



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE E AZIENDALI
"MARCO FANNO"
CORSO DI LAUREA TRIENNALE IN ECONOMIA

PROVA FINALE
LA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE HIGH-TECH

RELATORE:

CH.MO PROF. PUGLIESE AMEDEO

LAUREANDO: FILOSO PIERLUCA

MATRICOLA N. 1138492

ANNO ACCADEMICO 2018/2019

Indice

Introduzione.....	5
Capitolo 1. Gli E-commerce.....	7
1.1 E-commerce: le principali tipologie.....	7
1.2 Tipologie di business model	11
1.3 KPI.....	12
Capitolo 2. La valutazione degli e-commerce	14
2.1 Cenni di valutazione aziendale (evoluzione).....	14
2.2 I problemi valutativi degli e-commerce, con riferimento particolare ai metodi patrimoniale e reddituale.	16
2.2.1 Il metodo patrimoniale	17
2.2.2 Il metodo di valutazione reddituale.....	19
2.3 Ricerca dei metodi appropriati.....	21
2.3.1 Il metodo finanziario	21
2.5.2 Il metodo dei multipli.....	26
Capitolo 3. Analisi del valore economico dell'e-commerce YOOX NET-A-PORTER GROUP.....	30
Conclusione.....	33
Bibliografia e sitografia.....	34

Introduzione

Da ormai diversi anni, con l'avvento di internet, si è creata una rete, "un network globale di computer e non solo", che in pochissimo tempo ha messo in contatto milioni di persone, imprese e paesi nel mondo, rendendo semplice, poco costoso e immediato il trasferimento di informazioni. I prodotti e i servizi vengono pubblicizzati e venduti in maniera differente ed innovativa. In questo periodo di innovazione le aziende che sono cresciute più velocemente, raggiungendo dimensioni di fatturato top globali, sono quelle high-tech.

Nel presente elaborato si prenderà in considerazione una branca di questa tipologia di aziende che fa parte del mondo high-tech e utilizza internet come strumento di vendita originando il cosiddetto commercio elettronico: gli e-commerce.

Vi è uno stravolgimento della value chain, in cui cambia il processo produttivo ed il ruolo delle informazioni, dando vita a nuovi business model. La raccolta di informazioni è essenziale e la loro elaborazione ed organizzazione sono indispensabili per creare il presupposto di esistenza di valore. Il data-base diventa così un vero e proprio asset dotato di un suo valore, e può essere oggetto di compravendita, licenza o condivisione. In queste nuove imprese a contribuire alla creazione del valore aziendale troviamo anche: il know-how dato dal capitale umano, i brand, il logo, i domini e infine il website.

Tutti questi cambiamenti hanno messo in discussione i metodi di valutazione aziendale tradizionalmente utilizzati, perché non sono in grado di rappresentare quantitativamente le nuove caratteristiche delle aziende e-commerce nelle loro stime. Per valutare un'azienda correttamente è d'obbligo conoscere il suo revenue model e business model, per capire le potenzialità di crescita future dell'organizzazione. Questa affermazione trova la sua giustificazione più grande negli e-commerce. Il loro valore infatti, è ricavato essenzialmente dalle prospettive future, data l'elevata presenza di asset intangibili e la bassa e aleatoria redditività.

L'obiettivo del lavoro di tesi è descrivere la nuova tipologia di aziende sviluppatasi negli ultimi anni nel mondo high-tech, descrivendone i business model e le principali tipologie, per poi passare alla parte valutativa ed evidenziare i limiti e le difficoltà dell'applicazione delle principali metodologie di valutazione. Assieme a ciò sono state trovate anche delle possibili soluzioni che possono essere di aiuto per migliorare le stime.

Tali complessità, infine, sono state confermate dal caso YOOX, un'azienda operante nel mercato dell'abbigliamento di lusso online, la quale è stata acquistata da Richemont per un valore di 5,3 miliardi di euro. Nella parte finale dell'elaborato si è provato ad applicare alcuni

dei metodi descritti e ogni metodo conduce ad una stima significativamente diversa rispetto a quella che ne ha definito il valore di acquisto.

Capitolo 1. Gli E-commerce

Secondo il Dizionario di Economia e Finanza, Treccani, “Si identificano come h. t. le imprese e i settori che effettuano investimenti rilevanti in ricerca e sviluppo, oltre a focalizzarsi sullo sfruttamento di applicazioni (beni e servizi), grazie a tecnologie innovative rispetto a quelle tradizionali.” Per molti anni i ricercatori hanno cercato una visione condivisa su come individuare il livello tecnologico dell’impresa: chi si concentrava sul tipo di investimenti, chi su aspetti relativi al management e chi su aspetti legati all’organizzazione dell’impresa. Nel 2006 due studiosi, Grinstein e Goldman, cercano di sintetizzare tutti questi diversi spunti e individuano tre dimensioni prevalenti che spiegano appunto il livello tecnologico di un’impresa:

- la natura dell’attività di R&S, l’innovatività e l’imprenditorialità come orientamento dei dipendenti e dei manager;
- la strategia legata al prodotto, anticipando sempre il mercato;
- la cultura d’impresa, orientata alla condivisione, al lavoro in team.

Tale approccio però, presenta un evidente limite dato dalla soggettività in termini di metodologia di indagine e di scelta degli aspetti di osservazione, portando quindi a conclusioni che sono circoscritte a condizioni precise e campioni ristretti.

In generale possiamo definire l’innovazione del business model e dei prodotti, e l’utilizzo al meglio dei dati e delle informazioni prodotte, come caratteristiche chiave che stabiliscono i confini del mondo high-tech, del quale fa parte la categoria di aziende oggetto di questo elaborato, gli e-commerce.

Dopo aver dato una definizione del mondo e della macro-categoria di aziende della quale fanno parte le aziende e-commerce è possibile descriverne le caratteristiche, declinarle nelle diverse tipologie, per poi introdurre il concetto di valutazione aziendale, evidenziando i limiti dei metodi di valutazione utilizzati tradizionalmente ed individuare metodi più appropriati alla suddetta categoria.

1.1 E-commerce: le principali tipologie.

Assieme a nuovi archetipi d’aziende, sempre grazie all’avvento di internet e allo sviluppo di nuove tecnologie per le transazioni online, si è assistito alla nascita di un nuovo tipo di commercio: l’e-commerce (commercio elettronico). Esso rappresenta una delle tante attività

rientranti nell'e-business, il quale comprende molte dei processi aziendali che utilizzano supporti elettronici per svolgere le proprie attività. È utile suddividere l'e-commerce in commercio elettronico in senso stretto, quando sia la selezione e la scelta degli articoli che il pagamento avvengono tramite internet e, in senso lato, quando l'ordine viaggia in rete ma il pagamento è effettuato in altro modo.

Una definizione che meglio descrive le caratteristiche dell'e-commerce è quella contenuta nella Comunicazione della Commissione UE 97/157 secondo cui: “il commercio elettronico è definito essere lo svolgimento di attività commerciali e di transazioni per via elettronica e comprende attività diverse quali la commercializzazione dei beni e servizi per via elettronica, la distribuzione on-line di contenuti digitali, l'effettuazione per via elettronica di operazioni finanziarie e di borsa, gli appalti pubblici per via elettronica ed altre procedure di tipo transattivo della Pubblica Amministrazione”. Leggendo questa definizione è facile intuire come le imprese sfruttando questa nuova ampia gamma di attività, come ad esempio la compravendita per via elettronica di beni e servizi e il trasferimento elettronico di fondi e titoli, possano ampliare il loro business e godere di innumerevoli vantaggi. Esse infatti possono:

- essere sempre aperte h24 tutti i giorni della settimana;
- risparmiare sui costi totali, grazie ai bassi costi operativi dovuti alla mancanza di affitto e del personale e a bassi costi fissi;
- vendere in tutto il mondo indipendentemente dalla propria localizzazione poiché è sufficiente avere un semplice computer e una connessione ad internet;
- vendere, grazie alla mole enorme di informazioni sui consumatori, il prodotto giusto alla persona giusta e al momento giusto (politiche di marketing mirate);

Il mondo del commercio elettronico è molto ampio e comprende una grandissima quantità di aziende molto eterogenea. Esso può essere suddiviso in base all'ambiente a cui si rivolge l'attività commerciale, al business model, ma anche in base ai soggetti coinvolti nella transazione. Considerando questo ultimo aspetto, è possibile distinguere tre diversi soggetti che interagiscono nel commercio elettronico: business in riferimento alle aziende, consumer, ovvero i consumatori/ i privati e government, cioè le strutture della Pubblica Amministrazione. In relazione ai suddetti soggetti si possono distinguere diverse forme di e-commerce.

“Business to Business”. Si riferisce alle transazioni commerciali che avvengono tra imprese e professionisti del settore. Questo modello è il primo ad essersi sviluppato ed è anche quello che genera il volume d'affari più grande. Infatti le relazioni che si instaurano tra le aziende sono più solide e durature, in quanto vi è un elevato numero di interazioni e notevoli scambi di informazioni. Il B2B permette alle aziende di avere una catena di approvvigionamento più

efficiente, di velocizzare il processo di vendita e di ottenere in rapidità nuovi acquirenti e fornitori.

