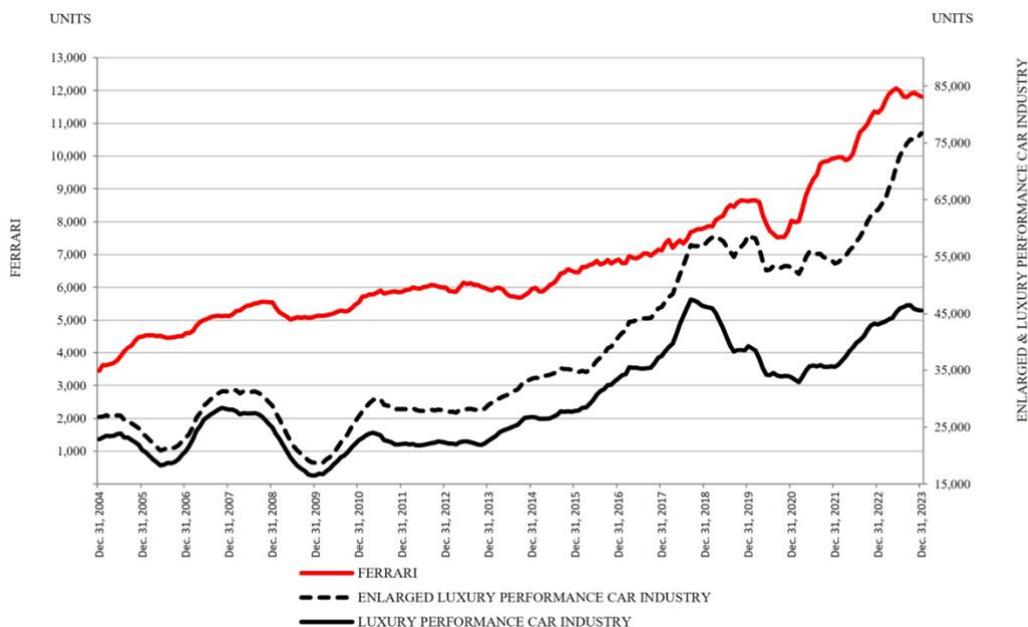
una creciente demanda de personalización y conectividad digital, con varios actores de la industria introduciendo soluciones personalizadas para atender los mercados locales.

Como resultado de la evolución del mercado y las características ya mencionadas, uno de los elementos clave que ha propulsado la positiva actuación de la Industria de Coches de Rendimiento de Lujo en 2021, 2022 y 2023 ha sido la renovación de la oferta de productos por parte de varios competidores, a pesar de varios eventos globales adversos, como problemas en la cadena de suministros, la crisis de semiconductores, la inflación creciente y los conflictos continuos entre Rusia-Ucrania e Israel-Hamas. La mayoría de los productores en la industria han logrado navegar a través de estas dificultades ajustando sus políticas de cadena de suministro y revisando sus estrategias de precios, así como a través de la renovación mencionada de su oferta de productos.

Las crecientes preocupaciones ambientales están llevando a la implementación de regulaciones de emisiones cada vez más estrictas y un incremento en la demanda tanto de vehículos híbridos como eléctricos. El costo y la infraestructura limitada de carga son actualmente factores limitantes en la demanda de vehículos eléctricos, pero se espera que los avances en tecnología de baterías en los próximos años impulsen las ventas de vehículos de lujo de alto rendimiento híbridos y eléctricos, aunque a un ritmo más lento comparado con los vehículos del mercado masivo. La capacidad de combinar la experiencia de conducción con tecnología híbrida y eléctrica será clave para el éxito comercial de los vehículos de lujo de alto rendimiento.

Esta evaluación integral del sector destaca la sensibilidad de Ferrari a los patrones globales de riqueza y consumo de lujo, al mismo tiempo que revela la adaptabilidad y resiliencia estratégica de la compañía frente a fluctuaciones económicas y cambios en las preferencias del consumidor. La firma mantiene una visión proactiva y consciente de las tendencias emergentes, preparándose para abordar desafíos futuros y capitalizar oportunidades en el horizonte dinámico de la industria automotriz de lujo.

Figura 10: Evolución del mercado de coches de lujo.



Fuente: Ferrari NV, Annual Report (2023)

Esta gráfica muestra la evolución de las unidades vendidas por Ferrari comparada con la industria ampliada de coches de lujo de alto rendimiento y la industria general de coches de lujo de alto rendimiento entre diciembre de 2004 y diciembre de 2023. Lo más destacado es la menor volatilidad en las unidades vendidas por Ferrari frente a la industria más amplia y la industria general, lo que subraya la estrategia de Ferrari de mantener volúmenes bajos en relación con la demanda y la introducción frecuente de nuevos modelos en comparación con sus competidores.

Podemos observar que, aunque la tendencia de la industria ampliada de coches de lujo de alto rendimiento muestra picos y valles más pronunciados, la trayectoria de Ferrari se mantiene relativamente estable y ascendente, reflejando una gestión efectiva de su estrategia de producto y marketing. En la industria más amplia, hay momentos de crecimiento significativo seguidos de caídas pronunciadas, probablemente reflejando sensibilidad a factores económicos externos y cambios en las preferencias del consumidor.

Al final del periodo, se aprecia un fuerte repunte en la industria, probablemente indicativo de una recuperación del sector tras los efectos de la pandemia de COVID-19, mientras que Ferrari muestra un crecimiento constante y sostenido a lo largo del tiempo, sin experimentar las mismas fluctuaciones extremas que el mercado en su conjunto. Esto sugiere una base de clientes leales y una capacidad para mantener la demanda incluso frente a desafíos macroeconómicos o cambios en el mercado.

Como hemos mencionado previamente, el mercado de bienes de alto poder adquisitivo, aunque presenta cierta ciclicidad, podría considerarse un sector defensivo. Durante los periodos de crisis económicas, los precios de cotización de estas empresas no sufren tanto, ya que están centradas en nichos específicos.

Normalmente, los clientes de estos sectores realizan cuatro o cinco compras anuales en estas empresas de lujo, durante una crisis económica, esta cantidad puede reducirse a una o dos compras.

Esto se traduce en un flujo constante de consumo por parte de los clientes. Además, la gestión del stock en estas empresas es crucial debido a su modelo de negocio. Con una buena gestión del stock, basada en un adecuado "match" entre la oferta y la previsión de demanda, estas empresas pueden superar las olas negativas del mercado con relativa facilidad.

Por esta razón he decidido adjuntar en esta parte una serie de criterios establecidos por el inversor Benjamin Graham descritas en su libro "*El inversor inteligente*"

En el capítulo 14, Benjamin Graham detalla los criterios que los inversores defensivos deben utilizar para seleccionar acciones. Según Graham, las empresas deben tener un tamaño adecuado, lo que implica un mínimo de \$100 millones en ventas anuales para empresas industriales (Investing for Beginners 101; GuruFocus).

Además, las empresas deben mantener una posición financiera sólida, con activos corrientes al menos el doble de sus pasivos corrientes, y la deuda a largo plazo no debe exceder los activos netos corrientes (Graham Value; GuruFocus).

Graham también enfatiza la estabilidad de las ganancias, indicando que las empresas deben haber tenido ganancias positivas durante al menos los últimos diez años. El historial de dividendos es otro criterio clave, requiriendo que las empresas hayan pagado dividendos de manera continua durante al menos los últimos 20 años. En cuanto

al crecimiento de las ganancias, Graham sugiere que las ganancias por acción deben haber crecido al menos un 33% en los últimos diez años.

Para evaluar la valoración de las acciones, Graham establece que la relación precio-ganancias (P/E) no debe exceder 15 veces las ganancias promedio de los últimos tres años. Asimismo, la relación precio-valor contable no debe ser más de 1.5 veces el valor contable más reciente.

Estos criterios están diseñados para ayudar a los inversores defensivos a evitar empresas pequeñas y financieramente inestables, y a seleccionar acciones que ofrezcan una combinación de seguridad y rendimiento adecuado. Graham argumenta que seguir estos principios permitirá a los inversores defensivos construir una cartera sólida y bien diversificada, minimizando el riesgo y maximizando las oportunidades de crecimiento a largo plazo (Graham, 1973).

Análisis Estratégico y Financiero de Ferrari

Modelo de negocio y diversificación de Ferrari.

Ferrari S.p.A. es reconocida a nivel mundial por sus coches de lujo, pero lo que el público general podría no saber es que la empresa tiene una diversificación de ingresos considerablemente amplia. Las fuentes de ingresos de Ferrari se pueden clasificar en cuatro líneas principales:

1. **Venta de Automóviles de Lujo y Piezas de Repuesto:** Esta es la columna vertebral de Ferrari, englobando los ingresos netos obtenidos de la venta de automóviles, servicios de personalización y venta de piezas de repuesto. La excelencia en ingeniería y diseño de sus coches no solo genera ventas directas, sino que también fomenta una demanda sostenida de servicios personalizados y piezas de repuesto, lo que contribuye de manera significativa a los ingresos de la empresa.
2. **Sponsorship, Comercial and Brand:** Dentro de esta categoría, se incluyen los ingresos netos generados por los equipos de carreras de Ferrari, principalmente en el Campeonato Mundial de Fórmula 1 y el Campeonato Mundial de

Resistencia, a través de acuerdos de patrocinio. Además, se incluye la participación de Ferrari en los ingresos comerciales del Campeonato Mundial de Fórmula 1 y los ingresos netos generados a través de la marca Ferrari, que abarca desde colecciones de moda y merchandising hasta licencias y derechos de autor. Estas actividades no solo refuerzan la presencia de la marca en diversas plataformas, sino que también son una fuente importante de ingresos.

3. **Venta de Motores:** Este departamento se centra en la venta de motores a Maserati y a equipos de F1 como Sauber o Haas. La venta de motores representa un negocio técnico especializado que subraya el liderazgo de Ferrari en la innovación y el rendimiento automotriz.
4. **Otros:** Ferrari clasifica bajo la categoría 'Otros' una serie de actividades que incluyen principalmente servicios financieros, la gestión del circuito de carreras de Mugello y otras actividades relacionadas con el deporte. Esta diversificación de servicios permite a Ferrari beneficiarse de flujos de ingresos complementarios y diversificar su riesgo comercial.

En resumen, mientras que la fabricación y venta de automóviles de lujo sigue siendo la principal fuente de ingresos de Ferrari, la empresa ha sabido capitalizar su prestigiosa marca y expertise técnico para expandir sus horizontes financieros en el mundo del deporte motorizado y más allá. Con ingresos provenientes del patrocinio, las licencias de marca y las operaciones comerciales, junto con la venta de motores y servicios financieros, Ferrari ha establecido un modelo de negocio robusto y multifacético que le permite mantener su posición privilegiada en la industria automotriz de alta gama.

VENTA DE AUTOMOBILES DE LUJO Y PIEZAS DE RECAMBIO.

La principal fuente de ingresos de Ferrari es la división "Cars and spare parts", la cual experimentó un crecimiento del 18,5% en 2023 en comparación con 2022, pasando de ingresos de 4321 millones de euros a 5119 millones de euros. Según Ferrari, este notable incremento de casi el 20% se debe a una mayor diversificación en su gama de productos y a una expansión geográfica en las ventas.

Esta estrategia de diversificación no solo impulsa los ingresos a través de un mayor volumen y precios, sino que también ayuda a Ferrari a mitigar los riesgos asociados con la dependencia de mercados específicos o segmentos de productos limitados. La

capacidad de diversificar su presencia en diferentes países permite a Ferrari capitalizar oportunidades de crecimiento en mercados emergentes.

Una parte considerable de la estrategia de diversificación se atribuye a los logros deportivos de sus equipos en Fórmula 1 (F1) y el Campeonato Mundial de Resistencia (WEC), ya que el éxito en deportes como la F1, donde Ferrari es un estandarte principal, beneficia la imagen y el crecimiento de la marca en todas las regiones donde operan.

Metodologías de Valoración Aplicadas a Ferrari

Descuento de Flujos de Caja (DCF) y su adaptación al lujo.

En esta sección, iniciamos la parte práctica del trabajo. Todas las proyecciones y operaciones estarán fundamentadas en los principios y metodologías presentados en el libro "*Measuring and Managing the Value of Companies*" de McKinsey. Este enfoque metodológico nos permitirá realizar estimaciones precisas y bien fundamentadas sobre el crecimiento y el valor de Ferrari.

El primer paso en este proceso consiste en determinar el horizonte temporal adecuado para las proyecciones. Para nuestro análisis, hemos decidido utilizar un horizonte de 10 años, dividido en dos partes. Los primeros 2 años se proyectarán de manera detallada, en estrecha relación con el plan estratégico actual de Ferrari. Esto incluye una evaluación minuciosa de las iniciativas estratégicas, market capital day 2022 las inversiones previstas, y los lanzamientos de nuevos modelos. La precisión y el detalle en estos primeros años son esenciales para capturar fielmente las expectativas y planes de la empresa.

Posteriormente, realizaremos una proyección a perpetuidad de la empresa, enfocándonos en un conjunto reducido de variables clave, como el crecimiento de los ingresos y los márgenes operativos. Este enfoque simplificado para los años posteriores permite manejar la complejidad del modelo y evita la dispersión de las estimaciones que podría ocurrir con un horizonte más extenso. Modelos que abarcan más de 15 años pueden volverse excesivamente complicados y aumentar significativamente el rango de variabilidad en los precios proyectados, disminuyendo así la precisión de las estimaciones.

La elección de un horizonte de 10 años responde, por tanto, a la necesidad de equilibrar detalle y manejabilidad. Este enfoque nos permite realizar proyecciones detalladas y alineadas con la estrategia de la empresa en el corto y medio plazo, mientras que la simplificación en el largo plazo asegura que las estimaciones se mantengan realistas y manejables. Utilizando las metodologías descritas en "Measuring and Managing the Value of Companies" de McKinsey, garantizamos un análisis riguroso y estructurado que respaldará la toma de decisiones estratégicas bien informadas.

El free cash flow lo hemos obtenido restándole al cash flow operativo las adiciones en PPE, es decir, en CAPEX. Estos son los resultados obtenidos tras todas las estimaciones y proyecciones realizadas. Los detalles minuciosos de los cálculos se pueden encontrar en el anexo.

Figura 11: FCF de Ferrari desde 2022 hasta 2033

	2022	2.023	2.024	2.025	2.026	2.027	2.028	2.029	2.030	2.031	2.032	2.033	
	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033	Growth Rates (%)
FCF	895	1.138	1.307	1.392	1.562	1.754	1.969	2.210	2.481	2.785	3.127	3.510	12,1%

Fuente: elaboración propia

Una vez obtenido el flujo de caja libre (FCF), procedemos a calcular el costo promedio ponderado de capital (WACC) para descontar estos flujos de caja. Para ello, utilizaremos los datos recolectados, tal como se muestra en la siguiente figura, extraídos de Bloomberg.

Figura 12: Datos financieros para la wacc

DEUDA NETA	1.355
Número de Acciones	180,42
Precio Actual	384

Beta	0,97
Market Return	15,00%
Risk-free Rate	4,40%
Cost of Equity	14,68%
Credit Spread	5,40%
Cost of Debt	1,04%
% equity	55,35%
%debt	44,65%
WACC	8,59%

Terminal Growth	2,00%
------------------------	-------

Fuente: elaboración propia

La beta de 0,97 respecto al Nasdaq 100, índice en el que cotiza, indica una relación casi lineal con dicho índice. El 15% asignado al retorno esperado es el rendimiento histórico anualizado del índice. El **risk-free rate** se refiere a la rentabilidad del activo sin riesgo, que en este caso es el bono estadounidense a 10 años, el cual actualmente paga un cupón del 4,4%. La mayoría de la deuda financiera de Ferrari está constituida por bonos emitidos con tasas de 0,75%, 1% y 1,5%, lo que explica el bajo costo de la deuda. Además, hemos asumido una tasa de crecimiento perpetua del 1,5%. Considerando todos estos factores, el WACC resultante es del 8,59%.