“Business to Consumer”. Essa coinvolge gli scambi commerciali che avvengono tra azienda e consumatore finale. La diffusione di questa forma è stata possibile grazie all’arrivo di internet nelle case, fatto che ha permesso ad aziende di tutto il mondo di entrare in contatto con i consumatori, riuscendo a vendere una vasta gamma di prodotti a minor prezzo e nonostante le distanze anche in minor tempo. Un esempio fra tutti è Amazon.com.

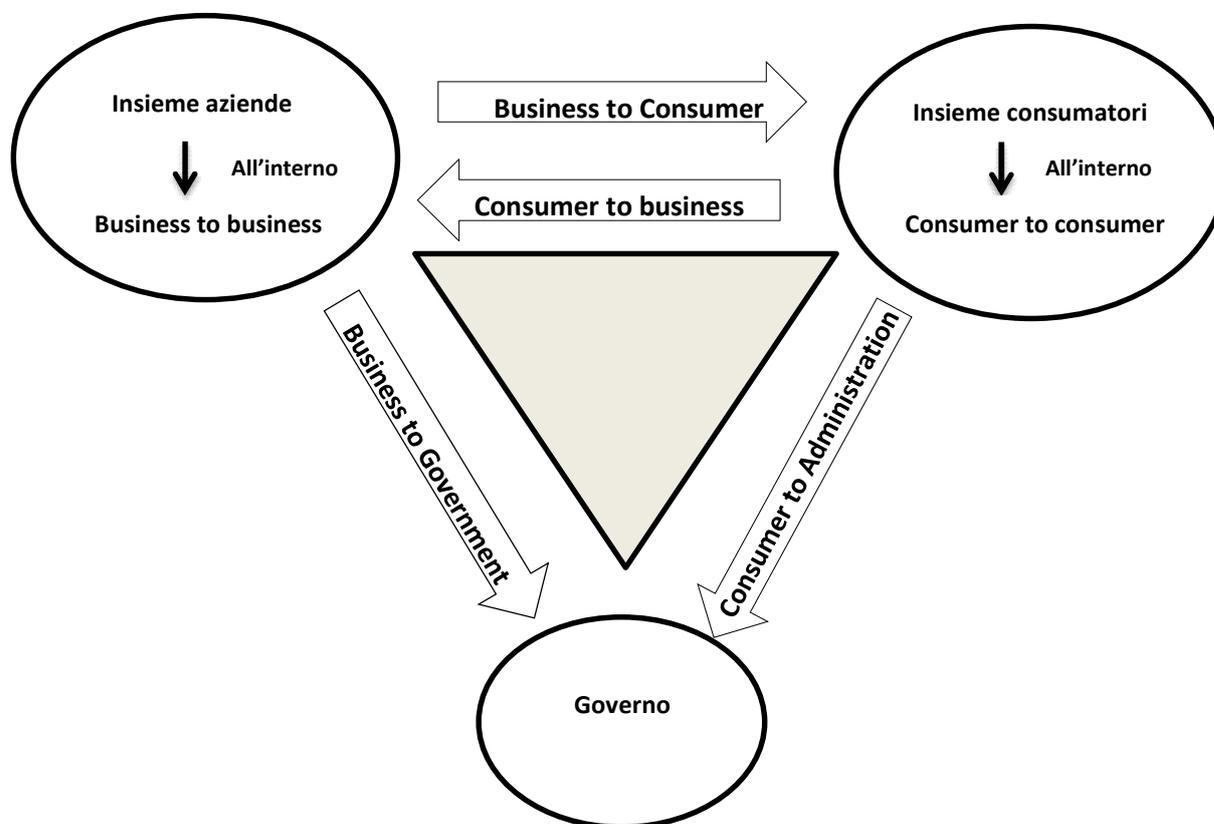
“Consumer to Consumer”. È la forma di commercio che si svolge tra i consumatori, tra soggetti privati, con l’ausilio di un “facilitatore”. L’intermediario in questo caso gestisce solamente lo spazio in cui interagiscono gli utenti e gli importi delle transazioni, mentre le regolazioni delle transazioni sono stabilite da venditore e acquirente. Siti di aste online come eBay hanno fatto sì che questa forma di commercio si diffondesse in tutto il mondo catturando un’elevata percentuale di mercato. Numerosi sono i vantaggi di cui godono questi intermediari. EBay per esempio non ha né spese di inventario e nemmeno si deve occupare di spedire i prodotti o di trasferire pagamenti. Il suo fatturato deriva principalmente dalle tariffe e dalle commissioni imposte sulle transazioni.

Anche se quelle appena descritte sono le forme principali e le più ricorrenti, vi sono altre tipologie di e-commerce senz’altro meno utilizzate che si stanno affermando in questi ultimi anni. Fra queste possiamo citare:

- “Business to Government” che interessa tutte quelle transazioni elettroniche effettuabili tra azienda e Pubblica Amministrazione;
- “Consumer to Business” in cui sono i consumatori ad offrire un determinato prezzo per un determinato bene e spetterà poi all’azienda decidere se accettare o meno l’offerta;
- “Consumer to Administration” per indicare le transazioni che avvengono tra cittadino e pubblica amministrazione (es pagare le tasse e i contributi on-line).

Recentemente con la grande diffusione dei telefoni cellulari si è sviluppata una nuova forma di commercio detta m-commerce (m sta per mobile). Il principio base di questa forma, è la possibilità da parte del consumatore di interagire con l’impresa in qualsiasi momento della sua vita quotidiana grazie allo sviluppo di funzionalità come il GPS, reti ultra veloci (4G) e semplici metodi di pagamento. L’m-commerce è già piuttosto affermato in paesi come gli Stati Uniti e Giappone, e molti rivenditori online, come Amazon o CVS, hanno lanciato siti m-commerce appositi che permettono l’acquisto di prodotti tramite smartphone.

Come si evince da quanto sopra descritto, esistono diverse tipologie di e-commerce che coinvolgono diversi soggetti, ed ognuna di queste categorie affronta problematiche differenti. Di conseguenza diventa importante identificare la categoria della quale si vuol far parte (possono essere anche più di una), stabilire il proprio business model, per poi avere una chiara visione degli obiettivi aziendali e poter risolvere i problemi che si manifesteranno durante il percorso.



Schema riassuntivo tipologie e-commerce

1.2 Tipologie di business model

Il modo in cui un'azienda struttura il suo business, e quindi come l'azienda crea, distribuisce e raccoglie valore, si definisce modello di business.

Con questa espressione si riassumono tutti gli aspetti fondamentali dell'azienda: dalla struttura organizzativa alle pratiche commerciali, dagli obiettivi della stessa alle politiche di produzione e offerta, dalla collocazione nel settore alla strategia di business. Come accennato in precedenza l'arrivo di internet, assieme alla continua evoluzione della tecnologia, ha stravolto la value chain tradizionale. Di conseguenza anche i business model si sono evoluti ed è possibile declinare i vari modelli in diverse tipologie, tenendo sempre presente che un'azienda e-commerce può focalizzarsi su un preciso modello o unirne più di uno. Distinguiamo quindi i principali business model adottati nel commercio elettronico, sia di beni materiali che di beni immateriali (servizi, software, video e musica per esempio).

E-tail (vendita a catalogo)

È il modello più classico di business del commercio online, in cui un'azienda espone i propri prodotti e servizi online ad un prezzo fisso. Esistono diverse varianti di questo modello: vendita a catalogo per produttore, in cui vengono venduti unicamente i propri prodotti (quindi con la medesima marca); vendita a catalogo per produttore just in time, dove le aziende non hanno scorte di magazzino ma producono solamente a seguito di ordinazioni; vendita per un rivenditore in cui l'azienda vende online beni acquistati da terzi e di marche differenti. (esempio Mediashopping.it)

Online auction (Aste)

Il venditore mette all'asta uno o più beni per un periodo di tempo definito, al termine del quale l'utente che avrà fatto l'offerta migliore si aggiudicherà il bene. Anche qui è possibile eseguire un'ulteriore distinzione fra aste a rialzo in cui ogni offerta deve essere maggiore della precedente (es ebay) e aste a ribasso, dove il meccanismo è il contrario di quello visto in precedenza.

Subscription (in abbonamento)

L'azienda con questo modello mette a disposizione dell'utente il bene ad un prezzo più basso rispetto al suo reale valore, in quanto il pagamento del prodotto avviene ciclicamente a scadenze stabilite e non con una maxi rata iniziale. L'impresa riesce così ad aumentare le vendite in quanto rende accessibile ad un pubblico più ampio determinati prodotti o servizi. Fondamentale

in questo business model è avere a disposizione un metodo di pagamento con addebito automatico ricorrente (paypal) e soprattutto offrire un servizio di prova gratuito.

Advertising model- (siti di pubblicità)

Propone un'estensione del modello di trasmissione tradizionale (TV, radio). Il sito web emittente possiede diversi strumenti per dare maggiore visibilità all'azienda e al proprio marchio: motori di ricerca, banner e annunci pubblicitari, registrazione degli utenti e collegamento ad altri siti. Il fatturato è generato dalla vendita di banner e spazi pubblicitari online, in relazione al numero di visitatori del sito. Naturalmente perché tale modello risulti efficace è necessario che il volume di traffico degli user sia grande e specializzato.

1.3 KPI

In questa sezione si introducono i concetti di web analytics e di KPI, descrivendone i più importanti relativamente agli e-commerce. Questi poi saranno dei validi elementi di supporto per migliorare la precisione e la qualità delle valutazioni offerte dai metodi valutativi esposti nel prossimo capitolo.