Figura 13: Modelo descuento de flujos de caja Ferrari

		WACC	8,59%			Terminal Growth	2,00%											
WACC	Terminal Growth	FCF	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	10	FCF Terminal	Valor Terminal Descuento	DCF	Precio/acción	% valor terminal
			FY2024	FY2025	FY2026	FY2027	FY2028	FY2029	FY2030	FY2031	FY2032	FY2033	2,785					
7,6%	1,0%	896	1.138	1.307	1.392	1.562	1.764	1.969	2.219	2.481	2.813	2.813	2.813	20.531	30.343	161	67,7%	
8,1%	1,0%	828	974	1.035	1.019	1.059	1.100	1.142	1.186	1.232	1.284	1.341	1.402	18.219	27.794	147	65,5%	
8,6%	1,0%	824	965	1.021	1.001	1.035	1.070	1.106	1.143	1.182	1.224	1.269	1.317	16.201	25.597	134	63,5%	
9,1%	1,0%	820	956	1.007	983	1.011	1.040	1.071	1.102	1.134	1.168	1.204	1.242	14.562	23.687	124	61,5%	
9,6%	1,0%	817	948	993	965	988	1.012	1.037	1.062	1.088	1.116	1.145	1.175	13.102	22.012	114	59,5%	
7,6%	1,5%	832	983	1.050	1.039	1.084	1.131	1.180	1.231	1.284	1.341	1.402	1.467	22.326	32.138	171	69,5%	
8,1%	1,5%	828	974	1.035	1.019	1.059	1.100	1.142	1.186	1.232	1.284	1.341	1.402	19.698	29.273	155	67,3%	
8,6%	1,5%	824	965	1.021	1.001	1.035	1.070	1.106	1.143	1.182	1.224	1.269	1.317	17.483	26.829	141	65,2%	
9,1%	1,5%	820	956	1.007	983	1.011	1.040	1.071	1.102	1.134	1.168	1.204	1.242	15.598	24.723	130	63,1%	
9,6%	1,5%	817	948	993	965	988	1.012	1.037	1.062	1.088	1.116	1.145	1.175	13.980	22.891	119	61,1%	
7,6%	2,0%	832	983	1.050	1.039	1.084	1.131	1.180	1.231	1.284	1.341	1.402	1.467	24.442	34.254	182	71,4%	
8,1%	2,0%	828	974	1.035	1.019	1.059	1.100	1.142	1.186	1.232	1.284	1.341	1.402	21.419	30.994	164	69,1%	
8,6%	2,0%	824	965	1.021	1.001	1.035	1.070	1.106	1.143	1.182	1.224	1.269	1.317	18.923	28.248	149	66,9%	
9,1%	2,0%	820	956	1.007	983	1.011	1.040	1.071	1.102	1.134	1.168	1.204	1.242	16.780	25.905	136	64,8%	
9,6%	2,0%	817	948	993	965	988	1.012	1.037	1.062	1.088	1.116	1.145	1.175	14.974	23.885	125	62,7%	
7,6%	2,5%	832	983	1.050	1.039	1.084	1.131	1.180	1.231	1.284	1.341	1.402	1.467	26.974	36.798	196	73,3%	
8,1%	2,5%	828	974	1.035	1.019	1.059	1.100	1.142	1.186	1.232	1.284	1.341	1.402	23.449	33.024	176	71,0%	
8,6%	2,5%	824	965	1.021	1.001	1.035	1.070	1.106	1.143	1.182	1.224	1.269	1.317	20.553	29.899	158	68,7%	
9,1%	2,5%	820	956	1.007	983	1.011	1.040	1.071	1.102	1.134	1.168	1.204	1.242	18.142	27.266	144	66,5%	
9,6%	2,5%	817	948	993	965	988	1.012	1.037	1.062	1.088	1.116	1.145	1.175	16.109	25.019	131	64,4%	
7,6%	3,0%	832	983	1.050	1.039	1.084	1.131	1.180	1.231	1.284	1.341	1.402	1.467	30.057	39.889	213	75,4%	
8,1%	3,0%	828	974	1.035	1.019	1.059	1.100	1.142	1.186	1.232	1.284	1.341	1.402	26.877	35.452	189	72,0%	
8,6%	3,0%	824	965	1.021	1.001	1.035	1.070	1.106	1.143	1.182	1.224	1.269	1.317	22.501	31.846	169	70,7%	
9,1%	3,0%	820	956	1.007	983	1.011	1.040	1.071	1.102	1.134	1.168	1.204	1.242	19.728	28.851	152	68,4%	
9,6%	3,0%	817	948	993	965	988	1.012	1.037	1.062	1.088	1.116	1.145	1.175	17.415	26.326	138	66,2%	

Fuente: elaboración propia

La tabla se obtiene al realizar el descuento de flujos de caja (DCF) con dos variables móviles: el WACC y el valor terminal. De esta manera, generamos varios escenarios dependiendo de si ambas variables, que no están correlacionadas, suben o bajan.

El resultado se refleja en la columna denominada “DCF” en la Figura 7. Partiendo del ingreso neto (net income), hemos calculado el valor del capital (equity value). Para obtener el valor empresarial (enterprise value), es necesario sumar la deuda neta.

Figura 14: Matriz de sensibilidad

		Terminal Growth (%)				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
Discount Rate (WACC)	7,6%	160,67	170,62	182,35	196,38	213,47
	8,1%	146,54	154,74	164,28	175,53	188,99
	8,6%	134,37	141,19	149,06	158,21	169,00
	9,1%	123,78	129,52	136,07	143,62	152,40
	9,6%	114,50	119,37	124,88	131,16	138,40

Fuente: elaboración propia

En la matriz descrita en la Figura 24, se muestra el valor esperado de las acciones en función de dos variables clave: el WACC y el crecimiento terminal (%). Las diferentes combinaciones de estas variables generan una gama de escenarios posibles para el valor de las acciones.

Podemos observar que, a medida que disminuye el WACC y aumenta la tasa de crecimiento terminal, el valor esperado de las acciones incrementa. Sin embargo, incluso en el escenario más optimista, con el menor WACC (7,6%) y el mayor crecimiento terminal (3,0%), el valor estimado de las acciones (\$213,47) no iguala al valor actual del mercado.

Figura 15: Matriz de sensibilidad en porcentajes del precio actual de la acción de Ferrari

		Potencial Matrix				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
Discount Rate (WACC)	7,6%	-58,16%	-55,57%	-52,51%	-48,86%	-44,41%
	8,1%	-61,84%	-59,70%	-57,22%	-54,29%	-50,78%
	8,6%	-65,01%	-63,23%	-61,18%	-58,80%	-55,99%
	9,1%	-67,77%	-66,27%	-64,56%	-62,60%	-60,31%
	9,6%	-70,18%	-68,92%	-67,48%	-65,84%	-63,96%

Fuente: elaboración propia

En cualquier caso, la matriz indica que la empresa está actualmente sobrevalorada. En el peor de los casos, con un WACC del 9,6% y un crecimiento a perpetuidad del 1%, la acción está sobrevalorada en un 70,18%. En el mejor de los casos, con un WACC del 7,6% y un crecimiento a perpetuidad del 3%, la acción sigue estando sobrevalorada en un 44,41%.

Por lo tanto, según nuestras asunciones, el crecimiento que ha tenido la acción hasta ahora no se sostendría en el futuro, al menos con las actuales proyecciones. Actualmente, el PER de la empresa es de 50x, y los ingresos deberían crecer mucho más para que esta valoración sea justa y se pueda normalizar.

Figura 16: Normalización del Per hasta 2033

	2022	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027	FY2028	FY2029	FY2030	FY2031	FY2032	FY2033
PER IMPLÍCITO				50	48	43	38	34	30	27	24	21	19

Fuente: elaboración propia

Podemos observar cómo, poco a poco y con las tasas de crecimiento que hemos asumido, en 2033 seguiría teniendo un PER de 19x veces el beneficio neto del ejercicio 2033, lo que sigue siendo una valoración muy exigente. Esta proyección indica que, a pesar del crecimiento esperado, las expectativas del mercado sobre el rendimiento futuro de la empresa son muy altas. Para justificar esta valoración, la empresa necesitaría un crecimiento sostenido y significativo en sus ingresos y beneficios a lo largo de la próxima década.

Valoración por Múltiplos en el contexto de marcas de lujo.

FIGURA 17: Valoración por Múltiplos comparables

Valoración por Múltiplos										
	EV/EBIT	EV/EBITDA	PER		EV/EBIT	EV/EBITDA	PER			
HERMES	34x	30x	47x	FERRARI	2025	2026	2025	2026		
LVMH	16x	13x	22x	EQUITY VALUE	34.317,44 €	38.690,50 €	32.590,99 €	36.752,41 €	38757,3688	43508,6143
PORSCHE	11x	7x	15x	PRECIO ACCIÓN	190,21 €	214,45 €	180,64 €	203,71 €	214,82 €	241,15 €
KERING	15x	10x	18x	VARIACIÓN	-50,47%	-44,15%	-52,96%	-46,95%	-44,06%	-37,20%
BRUNELLO CUCINELLI	33x	19x	50x							
MONCLER	17x	13x	25x							
TIGS	8x	7x	11x							
Promedio	19x	14x	27x							

Fuente: Elaboración propia.

La técnica de valoración por múltiplos comparables es un método utilizado en análisis financiero, a menudo en complemento con el descuento de flujos de caja, con el objetivo de estimar el valor de mercado de una empresa. Este enfoque implica comparar a la empresa en cuestión con otras similares dentro del mismo sector. Para nuestro análisis, hemos seleccionado ratios clave como EV/EBIT, EV/EBITDA y P/E, enfocándonos en el mercado de bienes de lujo.

Es crucial destacar que tratar a Ferrari meramente como una compañía automovilística sería un error; sus características financieras, incluyendo márgenes y múltiplos, muestran más similitudes con empresas de lujo como Hermes y LVMH, que con fabricantes de automóviles tradicionales como Renault o BMW.

Tras recolectar los datos necesarios y calcular los ratios, consideramos inicialmente descartar los valores atípicos. Sin embargo, un análisis detallado reveló que Ferrari es única en su categoría, combinando características de diversas empresas. Por lo tanto, optamos por calcular un promedio de los múltiplos.

Posteriormente, aplicamos estos promedios a los valores de EBIT y EBITDA proyectados para 2025 y 2026. Después de ajustar por la deuda neta y dividir entre el número de acciones, obtuvimos el precio por acción. Los resultados son bastante reveladores y consistentes con los obtenidos mediante el descuento de flujos de caja, lo que nos lleva a concluir que las acciones de Ferrari podrían estar sobrevaloradas.

Discusión de Resultados

Interpretación de los métodos de valoración.

Los métodos de valoración aplicados arrojan una luz sobre la posible sobrevaloración de las acciones de Ferrari, actualmente cotizadas a 380€. La valoración por múltiplos muestra una variación notable en el precio de la acción para 2025 y 2026, con estimaciones que fluctúan entre 180.64€ y 241.15€, representando una disminución de hasta 52.96% respecto al precio actual. Esta disminución refleja la divergencia entre el valor de mercado actual y el calculado bajo supuestos de características financieras comparables con empresas de bienes de lujo, destacando una posible sobreestimación del mercado actual.

En cuanto al análisis DCF, los precios variaron según la combinación de la tasa de descuento y la tasa de crecimiento terminal, con un rango que va desde los 114.50€ hasta los 213.47€ bajo diferentes escenarios. Esto sugiere que, incluso en el mejor de los casos bajo supuestos moderados, el valor actual de la acción podría estar inflado.

Es crucial, destacar que la empresa cuenta con un ratio P/E (Price to Earnings) actual de 50, lo que implica una alta expectativa de crecimiento futuro en los ingresos y las ganancias. Un P/E tan elevado generalmente indica que el mercado espera un crecimiento significativo de las ganancias; sin embargo, si Ferrari no logra aumentar sus ingresos y ganancias conforme a estas expectativas, podría enfrentarse a una corrección de su valoración en el mercado.

Las implicaciones de mantener un P/E de 50 son significativas. Si los ingresos de Ferrari no crecen al ritmo anticipado, el alto múltiplo P/E puede resultar insostenible, llevando a una potencial caída en el precio de la acción cuando el mercado ajuste el valor percibido para alinearlo con el rendimiento real de la empresa. Esta situación subraya la importancia de monitorear de cerca los desarrollos estratégicos y financieros de Ferrari, así como las tendencias del mercado de bienes de lujo y del sector automotriz. Los inversores deben estar particularmente atentos a los informes de ingresos futuros y a cualquier señal de que la empresa pueda no estar en camino de cumplir con las altas expectativas de crecimiento implícitas en su actual ratio P/E.

La valoración por múltiplos, al comparar a Ferrari con firmas de lujo en lugar de fabricantes de autos tradicionales, resalta el perfil único de Ferrari y cómo esto puede

justificar cierto premium en su valoración. Sin embargo, los resultados indican que este premium podría ser excesivo. Las variaciones significativas en los múltiplos utilizados y el precio resultante sugieren que Ferrari podría estar valorada más por su marca y menos por sus fundamentos financieros comparables.

Por otro lado, el método DCF revela una sensibilidad alta a las tasas de descuento y las expectativas de crecimiento a largo plazo. Los valores más bajos obtenidos bajo este método podrían reflejar las preocupaciones sobre el crecimiento futuro y los desafíos en el mercado de automóviles de lujo, especialmente en un entorno económico que podría ser incierto.

En conjunto, ambos métodos sugieren una reevaluación necesaria del valor de las acciones de Ferrari. Dada la discrepancia entre los valores estimados y el precio actual de mercado de 380€, los inversores podrían considerar esto como una señal de alarma para investigar más a fondo o reconsiderar las expectativas de crecimiento y rentabilidad de Ferrari. Estos análisis, aunque reveladores, deben complementarse con una evaluación detallada del entorno de mercado, las estrategias de Ferrari, y factores macroeconómicos que podrían influir en su valoración futura.

Anexos

Análisis financiero detallado.

Paso I. Recopilación de Información

El primer paso es crear una base de datos con la información histórica que hemos extraído de las cuentas anuales de Ferrari, es importante extraer la información de una fuente de confianza ya que todo el modelo financiero estará construido a partir de estos datos. Otro aspecto importante en este paso es la diferenciación entre las cuentas operativas y las no operativas de la empresa ya que posteriormente necesitaremos calcular el ROIC (Return On Investment Capital).

Paso II. Construcción de la estimación de ingresos

En esta parte existen dos opciones, top-down o el bottom-up approach. La elección depende de cada situación en específico. El top-down approach normalmente lo usamos cuando podemos determinar de forma precisa el tamaño total del mercado objetivo y el

precio de venta, en nuestro caso usaremos el bottom-up que se centra en conocer la demanda de la empresa que queremos

proyectar, en el caso de Ferrari como es una empresa que fabrica en base a la demanda es muy fácil ya que se suele tardar entre 6-8 meses si el cliente decide configurarlo. Por esta razón y conociendo el book-to-Bill ratio de la empresa podremos hacer la estimación de forma realista.

PASO III Construcción de la estimación de la P&L

Para la construcción de la estimación seguiremos tres sencillos pasos. En primer lugar, debemos elegir un "forecast driver". Luego, calcularemos un "forecast ratio" utilizando datos históricos. Finalmente, multiplicaremos el ratio calculado en el paso 2 para estimar los ingresos futuros.

El análisis de Ferrari se basará en separar las diferentes líneas de negocio de la empresa, que en nuestro caso son cuatro. Posteriormente, extraeremos del Annual Report las cifras de ventas por líneas de negocio y un precio medio ponderado para estimar los ingresos futuros. Usaremos el margen bruto de la empresa para comenzar con el P&L, realizando un cálculo exhaustivo de los COGS para obtener la mayor precisión en el DCF.

Para proyectar los ingresos totales, se ha elaborado una tabla con los ingresos totales divididos entre las distintas líneas de negocio de la empresa, desde 2021 hasta 2023. Una vez creada esta tabla, hemos calculado la tasa anual de crecimiento de cada línea de negocio para conocer cuánto crece cada división. Finalmente, hemos hecho la media ponderada del CAGR de cada departamento para obtener el crecimiento de los ingresos totales.

Figura 18: Desglose de líneas de negocio

Líneas de negocio	2021	% De Ingresos	2022	% De Ingresos	2023	% De Ingresos	2024E	% De Ingresos	CAGR
Coches y piezas de repuestos	3553,00	83,2%	4321,00	84,8%	5119,00	85,7%	5.781,61 €	86,3%	12,9%
Sponsorship, comercial y marca	451,00	10,6%	499,00	9,8%	572,00	9,6%	619,16 €	9,2%	8,2%
Motores	189,00	4,4%	155,00	3,0%	127,00	2,1%	111,24 €	1,7%	-12,4%
Otros	78,00	1,8%	120,00	2,4%	152,00	2,5%	189,86 €	2,8%	24,9%
Ingresos totales	4271,00	100,0%	5095,00	100,0%	5970,00	100,0%	6.701,86 €	100,0%	12,3%

Fuente: elaboración propia

Para calcular las COGS a futuro, se ha realizado una media ponderada de los márgenes