“Web Analytics is the measurement, collection, analysis and reporting of internet data for the purposes of understanding and optimizing Web usage”. (The official WAA Definition)

La web analytics è quindi un procedimento che utilizza diverse metriche per analizzare e monitorare le informazioni dell'impresa derivanti da internet. Tramite queste informazioni, la maggior parte delle quali coincidono con i comportamenti degli utenti relativamente al sito web, è possibile capire le prestazioni dell'impresa, studiare l'user-experience e analizzare l'efficacia del sito web nel raggiungere gli obiettivi di business.

Importante è quindi focalizzarsi su alcune metriche specifiche che siano indicatori chiave che meglio si prestano a rappresentare e sintetizzare il business on-line in relazione ai clienti. Tali metriche si definiscono Key Performance Indicators (KPI) e sono appunto degli indicatori sintetici che misurano le performance aziendali in relazione agli obiettivi.

Le prime due metriche da considerare sono: il numero di visite e visitatori unici.

La prima conta il numero di utenti che entrano sul sito e navigano all'interno. Questi sono utenti che creano la così detta “sessione”, che coincide con il tempo trascorso dal momento in cui entrano nella prima pagina al momento in cui chiudono l'ultima pagina aperta del sito.

La seconda conta il numero di persone che aprono la prima pagina del sito e che quindi danno origine ad un cookie unico per la persona e soprattutto il browser. Questi cookies restano memorizzati sul browser anche dopo l'abbandono del sito, e ogni volta, che tramite quel browser si entrerà nel sito, l'ID del cookie riconoscerà che il browser è ritornato. Sostanzialmente la metrica calcola la somma di tutti gli ID dei cookies che vi sono in un determinato periodo di tempo. Un problema che si presenta è la duplicazione dei visitatori unici, in quanto il sistema conta più volte la visita ripetuta di un unico visitatore. L'ideale sarebbe quindi considerare periodi brevi come un giorno, una settimana o un mese.

Come è facile intuire dalla precedente definizione, ci sono moltissimi KPI e ognuno di essi può risultare più o meno idoneo alla tipologia di e-commerce o di sito web preso in considerazione. Tenendo a mente la distinzione tra visite e visitatori unici si possono individuare alcuni fra i più importanti KPI, comuni a tutte le imprese che operano nell'e-commerce e che fanno parte delle metriche usate nella web analytics.

Un primo KPI è il *"time on page"*, che esprime il tempo passato dal visitatore sulla pagina o sul sito, definendone quindi il tempo di sessione. Un valore elevato di questo indicatore può essere segno di una grande attrattività del sito oppure di un'eccessiva complessità del sistema. Il tasso di conversione (conversion rate) è definito come il rapporto tra risultati (creazione di ordini) e visitatori unici o visite a seconda di ciò che si vuole calcolare. Esso mostra la capacità dell'e-commerce di trasformare un semplice visitatore in un cliente che crea valore. Tanti possono visitare il sito ma non tutti comprano.

Tasso di rimbalzo (bounce rate) calcola la percentuale di visitatori che visitano una sola pagina e poi escono dal sito. Ovviamente più è basso questo valore più il sito e-commerce è efficiente. Un altro importante KPI è il valore medio delle visite e si ottiene dal rapporto fra ricavi totali e numero di visitatori del sito. È importante nel determinare la qualità del "traffico" dell'azienda e assieme al tasso di conversione mostrano l'efficacia di essa.

Oltre a quelli appena descritti ne esistono molti di KPI e nel citarne alcuni si possono trovare:

- step completion rate, che mostra quanti visitatori trovano ciò che cercano ed effettuano l'acquisto;
- customer loyalty, mostra la fedeltà del cliente;
- returning customer orders simile al Customer loyalty, che mostra quanti acquisti son stati fatti da un precedente cliente.

Dopo aver visto le principali tipologie di e-commerce e di business model ad esse correlati si analizzano gli aspetti economico finanziari con l'obiettivo finale di comprendere quali siano i migliori metodi applicabili per la valutazione di queste imprese.

Capitolo 2. La valutazione degli e-commerce

2.1 Cenni di valutazione aziendale (evoluzione)

La valutazione d'azienda è un processo che consiste nel determinare, con l'uso di differenti metodologie, il valore del capitale economico dell'impresa in un dato momento. Tale processo è tutt'altro che semplice. È necessario infatti individuare i diversi drivers del valore dell'impresa, la quale è costituita da molteplici elementi: personale, beni immateriali (conoscenza, competenze, marchi, clienti, brevetti) e materiali (impianti, terreni, fabbricati). Alcuni di questi possono essere di difficile quantificazione e il compito del valutatore è proprio quello di generare un valore monetario che sia il più oggettivo possibile e rispecchi pienamente le prospettive future dell'azienda.

Da queste ultime considerazioni si deduce che le stime variano a seconda del perito stimatore e la "robustezza" di questi valori deriva dal rispetto in fase di valutazione di alcuni principi e regole comuni. Proprio per questo motivo molti organismi stanno promuovendo, sia a livello internazionale che nazionale, degli standards valutativi accrescendo la credibilità delle valutazioni (basti pensare alla nascita dell'OIV che ha emanato i PIV, Principi italiani di valutazione, in vigore dal 01/01/2016).

Per quanto riguarda le metodologie utilizzate per la valutazione, possiamo distinguere due principali approcci: diretto e indiretto. L'approccio diretto prevede l'utilizzo di valori di mercato e l'applicazione di determinati metodi: metodi basati sui prezzi di borsa, metodi dei multipli e metodo delle operazioni comparabili. Per quanto riguarda l'approccio indiretto invece, viene effettuata una valutazione delle condizioni di produzione presenti in azienda in un determinato momento, e si possono individuare tre principali categorie di metodi: metodi basati sui flussi reddituali/finanziari, metodi patrimoniali e metodi misti. In base alla tipologia d'azienda si potrà quindi utilizzare una metodica differente, che riesca a cogliere tutti i value

drivers dell'azienda (o se non altro il più possibile) ed elaborare un giusto valore del capitale economico.

Le motivazioni per cui le aziende e-commerce possono essere sottoposte ad una valutazione hanno natura differente: per un'acquisizione, per un finanziamento da private equity o da venture capital, per una cessione di un asset, per un aumento di capitale o infine per la quotazione in borsa.

Nell'eseguire stime attendibili di queste aziende, i periti vanno incontro a non poche difficoltà generate principalmente dalla particolare configurazione che assume la value chain.

Come accennato nella parte introduttiva con la diffusione di internet, molte aziende, sia già affermate che emergenti, hanno rivisto il loro modo di creare valore utilizzando nuovi mezzi (informazioni, brand); ma soprattutto hanno capovolto il loro diagramma aziendale dando la massima importanza ai clienti e non più ai manager e all'alta direzione. Le strutture consolidate di queste organizzazioni, basate sulla gerarchia e sul controllo delle informazioni, vengono sostituite da nuove forme di hyperpartnering, ovvero l'apertura dei propri modelli e processi di business ai clienti e ai fornitori in tempo reale. Le organizzazioni diventano piatte e a rete, cambiando continuamente forma e direzione. Si diffondono i nuovi e-marketplace, o marketSPACE, che creano mercati illimitati che minano il rapporto con il cliente e la fedeltà al marchio. In questo contesto l'impresa per generare valore dovrà possedere una sua forza differenziata che le permetta di interagire con la rete del valore stessa, e che le consenta di appropriarsi di una parte di questo valore aggiunto. Disintegrazione verticale e geografica della catena creano una configurazione del mercato on-line con un business model basato su relazioni tra i soggetti di tipo continuativo e ripetitivo, che sono base per la creazione di reti di relazioni. Si possono quindi formare: reti monocentriche o policentriche.

Nelle prime, vi è un'un'impresa leader che coordina tutte le attività lungo la filiera (esempio Amazon.com), mentre nelle seconde ogni impresa costituisce una unità di competenze distinte alla quale possono accedere gli altri partecipanti alla rete, e viceversa (esempio l'accordo tra Netscape e Federal Express).

Giunti a questo punto, possiamo esaminare alcuni fra i più importanti value driver delle aziende e-commerce; utili poi a fini valutativi.

Primo fra tutti troviamo il marchio (il brand). Esso risulta essere un elemento chiave di differenziazione e di valutazione di una azienda, in quanto è proprio grazie alla sua forza e alla sua "salute" (monitorata con tecniche quali brand audit e studi di brand tracking) che si crea una eccellente online reputation, la base per il successo aziendale. Grazie ad essa infatti si possono definire i principali obiettivi di un marchio: veicolare i valori e gli asset aziendali, definire e presentare la propria strategia competitiva e infine proporre un fattore di

differenziazione della propria offerta che la renda diversa da quella della concorrenza. Tra il marchio di un'azienda e-commerce ed una tradizionale emerge una sostanziale differenza, ovvero la velocità con cui esso si valuta o si svaluta. Basti pensare a ciò che è riportato dall'annuale classifica del best global brand 2018 (ente che si occupa della misurazione del valore dei marchi a livello mondiale), in cui si evidenzia come il valore del brand di Amazon.com (valore di 100,764 milioni\$) sia aumentato rispetto al 2017 del +56% rispetto a Coca Cola (-5%) o McDonald's (+5%).

Un secondo driver è il livello di fidelizzazione della clientela (Customer base), che considera la capacità dell'azienda di "trattenere" i clienti. Utili per misurare questo parametro possono essere alcuni indicatori quali: la misurazione del tasso di abbandono, il Customer Retention Rate (CRR) e la speranza di vita commerciale (CVS). Inoltre ogni cliente avrà una profittabilità diversa e genererà dei flussi (di cassa o di ricavi) differenti. Ecco allora che nasce il concetto di CLV o Customer Lifetime Value, che misura appunto il valore attuale netto dei flussi futuri, i quali verranno poi attualizzati con le modalità ordinarie di attualizzazione finanziaria e si otterrà come misura finale il Net Present Customer Lifetime Value (NPCLV). Il valore così ottenuto, sommato alle opportunità di crescita e di sviluppo del cliente, comporrà il valore della customer equity, dove i clienti sono "asset in place".

Un ultimo grande parametro che stabilisce il valore dell'e-commerce è la gamma, nonché l'innovatività, dei prodotti offerti. Infatti un e-commerce che possiede prodotti unici ed innovativi (private label) avrà un vantaggio competitivo rispetto alla concorrenza, perché potrà accaparrarsi nicchie di clienti. Ciononostante per avere una valutazione più elevata è opportuno che l'azienda possieda anche un'ampia gamma di prodotti e referenze. Un esempio può essere Amazon.com che possiede kindle come prodotto unico e brevettato e una vastità di prodotti adatta a tutti come ampia gamma di referenze.

Definiti i modelli di business, la nuova catena/rete del valore e i value drivers dell'e-commerce, si procede nel prossimo paragrafo all'analisi dei problemi valutativi che emergono dall'utilizzo dei più tradizionali metodi di valutazione.

2.2 I problemi valutativi degli e-commerce, con riferimento particolare ai metodi patrimoniale e reddituale.

Nella valutazione di un'impresa e-commerce, le classiche metodologie valutative utilizzate per le meno recenti aziende "brick and mortar" non riescono a "catturare" a pieno il loro valore. Come detto nel paragrafo precedente infatti, con il cambiamento della value chain e dei diversi

business model, l'economia si basa sempre più sull'informazione, la conoscenza, i servizi e la tecnologia. Una diretta conseguenza di questa evoluzione sono gli investimenti, i quali si spostano sempre più sugli "intangibile". Di conseguenza, così come per le imprese tradizionali, per eseguire una corretta valutazione sono necessari alcuni aggiornamenti che prevedono la riduzione dell'utilizzo delle mere formule finanziarie e l'adozione di nuovi indicatori "valutativi" quali l'analisi delle capacità, dei mercati e delle strategie dell'impresa. Per gli e-commerce però, bisogna anche considerare le caratteristiche delle componenti del principale strumento di business dell'azienda: il sito web. Si valuteranno quindi, con appositi valutatori, le componenti principali come: la velocità di caricamento delle pagine, la presenza del menù di ricerca, la data dell'ultimo aggiornamento, ecc. Assieme ad essi si possono anche utilizzare come strumento di supporto i KPI descritti nel capitolo primo. Sostanzialmente occorre conoscere l'impresa, il mondo in cui opera e soprattutto il suo business model ed il suo sito web. Solo dopo aver svolto un'attenta analisi di questi elementi sarà possibile stabilire quali siano l'approccio, il metodo e i parametri più idonei. Se si considerano per esempio gli utili e i flussi di cassa di breve periodo, si creano problemi speculativi o di errata previsione delle performance. Infatti i flussi di cassa a breve termine sono piccoli e molte volte negativi e per la creazione del valore è necessario trascorrano molti anni. L'attenzione quindi, si sposta verso nuovi fattori critici di successo come ad esempio le opportunità di crescita e la capacità da parte dell'azienda, di reagire al cambiamento.

Sulla base di questi elementi si analizzano alcuni fra i principali metodi di valutazione evidenziando poi lacune rispetto al loro utilizzo nel contesto di riferimento.

2.2.1 Il metodo patrimoniale

Il metodo di valutazione patrimoniale è uno dei primi metodi sviluppati per la valutazione aziendale ed è sicuramente quello meno idoneo alla valutazione di una e-commerce company. Esso prevede infatti, di esprimere il valore dell'azienda in funzione del suo patrimonio, ossia analizza i valori degli elementi presenti nell'attivo e nel passivo patrimoniale e dalla loro differenza ne emerge l'entità del patrimonio netto. Questo risulta essere un problema per le imprese qui trattate, in quanto molti fra i parametri che creano valore e un forte vantaggio competitivo (caratteristiche sito web, indicatori della clientela, ecc) non vengono presi in considerazione.

Tornando all'applicazione del metodo, gli elementi presi in considerazione sono quelli iscritti nell'ultimo bilancio e devono essere distintamente valutati al valore corrente, in base alla loro tipologia (macchinari, immobili, beni immateriali, debiti), con diversi criteri. Tenendo presente che non si adotta il principio di prudenza, tali criteri vengono classificati su base temporale in due categorie: capitalizzazione a valori passati, che comprende l'utilizzo del costo storico aggiornato, costo di riproduzione e costo di sostituzione; e attualizzazione dei valori futuri che comprende l'utilizzo del valore di mercato e il valore d'uso. In base ai criteri qui citati, è quindi possibile valutare un immobile o un macchinario utilizzando una metodica di mercato, che prevede il confronto con il valore di altri beni simili scambiati nel mercato; una metodica dei flussi di risultato, che considera i ricavi futuri (canoni di locazione attualizzati, rendimenti produttivi); oppure si può utilizzare una metodica del costo in cui si stimano i costi di ricostruzione dell'immobile o i costi di sostituzione nel caso di un macchinario. Per quanto riguarda la stima dei beni nell'attivo destinati allo scambio si può considerare il valore di presumibile realizzo mentre per quegli elementi che compongono il passivo si usa il criterio del Valore di presunta estinzione. Dopo aver eseguito tutte le singole valutazioni è necessario verificare se i valori ottenuti corrispondano effettivamente ai valori contabili. In caso contrario bisogna procedere con le opportune rettifiche, in modo da prendere in considerazione unicamente il valore corrente del bene. Solamente al termine di questo processo è possibile eseguire la differenza fra attivo e passivo, ottenendo il valore corrente del capitale netto. Il valore così ottenuto risulta essere l'investimento necessario da parte di un qualsiasi soggetto per avviare una nuova impresa che presenti la medesima struttura patrimoniale di quella oggetto di composizione. Il metodo patrimoniale può essere suddiviso in due tipologie:

- patrimoniale semplice: se nella valutazione si prendono in considerazione soltanto gli elementi iscritti a bilancio, ovvero il passivo, la liquidità, i crediti, i beni materiali ed eventualmente i beni immateriali. Tale metodo è più semplice e meno rigoroso rispetto alla seconda tipologia ed è anche quello più diffuso. La formula utilizzata è:

$$W = P + (R - I)$$

Dove:

W= valore aziendale

P = patrimonio netto contabile

R = rettifiche al PNC

I = effetto fiscale delle rettifiche

- **Complesso:** se nella valutazione si includono anche i valori dei beni intangibili non iscritti a bilancio: marchi, know-how di vario genere, etc. Questa ultima tipologia riduce il gap tra il valore effettivo (che si otterrebbe con metodi differenti) di mercato dell'impresa e-commerce ed il valore ottenuto dall'applicazione del metodo, ma non lo elimina. La formula utilizzata è:

$$W = P + (R - I) VI$$

Dove la variabile VI significa:

VI = valore degli intangibili non iscritti a bilancio

Il metodo di valutazione patrimoniale, sia esso semplice o complesso, risulta essere più oggettivo rispetto ad altri metodi, in quanto necessita di minori ipotesi e competenze soggettive per la valutazione. Inoltre il risultato è molto meno incerto perché non si procede a valutazioni di flussi di reddito o di cassa. Proprio per quest'ultimo motivo tale metodo risulta più adatto ad aziende con forte patrimonializzazione, aventi cioè un elevato ammontare di attività fisse. Se si considerano invece gli e-commerce, nonostante l'utilizzo del metodo patrimoniale complesso, si riscontrano ugualmente dei limiti nel cogliere il valore di talune immobilizzazioni e soprattutto delle sinergie che tra esse si vengono a creare.

2.2.2 Il metodo di valutazione reddituale

Un secondo metodo di difficile applicazione alla tipologia di imprese in questione è il metodo reddituale.

Esso rientra nella categoria dei "metodi dei flussi" e determina il valore del capitale economico dell'azienda eseguendo una somma di tutti i flussi di reddito futuri, attualizzati al momento della valutazione. Tali flussi sono degli importanti indicatori delle performance aziendali e sono legati ai risultati della gestione, a differenza dei flussi di cassa che, come vedremo nei prossimi paragrafi esprimono la liquidità liberata.

Molte volte però, negli e-commerce, i flussi di reddito sono di difficile quantificazione perché troppo volatili e negativi e questo potrebbe portare ad una valutazione negativa dell'azienda.