Figura 19 y 20: Balance de situación histórico

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Total pasivo corriente	1337,88	1210,87	1385,96	1482,02	1862,48	1748,78	2490,42	2280,37	2211,42	Activo total	3848,6	4141,1	4851,73	5446,37	6262,05	6863,51	7765,82	8651,31	8647,88
Cuentas por pagar	614,89	607,51	653,75	711,54	713,81	797,83	902,97	900,56	902,32	Efectivo total e inversiones a corto plazo	464,35	652,81	799,58	906,02	1364,35	1352,13	1432,74	1444,96	1392,37
Gastos devengados	116,68	136,14	125,05	134,37	117,18	158,16	273,29	277,55	168,08	Efectivo y equivalentes	457,78	647,71	793,66	897,95	1362,41	1344,15	1388,9	1121,98	1366,22
Préstamos de corto plazo										Inversiones a corto plazo	5,89	4	3,39	1,99	1,45	1,94	7,07	5,57	10,74
Porción corriente de la deuda a largo plazo	399,86	312,19	351,74	401,13	672,86	501,34	863,48	724,42	788,68	Activos financieros para vender	0,68	1,11	2,53	0,09	0,5	6,05	36,77	17,41	15,4
Porción corriente de las obligaciones de arrendamiento financiero			0,67	30,2	18,37	14,78	16,92	16,45	30,66	Total de cuentas por cobrar	243,98	261,98	340,1	301,24	228,32	260,88	328,33	338,53	377,78
Impuestos sobre la renta actuales por pagar	41,6	28,18	7,66	7,11	15,9	112,91	58,58	89,27	175,87	Cuentas por cobrar	22,5	22,57	148,7	69,8	44,06	75,58	95,91	77,15	12,94
Pasivo por impuestos diferidos Corriente	2,59	1,09	24,65	4,87	17,3	17,48	40,35	35,98		Otros por cobrar	1887,45	2081,08	2477,33	2641,2	3075,88	3363,72	3952,51	3986,01	4502,33
Otros pasivos corrientes	162,05	124,58	122,47	122,6	109,08	145,29	148,06	144,04	155,81	Total de activo corriente	324	393,77	391,06	420,05	460,62	540,58	674,66	948,51	992,96
										Inventario	31,61	27,98	35,76	39,86	38,83	36,08	42,91	53,85	
Pasivo Total	3518,8	3387,17	3497,89	3958,08	4472,84	4652,09	5163,34	4980,69	5387,46	Gastos pagados por anticipado	790,38	732,05	878,5	986,45	939,81	1143,97	1400	1451,16	1501,57
Deuda a largo plazo	1448,17	1493,99	1574,76	1628,11	1789,6	2072,47	1790,88	1879,72	1716,45	Préstamos y arrendamientos de la división de finanzas al corriente	10,64	11,59	12,33	13,59	44,16	30,37	73,88	49,01	237,66
Arrendamientos de capitales				40,3	45,82	41,43	41,51	56,6	97	Otro activo corriente	580,81	653,5	635,36	688,26	896,89	1034,27	1219,21	1183,41	1632,62
Ingresos no devengados no corrientes	273,07	274,19	271,82	275,44	270,83	256,21	270,35	233,68	440,22	Inmovilizado material neto	2278,06	2481,74	2579,86	2986,32	3218,23	3538,55	3969,25	4145,35	
Pensión y otros beneficios posteriores a la jubilación	24,61	23,25	21,98	21,93	18,93	18,43	15,14	12,44	111,5	Inmovilizado material bruto	-1698,15	-1808,24	-1944,5	-2118,06	-2321,34	-2502,29	-2740,04	-2961,95	
Pasivo por impuesto diferido no corriente	10,52	9,89	14,5	77,33	96,18	78,5	88,16	100,87	128,95	Depreciación acumulada	21,97	30,04	32,13	38,72	42,84	54,51	59,53	67,67	69,23
Otro pasivo no corrientes	425,55	345,19	328,18	513,95	387,91	436,28	558,68	617,12	663,93	Inversiones a largo plazo	1785,18	1785,18	1785,18	1785,18	1785,18	1785,18	1785,18	1785,18	1785,18
										Fondo de comercio	31,24	32,69	35,36	37,17	40,82	31,03	42,82	49,8	1436,63
Fondos propios totales	329,81	783,84	1353,84	1487,29	1798,2	2211,42	2602,49	3076,62	3286,43	Otros intangibles	119,36	94,09	60,74	73,68	152,22	168,76	203,38	217,55	221,89
Acciones comunes	2,6	2,6	2,5	2,57	2,57	2,57	2,57	2,57	2,57	Activos por impuestos diferidos a largo plazo	323,16	407,77	610,44	800,77	938,47	1107,14	1284,47	1389,9	
Prima de suscripción	5888,53	5768,54	5768,54	5768,54	5768,54	5768,54	5768,54	5768,54		Otros activos a largo plazo	100,44	56,76	215,19	201,4	329,74	318,9	238,61	391,79	
Beneficio no distribuido	-6586,19	-6051,06	-4901,41	-4849,28	-4699,28	-4602	-4561,39	-4617,9	3214,39										
Resultado integral y otros	20,16	58,59	179,08	559,43	703,34	886,78	1363,13	1907,67	57,62										
Patrimonio neto común total	325	778,68	1348,72	1481,29	1785,19	2205,9	2592,86	3060,89	3274,58										
Intereses minoritario	4,81	5,26	5,12	6	4,92	5,52	9,69	9,73	5,84										
Pasivo total y patrimonio neto	3848,6	4141,1	4851,73	5446,37	6262,05	6863,51	7765,82	8651,31	8647,88										

Fuente: elaboración propia

brutos de los últimos cinco años, dando mayor peso a los años recientes. Es decir, el margen del año 2023 tendrá un peso mayor que el de 2019 en el cálculo.

Figura 21: Proyección de las COGS

COGS	2019	2020	2021	2022	2023	COGS 202X
Margen bruto %	52,10%	51,30%	51,30%	48,00%	49,80%	49,99%
Ponderación	5%	15%	20%	25%	35%	

Fuente: elaboración propia

Una vez obtenido el beneficio bruto de la empresa, proyectaremos las siguientes variables hasta llegar al EBIT. La siguiente partida a proyectar son los gastos generales de administración, comercial y marketing.

Figura 22: Proyección de los gastos generales

GASTOS GENERALES	2019	2020	2021	2022	2023	GASTOS GENERALES 202X
En % sobre Ingresos	-9,68%	-10,25%	-8,61%	-8,40%	-7,75%	8,56%
Ponderación	5%	15%	20%	25%	35%	

Fuente: elaboración propia

Otro gasto fundamental que también debemos proyectar es el gasto en I+D, que, haciendo el cálculo ponderado, resulta ser el 16,7%.

Tras todas estas proyecciones, llegamos al beneficio operativo de la empresa, es decir, la cantidad de dinero que genera la empresa con su actividad normal. Hemos querido mantener la estructura original que usa Ferrari en sus cuentas anuales, ya que, al incluir las amortizaciones y depreciaciones dentro de las COGS, no se refleja la partida del EBITDA.

Figura 23: Proyección del Operating Income

	2022											
	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027	FY2028	FY2029	FY2030	FY2031	FY2032	FY2033
Revenue	5.095	5.970	6.702	7.523	8.446	9.481	10.643	11.948	13.413	15.057	16.903	18.975
% yoy growth		17,17%	12,26%	12,26%	12,26%	12,26%	12,26%	12,26%	12,26%	12,26%	12,26%	12,26%
% qoq growth												
Cost of Revenue	2.649	2.996	3.352	3.762	4.224	4.741	5.323	5.975	6.708	7.530	8.453	9.489
% of revenue	51,99%	50,18%	50,01%	50,01%	50,01%	50,01%	50,01%	50,01%	50,01%	50,01%	50,01%	50,01%
Adj Gross Profit	2.446	2.974	3.350	3.761	4.222	4.740	5.321	5.973	6.705	7.527	8.450	9.486
% margin	48,01%	49,82%	49,99%	49,99%	49,99%	49,99%	49,99%	49,99%	49,99%	49,99%	49,99%	49,99%
Selling, Marketing and Distribution	450	481	573	644	723	811	911	1.022	1.147	1.288	1.446	1.623
% revenue	8,82%	8,06%	8,56%	8,56%	8,56%	8,56%	8,56%	8,56%	8,56%	8,56%	8,56%	8,56%
Product Development	776	882	1.110	1.246	1.399	1.571	1.763	1.979	2.222	2.494	2.800	3.143
% revenue	15,22%	14,77%	16,57%	16,57%	16,57%	16,57%	16,57%	16,57%	16,57%	16,57%	16,57%	16,57%
Operating Income	1.221	1.611	1.667	1.871	2.100	2.358	2.647	2.971	3.336	3.745	4.204	4.719
% margin	23,97%	26,99%	24,87%	24,87%	24,87%	24,87%	24,87%	24,87%	24,87%	24,87%	24,87%	24,87%

Fuente: elaboración propia

Posteriormente, seguiremos proyectando hasta llegar al beneficio neto de la empresa, partida que utilizaremos para el cálculo del Free Cash Flow. De esta forma, obtendremos el equity value, que sumándole la deuda neta, nos dará el enterprise value que usaremos para la valoración por múltiplos.