Il reddito considerato in questo metodo non si riferisce al reddito contabile bensì a quello normalizzato, che viene quantificato considerando il reddito realizzabile in condizioni normali di mercato omettendo gli accadimenti eccezionali o estranei alla gestione. Il metodo reddituale può essere applicato seguendo due prospettive: una equity side, tradizionalmente quella più

utilizzata; ed una asset side, in cui si calcola il valore attuale dei risultati economici al lordo degli oneri finanziari, ottenendo il c.d. enterprise value, dal quale, sottraendo le passività finanziarie, si ricava il valore dell'azienda. Ecco dunque che si possono applicare diverse formule per il calcolo del valore aziendale, ma la formula generale da utilizzare per questo metodo è:

$$W = R a_{n|i}$$

dove:

W = valore dell'azienda

R = reddito medio prospettico normalizzato

n = orizzonte temporale considerato

i = tasso di attualizzazione

Vi possono essere due variabili a tale formula:

- Se considerassimo i redditi attesi anno per anno, tenendo presente l'evoluzione temporale la formula sarebbe:

$$W = \frac{R1}{(1+i)} + \frac{R2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{Rn}{(1+i)^n}$$

- Se invece si volesse considerare un arco di tempo infinito la formula diventerebbe semplicemente:

$$W = R/i$$

Un'importante considerazione va fatta sull'individuazione del valore del fattore di attualizzazione da considerare. Esso deve rispecchiare il grado di incertezza della stabilità dei flussi attesi, la prospettiva di valutazione prescelta e il rischio presente nell'investimento nell'impresa oggetto della valutazione rispetto a investimenti alternativi a parità di rischio minimo. In una valutazione equity side il tasso di attualizzazione/capitalizzazione corrisponde al cost of equity (Ke) mentre in una valutazione asset side corrisponde al weighted average cost of capital (WACC).

Questa metodologia è adatta in aziende in cui gli elementi patrimoniali hanno scarsa importanza e soprattutto è possibile costruire previsioni attendibili sui flussi di reddito futuri. Nel caso di aziende e-commerce questi flussi determinabili, come scritto in precedenza, sono di difficile quantificazione. Inoltre una bella fetta dei ricavi di queste tipologie d'azienda deriva da attività

facenti parte la gestione accessoria e con tale metodo verrebbero eliminati nel conteggio dei flussi di reddito (causa normalizzazione del reddito).

Risulta quindi evidente che nella stima del valore d'azienda il perito riscontra diverse difficoltà nell'ottenere valori attendibili e precisi.

È necessario quindi utilizzare dei metodi adatti alla tipologia di azienda in questione, anche se questi non eliminano del tutto le variabili di incertezza e imprecisione.

2.3 Ricerca dei metodi appropriati.

Premettendo che non esiste un corretto ed unico valore stimabile del capitale economico aziendale, in quanto esso dipende sia dai metodi utilizzati ma anche dal motivo e dalla parte richiedente la perizia, si descrivono in questo paragrafo alcuni fra i metodi più appropriati e maggiormente utilizzati nella valutazione di un e-commerce.

Secondo uno studio condotto dalla Casaleggio Associati nel 2019, a seguito di un'intervista di circa settanta aziende e-commerce, è emerso che quattro aziende su dieci dichiarano di aver calcolato il valore dell'azienda.

Fra i metodi con maggior apprezzamento troviamo il metodo finanziario, con l'attualizzazione dei flussi futuri e il metodo dei moltiplicatori con particolare riferimento al moltiplicatore dell'EBITDA e del fatturato.

2.3.1 Il metodo finanziario

Così come per il metodo reddituale anche il finanziario adotta un approccio basato sui flussi e quindi esprime il convincimento che un'impresa vale in base ai risultati economici che sarà in grado di generare in futuro.

In particolare, con l'applicazione dei metodi finanziari, è possibile calcolare il valore economico dell'azienda attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa generati da essa. Per tale metodo vi sono due varianti che si differenziano per i criteri utilizzati: quelli Asset side, basati sui cash flow operativi (FCFO) e quelli equity side basati sui free cash flow to equity (FCFE). Come vedremo nel proseguo del paragrafo le due varianti presentano formule simili ma differenti. In relazione alla prima variante infatti, con i metodi Unlevered Discounted Cash Flow, è possibile stimare il valore degli asset dell'impresa e quindi il suo capitale operativo, che comprende i flussi di cassa operativi al lordo degli oneri finanziari. Con la seconda variante

invece si ottiene direttamente il valore del patrimonio netto. Quest'ultima è detta anche "metodologia forward looking" in quanto un modello di valutazione basato sugli FCFE considera la dimensione strategica dell'impresa e per le imprese e-commerce questo è estremamente rilevante in quanto il loro valore è strettamente correlato alle prospettive di crescita futura. Un'ulteriore differenza la troviamo nel tasso di attualizzazione, che coincide con il WACC se si utilizzano criteri asset side e con il Ke (costo del debito) se si utilizzano criteri equity side.

In generale, indipendentemente dai criteri presi in considerazione, la formula da applicare è la seguente:

$$W = \sum_{t=0}^T \frac{Ft}{(1+k)^t}$$

Dove:

- W=valore del capitale;
- Ft=flusso di cassa del periodo t;
- k=saggio di attualizzazione dei flussi di cassa;
- T=durata dell'impresa.

I metodi finanziari però, si possono suddividere in tre famiglie e per ognuna di esse sono previste diverse formule.

La prima famiglia comprende i metodi finanziari analitici in cui si prevedono i flussi di cassa anno per anno fino al termine della durata dell'impresa. È facile intuire che questa metodologia è adatta ad aziende con vita definita, come ad esempio aziende che vedono la propria vita limitata da concessioni.

Quindi è possibile distinguere le due formule applicabili:

ASSET SIDE

$$\sum_{t=0}^T \frac{FCFO_t}{(1+WACC)^t}$$

EQUITY SIDE

$$W_{equity} = \sum_{t=0}^T \frac{FCFE_t}{(1+K_e)^t}$$

$W_{asset} =$

Dove:

- W_{asset} =valore del capitale operativo;
- $FCFO_t$ =flusso di cassa operativo in ciascun periodo t-iesimo;
- WACC=costo medio ponderato del capitale;
- W_{equity} =valore del patrimonio netto;
- $FCFE_t$ =flusso netto di cassa per gli azionisti in ogni periodo t-iesimo;

- K_e = costo del capitale di rischio;
- T = durata del periodo di previsione.

In entrambi i casi sarà poi necessario, al termine dell'orizzonte temporale previsto, calcolare il flusso derivante dalla liquidazione delle attività dell'impresa.

La seconda famiglia comprende il metodo finanziario sintetico in cui si assume che l'impresa mantenga un regime del flusso monetario costante e perpetuo, chiamato steady state.

Le formule sono:

ASSET SIDE

$$W_{asset} = \frac{FCFO}{(WACC)}$$

EQUITY SIDE

$$W_{equity} = \frac{FCFE}{K_e}$$

Per le imprese in crescita, è inoltre possibile aggiungere a tali formule un tasso di crescita g che andrà a ridurre il tasso di attualizzazione.

Le due nuove formule saranno quindi:

ASSET SIDE

$$W_{asset} = \frac{FCFO}{(WACC - g)}$$

EQUITY SIDE

$$W_{equity} = \frac{FCFE}{K_e - g}$$

Nel caso di aziende e-commerce, e di aziende high-tech in generale, questi metodi sono di difficile applicazione in quanto il reddito, gli investimenti e i costi, sono di più difficile quantificazione. Inoltre la crescita non è costante e prevede il passaggio in diversi stadi, di conseguenza vi sono metodi più adatti con formule più complesse (es metodo a tre stadi) che verranno analizzati in seguito.

Nella terza ed ultima famiglia, vi sono i metodi finanziari analitici con terminal value. Con l'applicazione di tale metodo il valore è la risultante fra il valore del capitale (ottenuto dalla somma dei flussi attualizzati durante il periodo preso in considerazione) e il terminal value. Quest'ultimo si riferisce al valore risultante dall'attualizzazione dei flussi dopo il periodo di previsione analitica e può essere stimato mediante l'applicazione delle metodologie di valutazione sintetica in cui è presente il tasso di crescita g che considera oltre al tasso di crescita del settore, anche il fatto di essere un first mover ed avere un notevole vantaggio competitivo. La fine del periodo di estensione da considerare nella valutazione analitica coincide con il momento in cui l'impresa passa da un periodo di squilibrio della produzione dei flussi di cassa ad una capacità medio-normale.

Se per le imprese tradizionali, applicando questo metodo, il calcolo del terminal value pesa per circa il 70% sul valore aziendale, per gli e-commerce tale valore a volte pesa per più del 100% nella stima finale. Questo perché i flussi di cassa considerati “nell’intervallo analitico” sono negativi e il terminal value deve compensare tale riduzione di valore. Pertanto risulta che anche tale metodo, dove i flussi di cassa previsti si basano su margini e investimenti di capitali, è inidoneo al calcolo del valore di un’azienda e-commerce.

Per comprendere appieno il valore del fenomeno complesso quali sono le aziende e-commerce, dobbiamo allora considerare altri fattori nel calcolo dei flussi di cassa.

Anzitutto bisogna svolgere delle analisi preliminari dei value driver dell’azienda. Come scritto nei capitoli precedenti, per ottenere una stima affidabile dell’impresa è necessario conoscere i nuovi modelli di business, l’ambiente in cui opera, i concorrenti, i driver del valore, le performance ottenute (vedi KPI) e i fattori che possono influenzarli. L’ambiente competitivo è invece altamente dinamico e innovativo e le aree di business non hanno confini ben definiti.

Successivamente a questa analisi, è necessario spostare l’attenzione verso “l’interno” dell’azienda in modo tale da valutare le alternative strategiche dell’impresa.

In un’impresa gli FCFO sono la somma algebrica fra il cash earning, flussi netti che l’impresa genera sotto forma di reddito operativo al netto delle tasse, e cash investment, flussi netti derivanti dagli investimenti nei fixed asset. Comprendere come questi flussi, siano essi positivi o negativi, vengano generati è importante per la valutazione. Un’azienda tradizionale infatti genera FCFO negativi nella fase di start up a causa degli ingenti investimenti materiali per avviare l’attività e scarsa redditività, successivamente grazie allo sviluppo del business gli FCFO diventano positivi perché i cash earning superano i cash investment. Un e-commerce invece nella fase di start up effettua investimenti in immobilizzazioni materiali di piccola entità, mentre gli investimenti in tecnologia e le spese in marketing e ricerca e sviluppo risultano essere elevatissime. Nella fase di crescita le spese in fixed asset continuano ad essere di bassa rilevanza mentre l’aumento dei ricavi non compensa ancora i notevoli costi effettuati in pubblicità e sviluppo. Nella fase di maturità ci sarà un “boom” del numero di utenti, di visualizzazioni o di visite che porteranno il cash earning ad un livello positivo e ad un FCFO anch’esso positivo, nonostante i continui investimenti in marketing e in nuova tecnologia.

Tenendo conto di tutte queste variabili interne ed esterne possiamo ora esporre due metodi finanziari in grado di “adattarsi” agli e-commerce.

Il primo è il metodo a tre stadi, il quale utilizza gli FCFE in un approccio equity side ideale per aziende con poca leva finanziaria. Tale modello suppone che l’azienda attraversi tre distinte fasi, con diversi livelli di crescita. Una prima fase in cui vi sarà il “boom” di sviluppo, una seconda in cui la crescita è elevata e il suo tasso declina, ed infine la terza ed ultima fase in cui

l'impresa raggiunge una sua stabilità. In questo modo si riesce a scomporre il periodo di crescita vertiginoso che affrontano le aziende e-commerce (spesso con tassi a doppia cifra) dalla fase in cui il vantaggio competitivo comincia a diminuire.

La formula che descrive tale modello è:

$$W_{equity} = \sum_{t=1}^{n_1} \frac{FCFE_t}{(1 + K_e)^t} + \sum_{t=n_1+1}^{n_2} \frac{FCFE_t}{(1 + K_e)^t} + \frac{FCFE_{n_2+1}}{(K_e - g_n)} \frac{1}{(1 + K_e)^t}$$

Dove:

$FCFE_t$ =flusso di cassa disponibile per l'azionista nell'anno t

K_e =costo del capitale proprio

n_1 =fine periodo crescita rapida

n_2 =fine periodo transazione

g_n =tasso di crescita permanente

L'ultimo elemento sopraelencato è di cruciale importanza all'interno del modello. Esso infatti indica il tasso di crescita perpetua dell'azienda e deve essere minore sia del K_e , perché con un K_e minore di g ed un $FCFE$ positivo avremmo un terminal value negativo, che del tasso di crescita del settore, in quanto l'azienda diventerebbe più grande dell'economia stessa.

Un ulteriore modello per la valutazione delle aziende e-commerce, è stato sviluppato dalla McKinsey. Viene chiamato metodo finanziario "modificato" e prevede di eliminare l'incertezza in un processo scomposto in tre fasi:

1. Utilizzare tecniche analitiche per stimare le performance future e per capire i value driver della azienda;
2. Suddividere il possibile scenario e ponderare le alternative;
3. Partire da un punto nel futuro e andare a ritroso.

Bisogna quindi partire dal futuro, periodo in cui l'azienda sarà in una situazione stabile e con non troppo elevati tassi di crescita e poi ridisegnare lo sviluppo aziendale fino all'attuale performance. Con questo modello si cerca di eliminare l'incertezza costruendo tre possibili scenari riguardanti il futuro dell'azienda. Il primo è quello ottimista in cui l'azienda diventerà leader del mercato, il secondo, totalmente pessimista in cui l'impresa non sarà in grado di realizzare margini sufficienti e fallirà ed infine uno intermedio in cui l'impresa rimarrà nel mercato ma non ne diventerà leader. Per ognuno di questi scenari, dopo aver determinato il

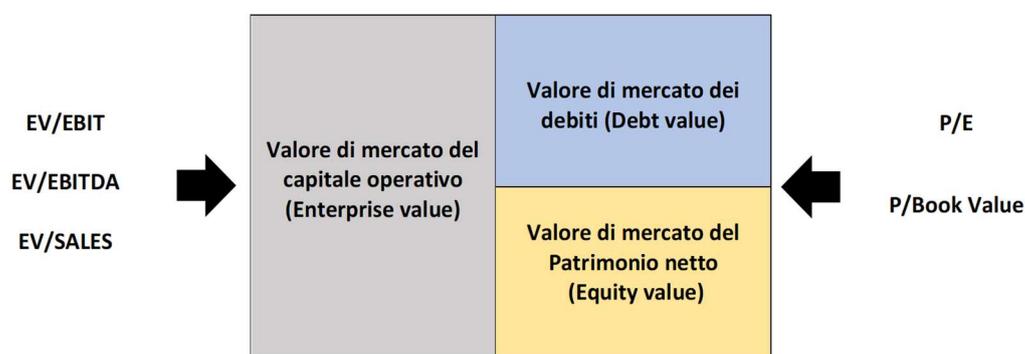
possibile cash flow, si effettuerà un'operazione di ponderazione assegnando una probabilità di realizzazione. Dalla somma delle ponderazioni moltiplicati per il cash flow relativo si otterrà il valore di mercato probabile per l'impresa.

2.5.2 Il metodo dei multipli.

Un ulteriore metodo di valutazione per le aziende e-commerce è il metodo dei multipli. Esso si basa sull'assunto che i prezzi di mercato rappresentino un'ottima approssimazione del valore dell'impresa e proprio per la semplicità di tale concetto risulta essere la metodologia più utilizzata nella pratica.

Un concetto importante e alla base di questo metodo è il multiplo. Esso è un rapporto che può avere come numeratore l'enterprise value o il valore del capitale azionario e come denominatore una variabile che sia in grado di sintetizzare la capacità di un'azienda di produrre ricchezza (vendite, ebitda, ebit, utile). Nel caso degli e-commerce è possibile aggiungere altre grandezze al denominatore, come ad esempio il numero di sottoscrittori, n° di clienti o n° di visitatori.

Essi si distinguono principalmente in due tipologie: i multipli di mercato che si riconducono ai valori borsistici e a grandezze economico-patrimoniali di una società, e i multipli di transazioni comparabili che esprimono il rapporto tra valori impliciti in un'operazione di acquisizione e le medesime grandezze economico-patrimoniali citate in precedenza. Da un punto di vista temporale possiamo inoltre suddividere i multipli in base alla natura dei risultati da utilizzare nel calcolo in: trailing, che comprendono la sommatoria dei dati degli ultimi quattro trimestri, storico che comprendono il dato presentato nell'ultimo bilancio annuale pubblicato e leading comprensivo di un dato prospettico. È utile poi distinguere fra multipli basati sul prezzo (P), che si riferiscono al valore del capitale proprio di rischio, mettendo appunto in relazione il capitale proprio e il value driver individuato (ottica equity side); e multipli basati sull'enterprise value che esplicitano il valore dell'impresa specificando sia il capitale di rischio che i debiti finanziari accesi (ottica asset side). Nel caso degli e-commerce questa differenza non è sempre rilevante, in quanto la struttura finanziaria è quasi totalmente determinata da capitale di rischio. Perciò si possono utilizzare entrambi i numeratori senza incappare in grossi errori di stima.



Suddivisione multipli

Avendo ben chiaro ora le diverse tipologie di multipli, è possibile condurre un'analisi delle fasi in cui si divide il processo di determinazione del valore.

Nell'approccio di mercato, utilizzando quindi i multipli di borsa, lo schema di applicazione si compone di tre fasi principali: scelta delle società comparabili (individuazione del campione), scelta e calcolo dei multipli significativi del gruppo di società selezionato, calcolo dei multipli sulle società oggetto di valutazione.

La prima fase, quella più delicata, ha come fine ultimo quello di creare un campione omogeneo rispetto alla società da valutare. Omogeneo è da intendersi come campione di società con una certa somiglianza in diversi fattori, quali: dimensione e redditività aziendale, settore di appartenenza, mix di prodotti, composizione azionario e nel caso di e-commerce anche il numero di impression e la quota di utenti attivi sul totale dei registrati. Dopo aver definito gli strumenti di ricerca, che possono essere i bilanci, i rapporti di analisti finanziari o dati ottenuti da società specializzate, si procede alla determinazione del campione compiendo un'analisi su tre livelli.

Il primo, un confronto infra-settoriale a livello domestico, consiste nella ricerca di società quotate all'interno dello stesso settore e appartenenti al medesimo mercato di quotazione. È il livello più semplice e immediato e più è ampio il campione più risulta essere significativo. Esso deve orientarsi secondo due direttrici d'analisi basate sullo studio di elementi quantitativi e qualitativi. In riferimento ai primi, si considerano parametri come la dimensione, la crescita e la struttura finanziaria e patrimoniale; mentre tra i secondi si considera la composizione del fatturato, il posizionamento competitivo, la capacità di innovazione, il revenue model e il business model. Queste due tipologie di criteri devono essere utilizzate in maniera strettamente correlata al fine di ottenere un corretto campione che sia congruo ed accurato. Nel caso in cui il campione ottenuto non sia sufficientemente significativo, si procede con un secondo livello d'analisi, detto confronto infra-settoriale a livello internazionale, che è in grado di ampliare il campione individuando società comparabili quotate in mercati differenti da quelli della società in valutazione. Per le società Leader di mercato a livello globale vi è un ulteriore livello

d'analisi, confronto intersettoriale, in cui non potendo trovare società comparabili all'interno del settore ci si rivolge a differenti settori. Ovviamente le società a confronto devono avere la stessa formula imprenditoriale e gli stessi value driver.