Figura 24: Proyección de pago de intereses

PAGO DE INTERESES	2019	2020	2021	2022	2023	Pago de intereses
% Interest of Revenues	-1,06%	-1,45%	-0,55%	-0,50%	-0,49%	0,68%
Ponderación	5%	15%	20%	25%	35%	

Fuente: elaboración propia

La lógica aplicada a este cálculo es similar al resto, ya que hemos utilizado los datos históricos del pago de intereses desde 2019 hasta 2023, asignando una ponderación decreciente, donde la clave de distribución es la cercanía temporal con la realidad. Adicionalmente, hemos usado la tasa de impuestos efectiva, dado que la empresa cuenta con activos y pasivos por impuestos diferidos, lo que puede resultar en pagos fiscales variables en ciertos periodos. Para la proyección, hemos tomado como valor el 21%.

Figura 25: Income Statement Proyectado

	2022											
	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033
Operating Income	1.221	1.611	1.667	1.871	2.100	2.358	2.647	2.971	3.336	3.745	4.204	4.719
% margin	23,97%	26,99%	24,87%	24,87%	24,87%	24,87%	24,87%	24,87%	24,87%	24,87%	24,87%	24,87%
Depreciation And Amortization	546	662	730	820	920	1.033	1.160	1.302	1.461	1.640	1.841	2.067
yoy growth (%)		21,25%	10,29%	12,26%	12,26%	12,26%	12,26%	12,26%	12,26%	12,26%	12,26%	12,26%
Net Interest Expense	47	24	21	51	57	64	72	81	91	102	115	129
EBT	1.174	1.588	1.646	1.820	2.043	2.294	2.575	2.890	3.245	3.643	4.089	4.590
% margin	23,04%	26,60%	24,55%	24,19%	24,19%	24,19%	24,19%	24,19%	24,19%	24,19%	24,19%	24,19%
Provision for Tax	268	268	268	382	429	482	541	607	681	765	859	964
Tax Rate (%)	22,83%	21,50%	21,00%	21,00%	21,00%	21,00%	21,00%	21,00%	21,00%	21,00%	21,00%	21,00%
Adjustments												
Provision of tax (ex items)												
Net Income (GAAP)	906	1.320	1.378	1.438	1.614	1.812	2.034	2.283	2.563	2.878	3.230	3.626
% qoq growth												
% yoy growth		45,68%	4,38%	4,37%	12,26%	12,26%	12,26%	12,26%	12,26%	12,26%	12,26%	12,26%
% margin		22,11%	20,56%	19,11%	19,11%	19,11%	19,11%	19,11%	19,11%	19,11%	19,11%	19,11%
EPS (GAAP)	5,04	7,34	7,66	7,99	8,97	10,07	11,31	12,69	14,25	16,00	17,96	20,16
% yoy growth		45,68%	4,38%	4,37%	12,26%	12,26%	12,26%	12,26%	12,26%	12,26%	12,26%	12,26%
Adj EPS	5,04	7,34	7,66	7,99	8,97	10,07	11,31	12,69	14,25	16,00	17,96	20,16
% yoy growth		45,68%	4,38%	4,37%	12,26%	12,26%	12,26%	12,26%	12,26%	12,26%	12,26%	12,26%

Fuente: elaboración propia

Finalmente, llegamos a un beneficio neto que representa el 19% del beneficio bruto, lo que se traduce en un margen bruto considerable. Sin embargo, en la industria del lujo, esto no es inusual, ya que la mayoría de las empresas del sector cuentan con márgenes en torno al 15%.

Paso IV Proyección de Cash Flow Statement

Figura 26: Proyección del cash Flow statement

	2022	2.023	2.024	2.025	2.026	2.027	2.028	2.029	2.030	2.031	2.032	2.033
	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033
Operating Cash Flow												
Net Income	906	1.320	1.378	1.438	1.614	1.812	2.034	2.283	2.563	2.878	3.230	3.626
Adjustments												
Depreciation	546	662	730	820	920	1.033	1.160	1.302	1.461	1.640	1.841	2.067
SBC Expenses	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Changes in WC	(100)	(356)	(241)	(270)	(303)	(340)	(382)	(429)	(482)	(541)	(607)	(681)
Cash from Operating Activities	1.352	1.625	1.867	1.987	2.231	2.504	2.812	3.156	3.543	3.977	4.465	5.012
Investing Cash Flow												
Business Acquisitions	(1)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PP&E Additions	(457)	(487,15)	(559,61)	(595,65)	(668,67)	(750,64)	(842,67)	(945,97)	(1.061,93)	(1.192,12)	(1.338,26)	(1.502,31)
Other	(348)	(382)	(439)	(467)	(524)	(588)	(660)	(741)	(832)	(934)	(1.049)	(1.177)
Cash from Investing Activities	(806)	(869)	(998)	(1.062)	(1.192)	(1.338)	(1.502)	(1.686)	(1.893)	(2.125)	(2.386)	(2.678)
Financing Cash Flow												
Common Stock Repaid	(387)	(461)	(373)	(387)	(446)	(501)	(562)	(631)	(709)	(795)	(893)	(1.002)
Cash Dividends Paid	(252)	(334)	(523)	(556)	(625)	(701)	(787)	(884)	(992)	(1.114)	(1.250)	(1.403)
Proceed from Debt	262	436	444	452	461	469	478	487	496	506	515	525
Debt Repayments	(168)	(751)	(89)	(101)	(103)	(104)	(106)	(108)	(110)	(113)	(115)	(117)
Other	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cash from Financing Activities	(554)	(1.109)	(551)	(602)	(713)	(837)	(978)	(1.136)	(1.315)	(1.516)	(1.743)	(1.998)
Net Change in Cash	(8)	(353)	319	323	326	329	332	334	335	336	337	336
FCF	895	1.138	1.307	1.392	1.562	1.754	1.969	2.210	2.481	2.785	3.127	3.510
Conversion FCF/NI	98,80%	86,24%	94,91%	96,79%	96,79%	96,79%	96,79%	96,79%	96,79%	96,79%	96,79%	96,79%
Conversion FCF/EBIT	73,29%	70,63%	78,45%	74,38%	74,38%	74,38%	74,38%	74,38%	74,38%	74,38%	74,38%	74,38%
FCF Margin (%)	17,57%	19,06%	19,51%	18,50%	18,50%	18,50%	18,50%	18,50%	18,50%	18,50%	18,50%	18,50%
ROIC	23,97%	27,34%	24,16%	27,53%	28,27%	28,97%	29,65%	30,29%	30,90%	31,48%	32,03%	32,55%
CapEx/Sales	8,97%	8,16%	8,35%	7,92%	7,92%	7,92%	7,92%	7,92%	7,92%	7,92%	7,92%	7,92%
CapEx/CFO	33,80%	29,97%	29,97%	29,97%	29,97%	29,97%	29,97%	29,97%	29,97%	29,97%	29,97%	29,97%

Fuente: elaboración propia

La proyección del estado de flujo de caja de Ferrari S.p.A. se ha llevado a cabo mediante el análisis detallado de sus flujos operativos, de inversión y de financiamiento, utilizando los datos disponibles en la hoja de "Proyecciones".

Para los flujos de caja operativos, comenzamos con los ingresos netos obtenidos de la cuenta de resultados proyectada. Aquí observamos la cantidad de capital que entra y sale por la propia actividad de la empresa, es decir, todo lo que genera la actividad principal de la empresa. Principalmente, tomamos en cuenta las amortizaciones y depreciaciones. Adicionalmente, se consideran las variaciones en el fondo de maniobra, que incluyen cambios en las cuentas por cobrar, inventarios, cuentas por pagar y otros activos y pasivos operativos. Estas variaciones son esenciales para entender cómo las operaciones cotidianas de la empresa afectan el flujo de efectivo. En la siguiente figura se muestra cómo se ha calculado la tasa con la que hemos proyectado la amortización y depreciación.

Figura 27: Proyección de amortizaciones y depreciaciones

Amortización & Depreciación	2021	2022	2023	Amortización&Depreciación
En cifras	456	546	662	
En % sobre Ingresos	10,68%	10,72%	11,09%	10,89%
Ponderación	20%	30%	50%	

Fuente: elaboración propia

Los flujos de caja de inversión incluyen las inversiones en activos fijos (CAPEX) y los ingresos por venta de activos. Las inversiones en activos fijos representan las compras de propiedades, planta y equipo, mientras que los ingresos por venta de activos reflejan el efectivo recibido por la venta de propiedades y otros activos.

Los flujos de caja de financiamiento registran las actividades relacionadas con la emisión y el pago de deuda, así como el pago de dividendos a los accionistas. La emisión de deuda proporciona efectivo adicional a la empresa, mientras que el pago de deuda reduce las obligaciones financieras existentes. El pago de dividendos representa la distribución de ganancias a los accionistas. Para el cálculo de estas partidas, se han elaborado tablas con el gasto de cada año en cada una de las categorías, para posteriormente multiplicar el porcentaje resultante al cash flow operativo de la empresa y así calcular el resto de los flujos de caja.