La seconda fase consiste nella selezione dei multipli significativi che includono le variabili che esprimono la capacità da parte dell'azienda di generare ricchezza. Come visto nella parte introduttiva del paragrafo, vi sono diversi multipli e nel proseguo verranno descritti solo i più utilizzati.

Il P/E, che esprime il rapporto tra prezzo di mercato ed utile netto per azione, è un multiplo levered in quanto al numeratore vi è la capitalizzazione di mercato, è facile da calcolare ed è relativamente diffuso perché gli utili sono il miglior indicatore di creazione di valore da parte dell'azienda. Di contro però, presenta un'elevata influenza da parte di politiche fiscali, contabili e di natura straordinaria, e risulta poco applicabile nelle imprese e-commerce perché spesso non hanno risultati utili di esercizio positivi.

Il P/Book Value, multiplo levered, è il rapporto tra prezzo di mercato di un'azione e il patrimonio netto per azione.

Per quanto riguarda i multipli unlevered più diffusi invece, troviamo l'EV/Sales e EV/EBITDA. Il primo fa riferimento al rapporto tra enterprise value e fatturato di una società, è il meno influenzato dalle politiche contabili ed è più stabile nel tempo; il secondo EV/EBITDA esprime il rapporto tra ev e margine operativo lordo, ed è quello più utilizzato a livello pratico perché l'ebitda è la grandezza che meglio sintetizza la capacità di un'azienda di generare valore con la gestione caratteristica. Inoltre questo multiplo risulta ancor più utile, per gli e-commerce, nel momento in cui i valori ricavabili successivi all'EBITDA sono negativi, e talune volte questo non è ancora del tutto sufficiente, tanto da dover "risalire" fino al fatturato.

Nella terza ed ultima fase si procede al calcolo dei multipli della società oggetto di valutazione. In questo passaggio bisogna considerare l'eventualità di applicare degli sconti ai valori ottenuti (generalmente compreso tra il 10% e il 20%) in quanto si presuppone un'omogeneità molto elevata tra l'impresa e il campione. Si procede quindi con l'individuare l'intervallo dei valori dei multipli da applicare per poi desumere i risultati dell'azienda su cui applicare i multipli e terminare con i calcoli matematici.

Un'alternativa all'approccio di mercato, come scritto in precedenza, è la determinazione del valore dell'impresa analizzando le transazioni comparabili di M&A. Per questo metodo valgono tutte le considerazioni per i multipli fatte in precedenza, prendendo però in considerazione alcune precisazioni.

Innanzitutto vi sono sempre un venditore e un compratore che proporranno due prezzi diversi e il prezzo pagato dovrebbe coincidere con l'equity value della società, e molte volte non è così.

In secondo luogo vi è una ridotta disponibilità delle informazioni sui prezzi, in quanto le informazioni sono poco affidabili e molto costose e spesso vi è una bassa frequenza di operazioni comparabili (in particolare per le imprese e-commerce che si sono sviluppate negli ultimi anni). Infine bisogna considerare che le operazioni di rilevazione avvengono in un arco temporale disomogeneo, quindi è necessario procedere con le opportune rettifiche, e possono esserci delle variazioni anche nel corporate control dal momento della rilevazione dei prezzi a quello del calcolo della valutazione.

Nei capitoli precedenti sono stati riportati i cambiamenti dei value driver delle aziende e i diversi business model sviluppati con l'avvento d'internet. In questa nuova economia, per le aziende e in particolar modo per quelle e-commerce, il cliente così come il suo "ciclo di vita", i suoi flussi futuri e la sua fedeltà, sono al centro dell'attenzione e diventano oggetto di studi per comprendere il mercato e determinare il valore delle aziende (es customer-based view). Diventa quindi necessario comprendere il valore specifico delle relazioni con i clienti e per fare questo si utilizzano dei metodi empirici che prevedono l'introduzione di multipli "integrativi" che andranno ad affiancare quelli principali descritti in precedenza.

Si individuano quindi alcuni multipli da poter inserire nella valutazione degli e-commerce:

- EV/numero di utenti. Per utenti si intendono le persone che visitano il sito una sola volta durante un periodo prestabilito. Tale multiplo serve per capire la capacità dell'impresa di attrarre nuovi clienti e quindi di capire le potenzialità di generare ricavi con le vendite e soprattutto con la pubblicità;
- EV/numero di sottoscrittori, che esprime il valore attribuito dal mercato ad ogni abbonato di cui la società dispone dati personali e del profilo di consumatore. Il numeratore esprime sempre l'enterprise value mentre il denominatore il numero degli abbonati che non deve essere riferito ad un valore corrente, bensì ad un valore prospettico di 1-2 anni. Infine da questo indicatore si evincono le potenzialità di ricavi dell'azienda e non le entrate immediate;
- EV/numero di clienti, a differenza del multiplo precedente qui vengono presi in considerazione gli utenti già registrati che hanno comprato dei prodotti nel tempo e che quindi non sono semplicemente iscritti. Questo multiplo è particolarmente interessante perché permette di comparare le società in base al numeri di acquirenti ma anche in base alla fedeltà del cliente.

Capitolo 3. Analisi del valore economico dell'e-commerce YOOX NET-A-PORTER GROUP

Le difficoltà che si incontrano nell'attribuire un valore ad un'azienda e-commerce, come dimostrato nel presente elaborato, sono molteplici. Un preciso metodo di valutazione che riesca a catturare il valore dell'impresa non esiste. Ogni metodo presentato infatti, riscontra difficoltà, più o meno accentuate, nella fase di valutazione. Tali difficoltà si riscontrano soprattutto a causa del fattore "intangibile" presente in azienda, che porta ad una valutazione soggettiva che varia a seconda dello stimatore e del metodo utilizzato.

Una dimostrazione di queste differenze con relativa analisi del perché si ottengono differenti stime è ricavato dal recente acquisto dell'e-commerce YOOX da parte di Richemont.

Yoox Net-a-porter Group è un'azienda italiana leader nella vendita online di capi di lusso. Fondata nel 2000 da Federico Marchetti, assieme a diversi sostenitori che hanno finanziato il suo progetto, fra i quali Renzo Rosso (fondatore DIESEL), è arrivata a fatturare nel 2018 più di 2 miliardi di euro. Nel 2009 è stata quotata in borsa, quando il fatturato era poco più di 150 milioni, e successivamente, nel 2015, vi è stata l'unione con NET-A-PORTER (un'altra azienda e-commerce sempre nel mondo della moda) che ha portato entrambe le aziende ai vertici mondiali del settore. Nel gennaio del 2018 Richemont, il più grande azionista del gruppo Yoox ha deciso di acquistare le rimanenti quote, valorizzando l'azienda per circa 5,4 miliardi di euro e revocandola dalle negoziazioni in Borsa (delisting).

L'offerta di Richemont può essere utilizzata per verificare quanto si discostino i valori che si ottengono dall'applicazione dei diversi metodi valutativi descritti nel presente elaborato, e cercare di capire le possibili differenze fra i risultati ottenuti. Premettendo che i dati utilizzati nell'analisi sono pubblici e sono quelli forniti da YOOX attraverso i report annuali che vanno dal periodo 2014-2017, si procede con il confronto fra metodo reddituale finanziario e multipli di mercato.

Partendo dal metodo finanziario, si ricavano dal rendiconto i flussi di cassa generati dall'attività operativa per gli anni che vanno dal 2014 al 2017 in modo da poter applicare, in un'ottica asset

side, il metodo sintetico: $W_{asset} = \frac{FCFO}{(WACC)} = \frac{91.25}{11,4\%} = 829,55 \text{ mln€}$. Il numeratore considera

il flusso operativo prospettico perpetuo ed è una media degli ultimi quattro FCFO mentre il denominatore è ricavato da Bloomberg. Se invece si considera una crescita costante g del 6%

circa, nel lungo periodo la formula diventa: $W_{asset} = \frac{FCFO}{(WACC-g)} = \frac{91.25}{5.4\%} = 1689,81 \text{ mln€}$.

La differenza di valore con i 5,4 miliardi può essere spiegata dalla variazione del tasso di crescita preso in esame dagli analisti. Infatti nel periodo più prossimo alla valutazione può

essere stato considerato un tasso g superiore, vicino al 10%, giustificato da un trend di crescita dei ricavi e dell'EBITDA a due cifre, per poi ridursi e trovare una stabilità per il lungo periodo. Inoltre è possibile che gli analisti di Richemont posseggano informazioni non di pubblico dominio che aumentano il valore dell'azienda.

Se si abbandona l'ottica asset side e si passa a quella equity side, si otterranno dei risultati leggermente diversi. La formula senza un tasso di crescita diventa: $W_{equity} = \frac{FCFE}{K_e} =$

$\frac{51}{8,08\%} = 637,5$ mln€. Inserendo nella formula il tasso g del 6% otteniamo: $W_{equity} =$

$\frac{FCFE}{(K_e - g)} = \frac{51}{2,08\%} = 2.550$ mln€. Il flusso di cassa si ottiene dalla media degli ultimi quattro FCFE

dei rendiconti finanziari 2014-2017 forniti dalla società valutata, mentre il K_e è ricavato dal database di Damodaran riguardo gli indici di cost of equity del settore e-commerce

Come precedentemente scritto il valore calcolato con gli FCFE, a parità di g 6%, è superiore di circa un miliardo di euro rispetto alla formula che utilizza gli FCFO. Un motivo di questa differenza potrebbe essere la capacità del modello equity side di considerare anche la dimensione strategica dell'impresa.

Continuando con il metodo reddituale si prendono i redditi normalizzati sempre del periodo 2014-2017, si calcola la media ed il valore ottenuto sarà l'ipotetico reddito prospettico dell'azienda in questione. In questo caso si adotteranno valori levered in un'ottica equity side, quindi il reddito medio prospettico sarà attualizzato con il costo del capitale proprio (K_e). La

formula: $W_{equity} = \frac{Reddito}{K_e} = \frac{23,50}{8,08\%} = 293,75$ mln€. Il denominatore è sempre ricavato dal

database di Damodaran riguardo gli indici di cost of equity del settore e-commerce. L'enorme differenza fra le valutazioni, oltre alle diverse informazioni possedute, può essere dovuta alla bassa redditività dell'azienda oltre che all'elevato livello di variazione da un anno all'altro dei flussi di reddito, caratteristiche comuni agli e-commerce che rendono difficile calcolare un reddito normalizzato prospettico perpetuo. Inoltre un ulteriore motivo possono essere gli importanti investimenti, che vengono effettuati ogni anno e inevitabilmente porteranno a nuove opportunità di crescita e ad un aumento della redditività futura.

Infine si utilizza il metodo dei multipli di mercato ai quali si possono affiancare dei multipli di supporto. Lo strumento utilizzato è il P/Book Value il quale come scritto in precedenza rappresenta il rapporto tra prezzo di un'azione il patrimonio netto per azione. Questo ultimo metodo trova un'applicazione più diretta, in quanto è sufficiente moltiplicare il P/BV medio del settore (e-commerce, internet retail) dal valore di 2,76, per la voce "patrimonio netto" dal valore di 1.922 mln€. Applicando la formula: $W = 1.922 * 2,76 = 5.304$ mln€. Il dato di settore è stato sempre ricavato dal database Damodaran, mentre il patrimonio netto è ricavato dal bilancio

2017. Se invece si considerasse il multiplo EV/EBITDA, è necessario moltiplicare il multiplo in questione, con un valore di settore pari a 7,65 (fonte database Damodaran), per il valore dell'EBITDA fornito dal bilancio 2017. A tale prodotto andrà poi sottratta la PFN (posizione finanziaria netta) di 83,7 mln€ fornita sempre dal bilancio 2017.

Applicando la formula avremo: $W = (7,65 * 169,2) - 83,7 = 1.211$ mln€. Come si può notare la stima ottenuta con il primo multiplo è pressoché identica al valore ricavato dalla valutazione di Richemont e il motivo può essere la scelta omogenea del metodo e del moltiplicatore. Il secondo multiplo invece ha un valore nettamente diverso. Questa è la dimostrazione del fatto che il risultato finale della stima, seppur questo metodo venga usato come strumento di verifica e controllo, è molto soggettiva e dipende dal tipo e dal valore del moltiplicatore utilizzato.

Da queste analisi di YOOX emergono le difficoltà e le differenze di valutazione teoricamente descritte in precedenza, infatti ogni metodo considera determinati driver di valore e ne omette degli altri. Così facendo risulta complesso identificare le reali possibilità di crescita dell'azienda e quindi l'identificazione della dimensione dei flussi finanziari e reddituali futuri.

Conclusione

Riprendendo ciò che è stato scritto nella prima parte dell'elaborato, internet e la diffusione delle nuove tecnologie, come gli smartphone e i computer, hanno portato alla nascita di nuove tipologie di aziende con diversi business model e diversi value driver. Si diffondono così i concetti di commercio elettronico, di aziende internet ed high-tech, le quali sviluppano una nuova catena del valore che pone al centro le informazioni e i dati sensibili e di vendita dei clienti.

I metodi di valutazione aziendale sono di difficile applicazione e come ampiamente ribadito presentano non poche difficoltà nel calcolo della stima reale dell'azienda. L'attenzione si sposta verso la componente intangibile e verso il sito web dell'azienda e-commerce. Infatti, i KPI presi più in considerazione per valutare le prestazioni dell'azienda riguardano il numero di visite, impression che si ottengono on-line, il tasso di conversione oppure il tempo trascorso nelle "pagine".

Tutto questo porta alla conclusione che le aziende operanti nel mercato elettronico sono di difficile quantificazione economica e le cause vanno cercate nelle caratteristiche peculiari della categoria d'aziende trattata. Se si considera per esempio il metodo patrimoniale si nota che è impossibile ottenere un valore corretto dell'organizzazione, perché il valore degli asset sarà nettamente inferiore al fatturato e molti degli elementi intangibili di cui dispone l'azienda non sono espressi nello stato patrimoniale. Così come il metodo patrimoniale anche quello reddituale non risulta adatto. Questo perché i flussi di reddito degli e-commerce sono molto variabili e spesso negativi e questo porta a stime non adeguate. Ci sono però alcuni metodi di valutazione che risultano essere più precisi rispetto ad altri. Questi sono il metodo DCF e il metodo dei multipli che con le opportune modifiche e coadiuvati da strumenti come i KPI portano a delle stime migliori rispetto un metodo patrimoniale o reddituale.

Tuttavia, anche se opportunamente modificati e affiancati da altri strumenti, a causa dell'alta imprevedibilità e velocità di cambiamento di codeste aziende, è opportuno utilizzare più metodi di valutazione per cercare di ottenere un risultato che colga tutte le prospettive future dell'azienda mitigando l'elevato grado di soggettività presente in esso.

Bibliografia

- Claudio Chiacchierini, Vincenzo Perrone e Francesco Perrini, 2008, “*I-VALUATION Intangibili, competitività e valutazione d’impresa*”, EGEA
- Daniele Rutigliano, 2017, “*E-commerce vincente. Dai modelli di business alle strategie di vendita online*” Hoepli
- Francesco Perrini, 2000, “*E-VALUATION valutare le imprese internet*”, McGraw-Hill
- Marco Pironti, 2002, “*E-BUSINESS MODELS*”, CEDAM
- Pierpaolo Singer, 2002, “*Economia digitale, dinamica evolutiva e valutazione delle imprese internet*”, CEDAM

Sitografia

- Casaleggio Associati, Report Aprile 2019, “*E-commerce in Italia 2019*”. Disponibile su https://www.casaleggio.it/wp-content/uploads/2019/04/Report_E-commerce-in-Italia_2019-1.pdf
- Borsa italiana, Mario Massari, Goldman Sachs International, JPMORGAN, “*Guida alla Valutazione*”. Disponibile su https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/pubblicazioni/pubblicazioni/guidaalla_valutazione.pdf [Data di accesso: 15/07/2019]
- Borsa italiana “*IL METODO DCF - DISCOUNTED CASH FLOW*”. Disponibile su <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/metodo-dcf-discounted-cash-flow140.htm> [Data di accesso: 28/07/2019]
- Borsa italiana, “*I principali metodi di valutazione aziendale*”. Disponibile su <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/valutazione-aziendale-134.htm> [Data di accesso: 15/07/2019]
- Borsa italiana, “*I MULTIPLI DI BORSA*”. Disponibile su <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/imultipli.htm> [Data di accesso: 29/07/2019]
- Database online Damodaran. Disponibile su <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

- Database online Bloomberg. Disponibile su <https://www.bloomberg.com/europe>
- Eleonora Micheli, “Ynap vale 5,3 miliardi con l'offerta di Richemont”(22/01/2018) Il Sole 24 Ore. Disponibile su <https://www.ilsole24ore.com/art/ynap-vale-53-miliardi-l-offerta-richemont-AEaJSmmD>
- Enciclopedia Treccani. Definizione di E-commerce. Disponibile su <http://www.treccani.it/enciclopedia/e-commerce>
- Giulia Crivelli, “Ynap innova e cresce del 18,6%” (09/11/2017) Il sole 24 Ore. Disponibile su <https://st.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-11-09/ynap-innova-e-cresce-186percento-063804.shtml>
- Kabir Ahuja, Jesko Perrey, Liz Hilton Segel. Mckinse.. Disponibile su <https://www.mckinsey.it/idee/invest-create-perform-mastering-the-three-dimensions-of-growth-in-the-digital-age> (03/04/2017)
- Monica Lodi, “Yoox Net-a-Porter: Richemont lancia Opa totalitaria, obiettivo delisting” (22/01/2018) Il sole 24 Ore. Disponibile su <https://www.ilsole24ore.com/art/yoox-net-a-porter-richemont-lancia-opa-totalitaria-obiettivo-delisting--AEv7EimD>
- Yoox NET-A-PORTER group. Report aziendali dal periodo 2014-2017 di. Disponibile su <http://www.ynap.com/it/pages/ynap-on-the-stock-market/investor-relations/comunicati-stampa/>
- Yoox NET-A-PORTER group. Bilanci disponibili su banca dati AIDA. Disponibile su <https://aida.bvdinfo.com/version-2019820/home.serv?product=AidaNeo>