Figura 28: Datos históricos sobre CaPex, Dividendos y Recompras de acciones

CAPEX	2021	2022	2023
Inversión en PPE	384,83 €	456,89 €	487,15 €
Inversión en Activos Intagibles	352,32 €	347,73 €	381,76 €
Ponderación	20%	30%	50%
DIVIDENDOS	2021	2022	2023
Pago a socios con control	160,10 €	249,52 €	328,63 €
Pago a socios minoritarios	1,35 €	2,27 €	4,89 €
Ponderación	20%	30%	50%
RECOMPRA DE ACCIONES	2021	2022	2023
Pago a socios con control	230,90 €	395,52 €	460,63 €
Ponderación	20%	30%	50%

Fuente: elaboración propia

Figura 29: Proyección del CaPex, Dividendos, Adquisiciones y Recompra de acciones

CAPEX	2021	2022	2023	CAPEX 202X
CAPEX SOBRE CF OPERACIÓN	57%	60%	47%	52,62%
Ponderación	20%	30%	50%	
DIVIDENDOS	2021	2022	2023	DIVIDENDOS 202X
DIVIDENDOS SOBRE CF OPERACIÓN	12,48%	18,62%	20,52%	18,34%
Ponderación	20%	30%	50%	
ADQUISICIÓN	2021	2022	2023	ADQUISICIÓN 202X
M&A SOBRE CF OPERACIÓN	0,00%	0,11%	0,00%	0,03%
Ponderación	20%	30%	50%	
RECOMPRA DE ACCIONES	2021	2022	2023	RECOMPRA DE ACCIONES 202X
RECOMPRA DE ACCIONES SOBRE CF OPERACIÓN	18,00%	29,26%	28,34%	26,55%
Ponderación	20%	30%	50%	

Fuente: elaboración propia

La elaboración de estos porcentajes también se utilizará para realizar una tabla que contiene estimaciones propias sobre cómo se repartirá el cash flow operativo del año anterior entre las distintas actividades de la empresa. Además, nos servirá para proyectar la caja y equivalentes, beneficios no distribuidos y la autocartera en el balance de situación. Al decidir los porcentajes para cada actividad, se ha tenido en cuenta la inversión histórica, como se puede ver en la figura previa.

INVERSIÓN DE LA CAJA OPERACIONAL	% CAPEX	% DIVIDENDOS	% ADQUISICIONES	% RECOMPRA	CAJA
Ponderación	60%	28%	0%	20%	5%

Esta estructura detallada permite a Ferrari S.p.A. gestionar eficientemente su flujo de caja, asegurando la disponibilidad de efectivo para operaciones, inversiones y necesidades de financiamiento. Finalmente, obtendremos el free cash flow necesario para el descuento de flujos de caja.

PASO V Proyección del Balance de situación.

Figura 30: Balance de situación proyectado

	FY22	FY23	FY24	FY25	FY26	FY2027	FY2028	FY2029	FY2030	FY2031	FY2032	FY2033
Cash & Equivalent	1.433	1.145	1.202	1.525	1.852	2.181	2.513	2.846	3.181	3.518	3.854	3.854
Account Receivable	328	339	401	451	506	568	637	716	803	902	1.012	1.136
Inventories	675	949	968	1.087	1.220	1.370	1.538	1.726	1.938	2.175	2.442	2.741
Prepaid Expenses	43	54	63	70	79	88	99	111	125	140	158	177
Other	1.474	1.500	1.816	2.038	2.288	2.569	2.883	3.237	3.634	4.079	4.579	5.141
Total Current Assets	3.953	3.986	4.450	5.171	5.945	6.776	7.670	8.636	9.681	10.814	12.046	13.050
PPE	1.219	1.183	1.266	1.354	1.448	1.549	1.657	1.772	1.895	2.027	2.168	2.319
Other LT Assets	1.766	2.047	2.305	2.596	2.924	3.293	3.708	4.176	4.703	5.296	5.965	6.717
Goodwill	785	785	785	785	785	785	785	785	785	785	785	785
Other Intangible Assets	43	50	57	66	75	86	99	113	130	149	171	197
Total Non-Current Assets	3.813	4.065	4.413	4.801	5.232	5.713	6.249	6.847	7.514	8.258	9.090	10.018
Total Assets	7.766	8.051	8.863	9.972	11.177	12.489	13.919	15.483	17.195	19.073	21.135	23.068
Trade Account Payable	903	931	1.129	1.267	1.423	1.597	1.793	2.013	2.260	2.537	2.847	3.197
Accrued Expenses	273	278	314	352	395	444	498	559	628	705	791	888
Other Current Liabilities	1.224	1.010	1.299	1.458	1.637	1.837	2.062	2.315	2.599	2.918	3.275	3.677
Total Current Liabilities	2.401	2.280	2.211	3.077	3.454	3.878	4.353	4.887	5.486	6.159	6.914	7.761
Long-term Debt	1.791	1.680	1.940	1.611	1.904	2.192	2.474	2.748	3.012	3.264	3.502	3.387
Other Non-current Liabilities	972	1.021	1.217	1.366	1.534	1.722	1.933	2.170	2.436	2.735	3.070	3.446
Total Non-current Liabilities	2.763	2.700	3.158	2.977	3.438	3.914	4.407	4.918	5.448	5.999	6.572	6.833
Total Liabilities	5.163	4.981	5.369	6.054	6.892	7.792	8.760	9.805	10.934	12.157	13.486	14.594
Common Stock	2,57	2,57	2,57	2,57	2,57	2,57	2,57	2,57	2,57	2,57	2,57	2,57
APIC												
Retained Earnings	2.987	3.519	4.316	5.137	5.950	6.863	7.888	9.038	10.330	11.779	13.407	15.234
NCI	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6
AUTOCARTERA	(397)	(461)	(834)	(1.232)	(1.678)	(2.179)	(2.741)	(3.372)	(4.081)	(4.876)	(5.769)	(6.772)
Shareholders Equity	2.602	3.071	3.494	3.918	4.285	4.697	5.159	5.678	6.261	6.915	7.650	8.474
Total Equity+Liabilities	7.766	8.051	8.863	9.972	11.177	12.489	13.919	15.483	17.195	19.073	21.135	23.068
ROA (%)	11,67%	16,39%	15,54%	14,42%	14,44%	14,51%	14,61%	14,75%	14,91%	15,09%	15,28%	15,72%
ROE (%)	34,81%	42,98%	39,42%	36,70%	37,67%	38,58%	39,43%	40,21%	40,94%	41,61%	42,23%	42,79%
ROIC (%)	22,52%	27,41%	23,81%	27,07%	27,78%	28,46%	29,11%	29,73%	30,32%	30,88%	31,41%	31,91%
NWC	100	356	241	270	303	340	382	429	482	541	607	681
yoy growth (%)		256,41%	-32,51%	12,26%	12,26%	12,26%	12,26%	12,26%	12,26%	12,26%	12,26%	12,26%

Fuente: elaboración propia

Según nuestras estimaciones, este sería el balance para cada año respecto a nuestro modelo financiero. Ahora pasaremos a explicar brevemente cuáles han sido los cálculos realizados y el porqué de cada uno.

Para el activo corriente, a excepción de la caja, que se ha calculado como el acumulado de años anteriores más un 5% sobre el cash flow operativo, el resto del activo corriente se ha proyectado con la siguiente tabla...

Figura 31: Proyección de otros activos corrientes, cuentas por cobrar, inventario y pagos anticipados

Otros activos corrientes	2019	2020	2021	2022	2023	Pago de intereses
% Interest of Revenues	26,02%	28,43%	27,50%	28,93%	25,13%	27,09%
Ponderación	5%	15%	20%	25%	35%	

CUENTAS POR COBRAR	2021	2022	2023	CUENTAS POR COBRAR
% DE CUENTAS POR COBRAR SOBRE INGRESOS BRUTOS	6,10%	6,44%	5,67%	5,99%
Ponderación	20%	30%	50%	
INVENTARIO	2021	2022	2023	INVENTARIO
% DE PAGOS ANTICIPADOS SOBRE INGRESOS BRUTOS	12,66%	13,24%	15,89%	14,45%
Ponderación	20%	30%	50%	
PAGOS ANTICIPADOS	2021	2022	2023	PAGOS ANTICIPADOS
% DE PAGOS ANTICIPADOS SOBRE GASTOS GENERALES	-10,37%	-10,03%	-11,64%	10,90%
Ponderación	20%	30%	50%	

Fuente: elaboración propia

Se han tomado datos históricos de Ferrari para las diferentes partidas y se ha calculado un porcentaje sobre los ingresos brutos, a excepción de los pagos anticipados, para los cuales se ha utilizado como referencia los gastos generales, ya que suelen ser anticipos en sueldos, entre otros. Esto parte de la premisa de que la empresa mantendrá en el futuro unos ratios similares en cuanto a la cantidad de clientes a cobrar o en la cantidad de inventario. Por esta razón, se realiza una media ponderada, donde los años recientes tienen más peso que los anteriores, ya que representan mejor la imagen fiel de la empresa.

Figura 32: Proyección de PPE, Otros activos a l/p y Otros activos intangibles

PPE	2021	2022	2023	PPE
% DE VARIACIÓN DE LOS ULTIMOS AÑOS	15,32%	17,88%	-2,94%	6,96%
Ponderación	20%	30%	50%	
Otros activos a l/p	2021	2022	2023	Otros activos a l/p
% DE VARIACIÓN DE LOS ULTIMOS AÑOS	12,71%	7,07%	15,91%	12,62%
Ponderación	20%	30%	50%	
Otros activos intangibles	2021	2022	2023	OTROS ACTIVOS INTANGIBLES
% DE VARIACIÓN DE LOS ULTIMOS AÑOS	-23,98%	38,32%	16,03%	14,71%
Ponderación	20%	30%	50%	

Fuente: elaboración propia

El activo no corriente se ha proyectado como la media ponderada de las variaciones de los últimos años, ya que asignarle un porcentaje constante sobre los ingresos o el cash flow operativo podría ser arriesgado, resultando en un porcentaje muy elevado. No siempre es necesario aumentar el activo fijo en esas cantidades, por lo que es más conservador utilizar la variación. El goodwill se ha mantenido constante, ya que en el plan estratégico de Ferrari no se muestra ninguna intención de realizar operaciones de

M&A a corto plazo, y como el goodwill no se puede depreciar, hemos decidido dejarlo constante.

Figura 3: Proyección de proveedores, gastos devengados, otros pasivos corrientes y otros pasivos no corrientes

PROVEEDORES	2021	2022	2023	PROVEEDORES
% DE PROVEEDORES SOBRE INGRESOS BRUTOS	18,68%	17,72%	15,59%	16,85%
Ponderación	20%	30%	50%	
GASTOS DEVENGADOS	2021	2022	2023	GASTOS DEVENGADOS
% DE GASTOS DEVENGADOS SOBRE INGRESOS	3,73%	5,36%	4,65%	4,68%
Ponderación	20%	30%	50%	
OTROS PASIVOS CORRIENTES	2021	2022	2023	OTROS PASIVOS CORRIENTES
% DE OTROS PASIVOS CORRIENTES SOBRE INGRESOS BRUTOS	18,54%	24,03%	16,92%	19,38%
Ponderación	20%	30%	50%	
OTROS PASIVOS NO CORRIENTES	2021	2022	2023	OTROS PASIVOS CORRIENTES
% DE OTROS PASIVOS CORRIENTES SOBRE INGRESOS BRUTOS	19,45%	19,07%	17,10%	18,16%
Ponderación	20%	30%	50%	

Fuente: elaboración propia

Todo el pasivo, al igual que el activo corriente, ha sido proyectado como un porcentaje de los ingresos, asumiendo que se mantendrán las mismas proporciones respecto a las ventas. Es decir, se ha calculado una media ponderada de los últimos tres años, donde los años más recientes tienen un mayor peso. Posteriormente, el dato calculado se multiplicará por la estimación de ingresos brutos de ese año, obteniéndose así los datos correspondientes.

La deuda a largo plazo se proyecta para reducirse gradualmente hasta 2026 mediante un programa de repago de deuda planificado. Posteriormente, en 2027, cuando la mayoría de los bonos corporativos hayan vencido, asumimos que Ferrari emitirá nueva deuda financiera, resultando en un aumento de la deuda.

Finalmente, llegamos al Patrimonio Neto, el cual se estructura principalmente con la figura "X". Mantenemos constantes las acciones comunes ya que no se mencionó ninguna ampliación de capital en el Market Day 2022. Ferrari no tiene prima de emisión, ya que comenzó a cotizar como una Spin-Off de Fiat. Los beneficios retenidos son una suma acumulada de años anteriores, ajustada por el payout ratio de Ferrari, que en nuestro caso es del 35%. Los intereses minoritarios (NCI) se mantendrán constantes, y la autocartera crecerá acumulando las recompras de acciones anunciadas anualmente por Ferrari.

Declaración de Uso de Herramientas de Inteligencia Artificial Generativa en Trabajos Fin de Grado

ADVERTENCIA: Desde la Universidad consideramos que ChatGPT u otras herramientas similares son herramientas muy útiles en la vida académica, aunque su uso queda siempre bajo la responsabilidad del alumno, puesto que las respuestas que proporciona pueden no ser veraces. En este sentido, NO está permitido su uso en la elaboración del Trabajo fin de Grado para generar código porque estas herramientas no son fiables en esa tarea. Aunque el código funcione, no hay garantías de que metodológicamente sea correcto, y es altamente probable que no lo sea.

Por la presente, yo, Tao Zhang Lin, estudiante de E-2 Administración y Dirección de empresas de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado “Valoración de empresas: Ferrari NV RACE”, declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

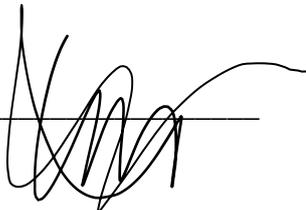
1. **Referencias:** Usado conjuntamente con otras herramientas, como Science, para identificar referencias preliminares que luego he contrastado y validado.
2. **Metodólogo:** Para descubrir métodos aplicables a problemas específicos de investigación.
3. **Estudios multidisciplinares:** Para comprender perspectivas de otras comunidades sobre temas de naturaleza multidisciplinar.
4. **Corrector de estilo literario y de lenguaje:** Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
5. **Sintetizador y divulgador de libros complicados:** Para resumir y comprender literatura compleja.
6. **Revisor:** Para recibir sugerencias sobre cómo mejorar y perfeccionar el trabajo con diferentes niveles de exigencia.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy

consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 05-06-2024

Firma: _____



Bibliografía

Veblen, T. (1899). *The Theory of the Leisure Class*. Standard Ebooks. <https://standardebooks.org/ebooks/thorstein-veblen/the-theory-of-the-leisure-class>

Reuters. (2015). Ferrari faithful rev IPO price to top of range. *Reuters*. Recuperado de <https://www.reuters.com>

Ferrari N.V. (s.f.). Listing information. *Ferrari Corporate*. Recuperado de <https://www.ferrari.com>

Luxury Tribune. (2023, 5 de septiembre). Ferrari valued at €70 billion joins the Stoxx 50 index. *Luxury Tribune*. <https://www.luxurytribune.com/en/ferrari-valued-at-e70-billion-joins-the-stoxx-50-index>

Qontigo. (2023, 1 de septiembre). Ferrari and Saint Gobain to be included in the EURO STOXX 50 Index. *Qontigo - STOXX - DAX*. <https://qontigo.com>

Ferrari NV. (2023). *Annual Report 2023 (AFM Filing)* [Graph], p. 41. Recuperado de [https://cdn.ferrari.com/cms/network/media/pdf/Ferrari%20NV%20Annual%20Report%202023%20\(AF%20Filing\).pdf](https://cdn.ferrari.com/cms/network/media/pdf/Ferrari%20NV%20Annual%20Report%202023%20(AF%20Filing).pdf)

Graham, B. (1973). *El inversor inteligente*. Harper & Row.

Investing for Beginners 101. (2023). *Defensive Investors: Rules from the Classic Book, The Intelligent Investor*. Recuperado de <https://einvestingforbeginners.com>

GuruFocus. (2018). 'The Intelligent Investor': Chapter 14 Reviewed. Recuperado de <https://www.gurufocus.com>

S&P Dow Jones Indices. (2024). *S&P Luxury Basket Series 1 Index Methodology*. Retrieved from <https://www.spglobal.com/spdji/en/>

Irons, Robert y Weigand, Robert. (2007). "The Market P/E Ratio, Earnings Trends and Stock Return Forecasts." *The Journal of Portfolio Management**, 33, pp. 87-101. doi: 10.3905/jpm.2007.690610. Recuperado de https://www.researchgate.net/publication/267927072_The_Market_PE_Ratio_Earnings_Trends_and_Stock_Return_Forecasts/citation/download

Damodaran, A. (n.d.). *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*. Recuperado de <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/valuesurvey.pdf>

